

ВСЕРОССИЙСКИЙ НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ
ТРУДА МИНИСТЕРСТВА ТРУДА И СОЦИАЛЬНОЙ ЗАЩИТЫ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

На правах рукописи

ЕСАУЛКОВА Татьяна Станиславовна

**ПОВЫШЕНИЕ УРОВНЯ ПЕНСИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ
ГРАЖДАН РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ НА ОСНОВЕ
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ**

Специальности: 08.00.05 - экономика и управление народным хозяйством
(экономика труда)
08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Научный консультант -
доктор экономических наук, доцент Попков С.Ю.

Москва - 2020

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
Глава 1. Теоретико-методологические основы исследования пенсионного обеспечения и деятельности негосударственных пенсионных фондов.....	27
1.1 Анализ и оценка уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.....	29
1.2 Механизмы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан в деятельности негосударственных пенсионных фондов: опыт теоретико-методологического изучения.....	45
1.3 Категориально-понятийный аппарат исследования деятельности негосударственных пенсионных фондов по повышению уровня пенсионного обеспечения граждан России.....	67
1.4 Зарубежный опыт повышения уровня пенсионного обеспечения граждан на основе деятельности пенсионных фондов.....	107
Глава 2. Анализ деятельности негосударственных пенсионных фондов и их роли в повышении уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: мониторинг текущего состояния.....	142
2.1 Негосударственные пенсионные фонды и их УК как субъекты современной российской пенсионной системы.....	145
2.2 Деятельность НПФ в системе обязательного пенсионного страхования и влияние ее результатов на повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.....	161
2.3 Деятельность НПФ в системе НПО в ракурсе повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.....	181
Глава 3. Повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: механизмы поддержания сохранности пенсионных средств в деятельности НПФ и их УК.....	195
3.1 Переход к риск-ориентированному надзору в государственном регулировании деятельности НПФ в целях повышения сохранности пенсионных средств.....	196
3.2 Совершенствование негосударственных механизмов контроля за управлением пенсионными средствами в НПФ в целях обеспечения их сохранности (на примере специализированного депозитария).....	217
3.3 Управление рисками в НПФ и их УК при инвестировании/размещении пенсионных средств как механизм повышения их сохранности.....	231
Глава 4. Повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: механизмы и направления увеличения доходности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения пенсионными фондами и их УК.....	253
4.1 Макроэкономические и иные внешние условия, влияющие на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ и их УК...	254

4.2 Перспективы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России на основе расширения перечня объектов для инвестирования/размещения пенсионных активов и либерализации ограничений на доли активов в составе инвестиционного портфеля НПФ.....	284
4.3 Инвестирование/размещение НПФ пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты как направление повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.....	306
Глава 5. Перспективные направления повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на основе совершенствования деятельности НПФ.....	342
5.1 Повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда на основе внедрения цифровых информационных технологий в деятельность НПФ.....	343
5.2 Социально ответственное инвестирование как перспективное направление инвестиционной деятельности НПФ в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.....	370
5.3 Перспективы реформирования отечественной пенсионной системы в ракурсе совершенствования деятельности НПФ и повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.....	396
Заключение.....	421
Список использованных источников.....	448
Приложения.....	487

Введение

Актуальность диссертационного исследования. Обеспечение достойного уровня жизни гарантируется Конституцией Российской Федерации всем ее гражданам. Поэтому одна из базовых задач российской пенсионной системы обеспечить достойный уровень жизни гражданам и при наступлении пенсионных оснований. Вместе с тем ни в одном нормативном правовом акте не раскрыты конкретные характеристики данного уровня жизни. Более того, в некоторых из них по отношению к уровню жизни пенсионеров используются иные термины, например, «социально приемлемый уровень жизни», «достаточный уровень жизни», но при этом не уточняется, насколько они идентичны по содержанию понятию «достойный уровень жизни».

В настоящее время в отечественной практике в качестве показателей уровня пенсионного обеспечения граждан выступают коэффициент замещения пенсией утраченного заработка (что рекомендовано Международной организацией труда /МОТ/ и применяется во всем мире) и прожиточный минимум пенсионера (ПМП). Но ни тот, ни другой из показателей не позволяют адекватно оценить уровень пенсионного обеспечения в российских условиях (федеральные и региональные социальные доплаты к пенсиям делают применение коэффициента замещения пенсией утраченного заработка малоинформативным, а ПМП не отражает взаимосвязь утраченного заработка и размера пенсионных выплат).

Применение указанных показателей высвечивает ряд проблем в пенсионном обеспечении граждан России. Так, по данным Росстата за 2019 год, коэффициент замещения пенсией утраченного заработка составил 29,8% (что ниже рекомендованного Конвенцией МОТ №102 показателя, равного 40%), а соотношение среднего размера назначенных пенсий с величиной ПМП равнялось 157,3% [323] (что ниже показателя, запланированного в Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации», равного 2,5-3 ПМП [43]).

Поэтому одной из актуальных задач российской пенсионной системы является нахождение путей повышения уровня жизни пенсионеров. Особую роль в этом играют негосударственные пенсионные фонды (НПФ), основными видами деятельности которых являются деятельность в системе обязательного пенсионного страхования (ОПС) и деятельность в системе негосударственного пенсионного обеспечения (НПО).

Пенсионные фонды как субъекты отношений по ОПС и НПО аккумулируют страховые /пенсионные взносы, размещают/инвестируют их самостоятельно или через доверительное управление с помощью управляющих компаний (УК) в разрешенные законодателем активы, ведут учет пенсионных прав своих клиентов и организуют им пенсионные выплаты. По данным Банка России на 31.03.2020, совокупный портфель пенсионных средств был оценен в 6,1 трлн руб., или 5,5% ВВП [104], а средневзвешенная доходность за 2019 год от инвестирования средств пенсионных накоплений (СПН) составила 10,7%, а от размещения средств пенсионных резервов (СПР) - 8,1%, что превысило уровень инфляции (3%). Накопленная доходность за 2017-2019 гг. составила по СПН - 15,9%, по СПР - 20,2%, что также выше уровня накопленной инфляции за этот период (10,1%).

Повысить уровень пенсионного обеспечения своих клиентов НПФ могут, соблюдая при инвестировании/размещении пенсионных средств принципы сохранности и доходности. Сохранность накопленных пенсионных средств включена законодателем в систему гарантий прав застрахованных лиц/участников пенсионных программ по формированию их будущей пенсии, поэтому так важно не допустить потери данных средств при их инвестировании/размещении в НПФ/их УК. Не меньшее значение имеет и уровень доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств, так как от этого зависит выполнение в срок и в полном объеме всех пенсионных обязательств Фонда перед своими клиентами, а, значит, и размер их пенсионных выплат при наступлении пенсионных оснований.

В настоящее время в российском законодательстве закреплён комплекс мер, с целью не допустить утрату накопленных на счетах клиентов НПФ страховых/пенсионных взносов. Но этих мер явно недостаточно. Так, понятие сохранности в действующем законодательстве сформулировано только по отношению к СПН и отсутствует в отношении СПР; в системе гарантирования прав застрахованных лиц обеспечена сохранность только номинала средств, накопленных на соответствующем счете застрахованного лица на момент наступления пенсионных оснований, и не учтены меры защиты от их обесценивания по инфляции; при формировании страхового резерва используется часть пенсионных взносов клиентов фондов и пр. В связи этим актуализируются проблемы расширения прав застрахованных лиц/участников пенсионных программ при формировании и инвестировании/размещении их пенсионных средств, совершенствования механизма обеспечения сохранности последних.

Ввиду того, что инвестирование/размещение пенсионных средств в НПФ/их УК - это только часть процесса управления данными средствами, а последний включен в многофакторную систему (Фонд/его УК/спецдепозитарий - госрегулятор - финансовый рынок - макроэкономика), проблема сохранности и доходности пенсионных средств, как и в целом проблема повышения жизненного уровня пенсионеров - комплексная, затрагивающая все уровни этой системы. Для ее решения важно не только построение эффективной модели управления пенсионными средствами в Фонде/его УК, но и немаловажную роль здесь играет контроль и надзор за деятельностью НПФ со стороны госрегулятора и субъектов негосударственного контроля (например, специализированного депозитария /СД/). Переход к пруденциальному, риск-ориентированному надзору, введение концепции пропорционального регулирования, а также макропруденциального стресс-тестирования (МСТ) повысили надежность функционирования пенсионных фондов, что усилило и гарантии сохранности пенсионных средств их клиен-

тов, а, следовательно, и выполнение пенсионных обязательств перед ними. Но вместе с тем и эти меры требуют совершенствования, так как существующая превентивная система, созданная госрегулятором, не позволяет полностью профилактировать возможные правонарушения в области управления пенсионными средствами, в том числе и со стороны НПФ/их УК.

Изначально в отечественной системе пенсионного страхования инвестирование/размещение пенсионных средств было ориентировано на достижение невысокого уровня дохода при допустимом уровне риска. Ограничения по видам активов и структуре инвестиционного портфеля пенсионных средств, установленные госрегулятором, достаточно жесткие сценарии и условия прохождения МСТ, введение фидуциарной ответственности фондов заставляют последние проводить осмотрительную инвестиционную политику и не допускать потери пенсионных активов. Эти же меры приводят и к выбору фондами консервативной инвестиционной политики с невысокой доходностью, предпочтениям на вложения в активы с короткой дюрацией. К этому следует добавить и ограниченное количество инструментов на финансовом рынке, которые по своим качественным характеристикам соответствуют целям и задачам деятельности НПФ.

Одновременно есть и опасности другого рода. Так, недавно фонды перестали быть некоммерческими организациями, получив статус акционерных обществ. Поэтому при определении целей инвестирования/размещения пенсионных средств Фонд оказался в коллизионном положении: с одной стороны, его огромная социальная значимость как субъекта пенсионной системы, в том числе и по повышению уровня пенсионного обеспечения граждан России; с другой стороны, интересы акционеров Фонда, нацеленные на получение высоких дивидендов и соответствующего уровня доходности. Повышение уровня доходности важно и для будущих пенсионеров, но при условии недопущения потери уже накопленных пенсионных средств, то есть при приемлемом уровне риска (что может противоречить интересам акционеров).

Решение вопроса в данном случае упирается не только в нахождение компромисса интересов в конкретном Фонде, но и в необходимость разработки комплекса мер, направленных на повышение уровня доходности инвестирования/размещения пенсионных средств, устранение всего того, «что препятствует эффективному инвестированию пенсионных средств» и «развитию негосударственных пенсионных фондов» [268].

Проблема повышения уровня пенсионного обеспечения российских граждан актуализировалась и в связи с обсуждением темы дальнейшего развития накопительной составляющей системы ОПС. Предлагаемый в настоящее время вариант Гарантированного пенсионного плана (ГПП) поднимает вопросы о стимулах добровольного участия в этой системе застрахованных лиц, обеспечении приемлемого уровня доходности вложенных пенсионных активов и их сохранности, что требует пересмотра и роли НПФ.

Тема повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России на основе совершенствования деятельности НПФ нуждается и в теоретическом осмыслении. В частности, требует уточнения соответствующий категориально-понятийный аппарат (например, понятия пенсионного обеспечения, сохранности и доходности пенсионных средств), необходима разработка многофакторной модели сохранности и доходности пенсионных активов.

Кроме того, изменившиеся социальные и экономические условия, в том числе и из-за пандемии «COVID-19», поставили ряд новых вопросов в ракурсе повышения уровня пенсионного обеспечения граждан применительно к деятельности НПФ, которые еще не рассматривались в научной литературе.

Степень разработанности проблемы. Проблемам развития пенсионных систем в России и в зарубежных странах посвящены труды Н.Н.Абакумовой, Г.И.Андрющенко, В.С.Аракчеева, Н.А.Волгина, И.А.Волкова, А.С.Волковой, Ю.В.Воронина, Е.Ш.Гонтмахера, И.Ю.Горюнова, Г.П.Дегтярева, М.Э.Дмитриева, Д.Н.Ермакова, М.Л.Захарова, П.Л.Каминского, Е.Д.Катульского, М.А.Ковалевского, Н.С.Ковалевской, Р.А.Кокорева,

А.В.Куртина, Е.Е.Мачульской, М.Б.Напсо, Т.Д.Одинокковой, В.Г.Павлюченко, С.Ю.Попкова, В.Д.Роика, М.В.Савиной, Т.М.Савицкой, А.Л.Сафонова, А.К.Соловьева, А.В.Столярова, Т.С.Сулимовой, Э.Г.Тучковой, Ю.Ю.Финогеновой, С.А.Хмелевской, Л.П.Якушева и др. [72; 83; 84; 90; 133; 134; 135; 136; 142; 143; 147; 153; 162; 163; 176; 178; 181; 182; 194; 203; 234; 254; 259; 263; 287; 288; 290; 291; 292; 301; 302; 305; 334; 346; 347; 387]. В этих работах заложены теоретические и методологические основы изучения пенсионного обеспечения и пенсионного страхования, проведен исторический экскурс развития пенсионных систем в нашей стране и в мире, раскрыты тенденции изменений этих систем в настоящее время.

Вопросам повышения жизненного уровня, в том числе и жизненного уровня пенсионеров, посвящены научные исследования таких авторов, как И.В.Бестужев-Лада, В.Н.Бобков, С.Г.Бычкова, Н.А.Ермакова, М.Р.Ефимова, В.М.Жеребин, Г.М.Зараковский, Н.М.Римашевская, Е.В.Одинцова, Н.В.Пчелкина, Т.С.Соболь, Т.Н.Степанова и др. [117; 120; 158; 159; 161; 269; 284; 299; 308].

Проблемы инвестирования пенсионных активов поднимались в работах ряда авторов, которые решали их на основе разных теоретико-методологических подходов (М.Блауг, У.Н.Гетцманн, Л.Дж.Гитман, А.И.Деева, М.Д.Джонк, Р.Г.Ибботсон, П.Д.Каплан, Дж.М.Кейнс, М.Критцман, Дж.М.Розенберг, М.Фридмен, Й.Шумпетер, Дж.Эстрада и др.) [119; 139; 148; 149; 179; 286; 336; 368; 374; 380; 386]. Особое значение для анализа темы имеют труды авторов, которые развивали теорию портфельного инвестирования (Г.Александр, Дж.Бейли, Р.Литценбергер, Г.Марковиц, А.А.Мицель, К.Ю.Нечаев, О.И.Рекундаль, Дж.Сигел, У.Шарп, Ч.Хуанг и др.) [200; 209; 241; 295; 339; 379].

Непосредственно проблемы деятельности негосударственных пенсионных фондов рассматривались в работах отечественных (А.Е.Абрамова, М.М.Аранжереева, В.В.Батаева, В.М.Бончика, И.В.Данишевской,

А.С.Киселевой, Р.А.Кокорева, О.М.Колобаева, А.А.Кузина, С.А.Лукина, Д.М.Максимова, Ю.Б.Ногина, И.Ю.Орловой, Е.В.Смольниковой, А.И.Сорокина, В.В.Соскова, К.С.Угрюмова, Г.Ф.Фатхлисламовой, М.И.Черновой, С.Н.Эрлика, Е.В.Юдиной, Е.Л.Якушева и др.) [77; 91; 92; 116; 123; 146; 180; 182; 184; 193; 198; 199; 245; 298; 303; 304; 317; 319; 320; 321; 343; 344; 345], а также зарубежных (таких, как П.Антолин, С.Аюха, А.Белбейз, Дж.Гурвиц, Г.Демарко, Дж.Ермо, А.Х.Маннелл, Дж.-П.Обри, У.Дж.Прайс, Дж.Резник, Р.Рофман, Р.Салливан, Дж.Сигел, Ф.Э.Стюарт, П.Р.Хайнц, Р.Хинц и др. [295; 377; 378; 393; 406; 408; 413; 414; 415]) авторов. В этих работах раскрыты основные виды деятельности фондов по пенсионному обеспечению, их роль и значение в современных пенсионных системах. Ряд исследователей уделили больше внимания отдельным аспектам деятельности НПФ: управлению рисками (М.Б.Бабушкин, А.В.Баранов, Д.В.Помазкин, М.Пиванов, В.В.Хмыров) [93; 114; 115; 337]; инвестированию/размещению пенсионных средств (А.Е.Абрамов, К.С.Акшенцева, Д.А.Вавулин, А.А.Мицель, Ю.Н.Назарова, А.В.Новиков, А.Д.Радыгин, О.И.Рекундаль, Е.А.Федорова, В.Н.Федотов, М.И.Чернова) [74; 75; 76; 129; 209; 243; 244; 326]; надежности функционирования НПФ (Е.А.Колганова, В.Ю.Михальчук, А.В.Никитин) [183; 210; 242]; доходности размещения пенсионных средств (И.В.Антоненко, Л.В.Антосик, А.Е.Жуйков, В.А.Коньков, К.А.Туманянц, Т.В.Шлевкова) [160; 188; 315].

Несмотря на теоретическую разработанность тех или иных аспектов изучаемой темы в ней остаются нерешенными вопросы определения сохранности пенсионных средств, достаточности гарантий прав застрахованных лиц в системе пенсионного страхования и мер по их обеспечению, отсутствует методология анализа доходности и сохранности пенсионных средств в рамках многофакторной модели, требуют переосмысления и критерии эффективности инвестирования/размещения пенсионных средств, в частности, с учетом «коэффициента покрытия» («the coverage ratio»).

Таким образом, проблемы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России, усиления сохранности и увеличения доходности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения еще не получили своего эффективного решения и нуждаются в изучении.

Цель исследования - разработка и теоретико-методологическое обоснование механизмов повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на основе совершенствования деятельности негосударственных пенсионных фондов.

Достижение данной цели определило необходимость решения следующих **задач**:

- раскрыть современный уровень пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации и механизмы его повышения, реализуемые в деятельности негосударственных пенсионных фондов, для чего использовать теоретико-методологические наработки изучения проблемы, опыт перспективных зарубежных и отечественных практик, уточненный категориально-понятийный аппарат исследования;

- на основе результатов анализа деятельности негосударственных пенсионных фондов/их УК по управлению пенсионными средствами определить ее эффективность в отношении достижения сохранности и доходности данных средств как основных механизмов повышения уровня пенсионного обеспечения застрахованных лиц/участников пенсионных программ;

- обосновать пути совершенствования государственного регулирования деятельности НПФ по управлению пенсионными активами в целях гарантирования их сохранности для повышения уровня пенсионного обеспечения застрахованных лиц/участников пенсионных программ; предложить авторскую модель проведения макропруденциального стресс-тестирования в НПФ;

- выделить направления повышения эффективности механизмов государственного контроля (на примере специализированного депозитария) за процессами инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ в целях

обеспечения сохранности указанных средств и повышения уровня пенсионного обеспечения застрахованных лиц/участников пенсионных программ;

- определить пути увеличения доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств в целях повышения уровня пенсионного обеспечения застрахованных лиц/участников пенсионных программ, для чего разработать многофакторную модель доходности инвестирования/размещения пенсионных средств, рассчитать корреляционные зависимости между факторами, влияющими на данную доходность;

- проанализировать обоснованность установленных законодателем ограничений в процессах инвестирования/размещения пенсионных средств в аспекте влияния этих ограничений на доходность и уровень пенсионного обеспечения клиентов Фонда; предложить систему мер, способствующих повышению уровня данной доходности;

- аргументировать значимость инвестирования/размещения НПФ пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты для повышения уровня пенсионного обеспечения их клиентов, с этой целью определить условия и механизмы указанного инвестирования; раскрыть перспективы применения социально ответственного инвестирования пенсионных средств в НПФ/их УК и показать влияние его результатов на уровень пенсионного обеспечения клиентов фондов;

- предложить модель повышения эффективности деятельности НПФ по управлению пенсионными средствами на основе внедрения цифровых информационных технологий, установить влияние результатов данного внедрения на повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов;

- выявить перспективы принятия концепции Гарантированного пенсионного плана (ГПП) в российской пенсионной системе, уточнить роль НПФ в ее реализации; обосновать необходимость корректировки данной Концепции и разработать авторские предложения по повышению уровня пенсионного обеспечения граждан России через механизмы деятельности НПФ.

Объект исследования - направления, принципы и социально-экономические механизмы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.

Предмет исследования - система экономических, финансовых и социально-трудовых отношений, возникающих в связи с целевой направленностью деятельности негосударственных пенсионных фондов по повышению уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации.

Теоретическую основу исследования составили работы отечественных и зарубежных ученых по проблемам пенсионного обеспечения и пенсионного страхования, уровня жизни и доходов населения, развития социальной сферы, инвестирования, управления рисками, государственного регулирования, которые заложили концептуальные основы для изучения темы.

Нормативно-правовой основой выступили документы и акты, принятые на международном уровне (Международной организацией труда /МОТ/, Организацией экономического сотрудничества и развития /ОЭСР/, Всемирным банком, Международным валютным фондом /МВФ/, Европейским Союзом /Евросоюз, ЕС/, Евразийским экономическим союзом /ЕАЭС/); действующие нормативные правовые акты и документы Российской Федерации, регулирующие отношения, возникающие в сфере пенсионного обеспечения, социально-трудовых отношений, инвестиционной деятельности, а также локальные акты и документы ряда негосударственных пенсионных фондов, управляющих компаний, специализированных депозитариев, саморегулируемых организаций, представляющих объединения участников пенсионного рынка (НАПФ, АНПФ, НАУФОР).

Методологическую основу исследования составили методы философского анализа (в частности, использование диалектического метода при изучении динамики изменений отрасли НПФ); общенаучные методы (применение структурно-функционального метода при анализе процессов инвестирования/размещения пенсионных средств; информационного метода - при осу-

ществлении мониторинга отрасли НПФ, уровня пенсионного обеспечения граждан России; системного метода - при раскрытии понятия «сохранность пенсионных средств»; сравнительного метода - при сравнении зарубежных пенсионных систем с отечественной пенсионной системой; методов эмпирического анализа - при проведении опросов участников пенсионного рынка); частно-научные методы экономической науки, применяемые при изучении уровня жизни, сферы пенсионного обеспечения и процессов инвестирования пенсионных средств (методы корреляционного анализа - при построении многофакторной модели управления пенсионными средствами; экономико-статистические методы - при анализе уровня пенсионного обеспечения, деятельности НПФ/их УК; метод экономико-математических моделей - при расчете размера будущей пенсии участников НПО; метод графических построений - на протяжении всех разделов работы; также использовались методы портфельного инвестирования, ретроспективного анализа, оценки рисков, актуарной математики).

Эмпирическая база исследования включает официальные данные Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации, Банка России, Министерства финансов Российской Федерации, Пенсионного фонда Российской Федерации (ПФР), Федеральной службы государственной статистики (Росстата), Агентства по страхованию вкладов (АСВ), Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов (НАПФ); материалы ряда сайтов негосударственных пенсионных фондов и их управляющих компаний, спецдепозитариев; результаты проведенного авторского исследования по проблемам инвестирования пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты.

Научная новизна результатов исследования состоит в разработке авторской концепции повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации (застрахованных лиц/участников пенсионных программ в НПФ), которая строится на следующих положениях: 1) основой по-

вышения уровня пенсионного обеспечения указанных лиц является реализация принципов и соответствующих механизмов сохранности и доходности пенсионных средств в деятельности НПФ; 2) управление пенсионными активами в НПФ, как и реализация обозначенных принципов и механизмов, должны рассматриваться в рамках многофакторной модели; 3) существующих гарантий прав застрахованных лиц и участников НПО по обеспечению сохранности их пенсионных средств недостаточно и требуется их расширение; 4) необходимо принятие предложенных автором мер по совершенствованию механизмов, повышающих сохранность и доходность пенсионных средств при их инвестировании/размещении негосударственными пенсионными фондами/их УК в целях повышения уровня пенсионного обеспечения застрахованных лиц/участников пенсионных программ в НПФ.

Основные научные результаты диссертации, выносимые на защиту и содержащие элементы научной новизны, состоят в следующем:

1. Основываясь на базисных теоретико-методологических концепциях и обобщении перспективных зарубежных и отечественных практик, сформулированы авторские определения понятий «минимальный (восстановительный) потребительский бюджет», «рациональный потребительский бюджет (бюджет развития)», рассмотренных в качестве основных индикаторов социально приемлемого уровня жизни пенсионеров; определены механизмы (сохранности и доходности), влияющие на повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов, в связи с чем раскрыта многоаспектность понятия «сохранность пенсионных средств» как принципа, выражающего требование к результатам инвестирования данных средств; требования к конечным итогам всего процесса управления пенсионными активами в НПФ/их УК; требования к одному из основных параметров деятельности НПФ, являющегося предметом надзора и контроля со стороны госрегулятора; гарантированного права застрахованных лиц/участников пенсионных программ и официально установленных мер, направленных на обеспечение этого права; результиру-

ющего воздействия на процессы инвестирования/размещения пенсионных средств со стороны внешних (в том числе макроэкономических) и внутренних факторов. Аргументировано определение реальной доходности как результата размещения/инвестирования пенсионных средств сверх уровня инфляции.

Обоснована недостаточность введенного законодателем определения сохранности СПН, в связи с чем сформулированы авторские дефиниции сохранности пенсионных средств применительно к СПН и СПР, а именно: как требования сохранения номинала суммы СПН/СПР на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица /пенсионном счете участника НПО (для схем с установленными взносами) на дату наступления пенсионных оснований с учетом либо накопленной инфляции за данный период, либо минимальной гарантированной доходности в годовом исчислении; применительно к схемам с установленными выплатами в НПО сохранность определена как требование, в соответствии с которым гарантированная пенсионная выплата не может быть ниже 0,5 размера социальной пенсии по старости, устанавливаемой в системе государственного пенсионного обеспечения, либо минимального размера негосударственной пенсии, утверждаемой руководством Фонда в соответствии с Пенсионными правилами и пенсионным договором.

2. Исходя из итогов анализа текущего состояния отрасли НПФ, выявлены, с одной стороны, результаты деятельности фондов, способствующие повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов (превышение накопленной доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств уровня накопленной инфляции за последние 3 года и 5 лет; позитивная динамика роста негосударственных пенсий и др.), а, с другой стороны, обнаружены негативные тенденции, сдерживающие развитие НПФ и, соответственно, не способствующие повышению уровня пенсионного обеспечения их клиентов (не всегда обоснованные ограничения деятельности НПФ в процессах размеще-

ния/инвестирования пенсионных средств; возможные конфликты интересов акционеров и клиентов НПФ; неопределенность функционального назначения фондов в рамках предложенной концепции Гарантированного пенсионного плана и пр.), в связи с чем в работе рекомендовано пересмотреть субъектный состав участников пенсионного рынка с целью его оптимизации и повышения эффективности; поэтапно расширять права НПФ по самостоятельному инвестированию СПН; модифицировать систему мер по обеспечению сохранности пенсионных средств; снизить расходы на организацию и содержание пенсионных программ, передав функции по учету операций по инвестированию/размещению пенсионных средств, расчету стоимости активов, расчету стоимости чистых активов, формированию и сдаче отчетности по результатам инвестирования/размещения пенсионных средств, а также проведению макропруденциального стресс-тестирования в НПФ специализированному депозитарию, с которым у НПФ заключен договор об оказании услуг.

3. В целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России разработана система мер по совершенствованию системы государственного регулирования деятельности НПФ, касающаяся управления пенсионными активами в аспекте усиления их сохранности и доходности, в связи с чем предложено изменить структуру риск-ориентированного надзора на основе риск-профилей применительно к различным возрастным группам клиентов НПФ; пересмотреть направленность МСТ, ориентируя фонды на выбор реальных активов для инвестирования пенсионных средств; учитывать при проведении МСТ долгосрочность инвестирования в инфраструктурные проекты в фондах; расширить перечень разрешенных для инвестирования активов, при этом усилив требования к их качеству; сместить акцент в госрегулировании деятельности НПФ с наблюдения за ее соответствием установленным нормативным требованиям на процессы пенсионных выплат.

Для увеличения эффективности проведения в фондах по требованию госрегулятора МСТ, предназначенного для проверки устойчивости их деятель-

ности и выполнения пенсионных обязательств перед клиентами в неблагоприятных условиях, разработана авторская модель, позволяющая алгоритмизировать данную процедуру и реализовывать ее на основе цифровых технологий, что целесообразно осуществить на базе спецдепозитария, повышая, тем самым, контроль за проведением МСТ в фондах и снижая их издержки, что способствует повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов НПФ.

4. На базе авторских разработок для минимизации риска потерь при размещении/инвестировании пенсионных средств и предотвращения снижения уровня пенсионного обеспечения клиентов НПФ представлен новый функционал специализированного депозитария (СД), основными механизмами которого являются консолидация в СД всех учетных функций, включая и определение стоимости активов и обязательств, предоставление отчетности по управлению пенсионными активами; усиление контрольных функций, в том числе через наделение СД правом получения первичных документов по операциям с пенсионными активами (и информации о них), в которые размещены/инвестированы пенсионные средства Фондом/его УК, напрямую от участников инвестиционного процесса (банки, брокеры, Росреестр и пр.), вменение в обязанность СД проведение процедуры МСТ в НПФ.

5. Раскрыто понимание доходности инвестирования/размещения пенсионных средств как механизма, влияющего на уровень пенсионного обеспечения клиентов фондов, а также как результата действия ряда внешних и внутренних факторов, в связи с чем разработана многофакторная (мультипликативная) разноуровневая модель, включающая: макроуровень (мировые и страновые макроэкономические и иные показатели); уровень финансового рынка; уровень отрасли НПФ, в том числе механизмы ее государственного регулирования; микроуровень (уровень отдельного НПФ), с корреляционными зависимостями между факторами разного уровня, показывающими их непосредственное или опосредованное влияние в краткосрочной, среднесрочной и

долгосрочной перспективах; установлен диапазон влияния макроэкономических факторов (в краткосрочной и среднесрочной перспективах при инерционном сценарии) на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств НПФ/их УК; аргументированы опосредованное влияние (через инфляцию) ВВП на доходность размещения/инвестирования СПР и СПН, непосредственное влияние требований госрегулятора и трендов проводимой им инвестиционной политики на доходность НПФ в краткосрочной и среднесрочной перспективах, а также прямое влияние развитости финансового рынка на доходность СПР и СПН.

6. Определены перспективы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России через механизмы увеличения доходности инвестирования/размещения пенсионных средств на основе расширения перечня объектов для инвестирования/размещения пенсионных активов и либерализации ограничений на доли активов в составе инвестиционного портфеля НПФ, в связи с чем выделены разновекторные тенденции в развитии процессов инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ и их УК: с одной стороны, направленность на либерализацию ограничений и расширение перечня разрешенных объектов для инвестирования/размещения пенсионных средств, что направлено на увеличение доходности инвестирования/размещения пенсионных средств; с другой стороны, усиление требований к составу и структуре пенсионных средств, результатам прохождения МСТ, введение фидуциарной ответственности фондов за результаты инвестиционной деятельности, что сдерживает свободу маневра НПФ/его УК и ориентирует их на краткосрочные инвестиции, инвестиции с пониженным риском; в связи с этим предлагается установить единые требования госрегулирования к инвестированию/размещению пенсионных средств в системах ОПС и НПО, увеличить емкость рынка финансовых инструментов для инвестирования/размещения пенсионных средств за счет производных и иных финансовых инструментов, расширения участия НПФ на рынке прямых и венчурных инвестиций, что

будет способствовать повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов.

7. Аргументирован подход к инвестированию/размещению фондами/их УК пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты как направлению повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов, в связи с этим на основе результатов проведенного автором анкетирования руководителей ряда крупных НПФ и УК выявлены их заинтересованность и готовность к инвестированию/размещению пенсионных средств в такого рода проекты, установлены причины, препятствующие развитию данного инвестирования (наличие рисков, жесткие требования госрегулятора, невысокая доходность и отсутствие необходимого количества качественных инфраструктурных проектов, обеспечивающих возвратность вложенных пенсионных средств); предложен комплекс мер, направленных на решение ряда перечисленных проблем (в частности, предлагается выделять концессионные облигации в структуре инвестиционного портфеля пенсионных активов фондов/их УК; сформировать механизмы снижения рисков, связанных с инвестированием/размещением пенсионных средства в концессионные облигации, путем разработки стандартов данного инвестирования, а также методологии поиска инфраструктурных проектов, сервисных структур, мониторинга рисков, методики рейтингования инфраструктурных ценных бумаг, учитывающей оценку самого проекта; предусмотреть при проведении МСТ долгосрочность концессионных облигаций; разрешить НПФ, имеющим соответствующий опыт работы с инфраструктурными проектами и необходимый уровень компетенций, входить в капиталы проектных компаний, осуществлять прямые инвестиции; шире применять институт поручительства по концессионным проектам).

Раскрыты возможности социального инвестирования пенсионных средств в НПФ/их УК в целях повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов, для чего определены условия его позитивного динамического разви-

тия, включающие разработку нормативной правовой базы, подготовку «дорожной карты», установление специальных требований к участию НПФ в указанном инвестировании (требования к структуре инвестиционного портфеля НПФ, их отчетности, проведении МСТ), создание системы стимулов, в том числе касающихся налогообложения.

8. Обосновано повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда как результата внедрения цифровых информационных технологий в его деятельность, для чего представлены результаты внедрения Единой информационной системы специализированного депозитария при обслуживании НПФ («ЕИС СД НПФ»), разработанной на базе цифровых информационных технологий в ООО «СДК «Гарант» под непосредственным руководством автора и являющейся уникальной системой на российском финансовом рынке, которая дает возможность фондам: 1) снизить их издержки за счет автоматизации целого ряда операций, в том числе по управлению пенсионными средствами, которые сопровождаются расходами фондов; 2) повысить качество принимаемых решений (в том числе и по управлению пенсионными активами) в НПФ; 3) увеличить производительность и эффективность работы с помощью оперативной обработки учетных данных и формирования отчетности (как стандартизированной, так и кастомизированной).

9. В связи с обсуждением проекта Гарантированного пенсионного плана (ГПП) выделены возможные сценарии дальнейшего развития пенсионной системы в ракурсе совершенствования деятельности НПФ и повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации, показаны недостатки предложенного варианта ГПП и пути их устранения, сформулированы рекомендации по созданию эффективной субъектной структуры НПО, формированию действенной системы стимулов для развития добровольного пенсионного страхования (льготное налогообложение и увеличение величины социальных налоговых вычетов, формирование многоуровневой системы сохранности пенсионных средств и пр.); на основе проведенных авторских рас-

четов определены пути повышения доходности индивидуальных пенсионных планов /ГПП через механизмы индивидуального управления пенсионными активами, включая выбор риск-профиля в зависимости от возрастных характеристик клиента Фонда; аргументирована необходимость одновременного реформирования пенсионной системы с повышением уровня доходов населения и развитием финансового рынка.

Теоретическая и практическая значимость работы состоит в том, что в ней представлена целостная концепция повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на основе использования механизмов сохранности и доходности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения в НПФ и их УК.

В теоретическом аспекте значимость проведенного исследования заключена в следующем:

- обоснована авторская концепция повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России, построенная на применении системного подхода к управлению пенсионными средствами, что позволило раскрыть последнее в рамках разноуровневой системы (на уровне отдельного Фонда, отрасли НПФ, госрегулятора, финансового рынка, макроуровне), а также конкретизировать роль пенсионных фондов в увеличении пенсионных выплат их клиентам;

- уточнен и развит категориально-понятийный аппарат, в связи с чем сформулированы определения понятий «минимальный (восстановительный) потребительский бюджет», «рациональный потребительский бюджет (бюджет развития)», уточнено и дополнено понятие «сохранность СПН», разработано авторское определение понятия «сохранность СПР», которое было уточнено применительно к схемам с установленными взносами и установленными выплатами; раскрыто понятие «реальная доходность»;

- проведен сравнительный анализ зарубежной практики обеспечения сохранности и доходности пенсионных средств в процессах их инвестирования

как механизмов повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов;

- раскрыты механизмы повышения сохранности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения на уровнях: госрегулятора - через введение пруденциального, риск-ориентированного надзора, макропруденциального стресс-тестирования, фидуциарной ответственности НПФ; негосударственного контроля - через механизмы учета и контроля со стороны спецдепозитария, независимых актуария и аудитора; отдельного НПФ/его УК
- через создание в них систем риск-менеджмента;

- разработана многоуровневая модель, раскрывающая влияние разных факторов на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств; установлены корреляционные зависимости между факторами разных уровней;

- сформулированы направления повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов через механизмы увеличения доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств (в частности, через расширение перечня объектов для инвестирования и либерализацию ограничений, снижение издержек на пенсионные программы в НПФ; инвестирование в долгосрочные инфраструктурные проекты и пр.);

- определены перспективные направления совершенствования деятельности НПФ по управлению пенсионными активами в целях повышения их сохранности и доходности (внедрение цифровых технологий, применение социально ответственного инвестирования, развитие индивидуальных пенсионных программ, в том числе и на основе ГПП);

- проведен всесторонний анализ концепции ГПП и разработаны сценарии дальнейшего развития системы пенсионного страхования в России в целях повышения уровня пенсионного обеспечения ее граждан, раскрыта роль НПФ в этих процессах.

Практическая значимость диссертационного исследования определена тем, что его выводы и рекомендации уже используются в работе спецдепозитария ООО «СДК «Гарант», ряда НПФ и УК (АО «НПФ «Открытие», АО «НПФ «Транснефть», АО «НПФ ВТБ Пенсионный фонд» и др.; АО «РЕГИОН Эссет Менеджмент», ООО «Пенсионная сберегательная компания» и др.). Практическое значение имеют авторские определения понятий «минимальный (восстановительный) потребительский бюджет», «рациональный потребительский бюджет (бюджет развития)», служащие ориентирами при определении перспектив развития пенсионного обеспечения граждан, а также дефиниции сохранности пенсионных средств, значимые для застрахованных лиц, участников НПФ, так как именно от понимания сохранности зависит объем их прав на гарантированное возмещение.

Практическое значение имеет представленная модель для проведения МСТ в Фонде, а также применение «ЕИС СД НПФ», специально разработанной для НПФ и их УК.

Теоретические выводы и практические рекомендации, сформулированные в работе, могут быть учтены при подготовке концепции реформирования российской пенсионной системы, разработке нормативных правовых актов (в частности, Банком России при внесении изменений в перечень разрешенных активов для инвестирования/размещения пенсионных средств, разработке сценариев МСТ, совершенствовании системы отчетности НПФ, передачи учетных функций по операциям с пенсионными активами на аутсорсинг в спецдепозитарий).

Материалы диссертационного исследования могут использоваться при подготовке и чтении лекций, проведении семинарских занятий по курсам экономической теории, социальной политики, пенсионного обеспечения и пенсионного страхования, экономике труда, инвестиционной деятельности.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности. Диссертация соответствует:

- паспорту научной специальности 08.00.05 - экономика и управление народным хозяйством (экономика труда), а именно, п.5.12. Проблемы социального обеспечения, социального страхования и социальной защиты населения, типы и формы обеспечения; пенсионная система и перспективы ее развития; п.5.13. Социальная политика, ее стратегия и приоритеты; социальное положение трудящихся, их социально-профессиональных и социально-территориальных групп; социальное развитие хозяйственных систем и социальная безопасность; п.5.17. Качество и уровень жизни населения - вопросы методологии, теории и практики, пути их повышения. Доходы и потребление, сбережения и накопления населения;

- паспорту научной специальности 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит (рынок страховых услуг), а именно, п.6.7. Государственное регулирование фондового рынка; п.6.8. Методология оценки доходности финансовых инструментов.

Апробация и реализация результатов исследования. Основные идеи и выводы диссертационного исследования были апробированы в выступлениях автора на научно-практических и теоретических конференциях, в том числе международных: Научно-практической конференции «Общее состояние рынка коллективных инвестиций и векторы его развития» (25 июня 2020 года, Москва); Научно-практической конференции «Модернизация российской пенсионной системы» (13 декабря 2019 года, Москва); Ежегодной конференция ПАРТАД - «Инфраструктура рынка ценных бумаг 2019 (6-7 июля 2019 года, Москва); Ежегодной конференции Investfunds Forum VIII (24-25 мая 2017 года, Санкт-Петербург); X ежегодной Уральской конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок» (19 октября 2017 года, Екатеринбург); XIII ежегодном Федеральном инвестиционном форуме (18 ноября 2016 года, Москва), Международной конференции «Asset Management in Russia and CIS» («Управление активами в России и странах СНГ») (10-11 ноября 2005 года, Париж) и др.

Результаты диссертационного исследования апробированы в работе СДК «Гарант», НПФ (АО «НПФ «Открытие», АО МНПФ «Большой»), УК (АО «РЕГИОН Эссет Менеджмент», ООО УК «Транснефть Инвест»), СРО «Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов» (НАПФ).

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликованы две монографии, 49 научных статей, общим объемом 59,1 п.л., в том числе 18 статей в научных журналах, рекомендованных ВАК при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации, и 1 статья в научном журнале из списка Scopus (2018).

Структура и объем диссертации. Диссертационное исследование состоит из введения, пяти глав, заключения, списка использованной литературы из 428 наименований и 29 приложений. Работа изложена на 445 страницах основного текста, содержит 80 таблиц и 62 схемы.

Глава 1. Теоретико-методологические основы исследования пенсионного обеспечения и деятельности негосударственных пенсионных фондов

Пенсионное обеспечение граждан Российской Федерации осуществляется через систему государственного пенсионного обеспечения, основным финансовым источником которой являются средства государственного бюджета; систему обязательного пенсионного страхования (ОПС), финансируемую за счет страховых взносов, трансфертов государственного бюджета и иных разрешенных законодателем источников; систему негосударственного пенсионного обеспечения (НПО), реализуемую в рамках коллективных (корпоративные, муниципальные, территориальные) и индивидуальных (индивидуальные пенсионные планы) пенсионных программ. В центре внимания данной работы - системы пенсионного страхования ОПС и НПО.

В настоящее время уровень пенсионного обеспечения подавляющего большинства российских пенсионеров, получающих страховую пенсию по старости, выше черты абсолютной бедности (указанная черта проходит по уровню прожиточного минимума пенсионера /ПМП/), так как с определенного момента они получают социальную доплату к страховой пенсии, если она ниже ПМП, установленного в субъекте Российской Федерации. Вместе с тем они относятся к малообеспеченным слоям населения, для которых характерен достаточно высокий уровень относительной бедности по сравнению со среднероссийскими показателями. Кроме того, количество пенсионеров, которым требуются указанные социальные доплаты к пенсиям, с каждым годом возрастает. В связи с этим актуальными становятся вопросы, как повысить уровень жизни нынешних и будущих пенсионеров, каким образом сформировать пенсию, которая была бы привлекательна для среднего класса и высокодоходных слоев населения.

Свой вклад в решение этих задач могут внести негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Созданные в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 16.09.1992 №1077 [29] они сохранили свою весомую

роль и в современных системах ОПС и НПО. Особое значение имеет их деятельность по обязательному пенсионному страхованию и негосударственному пенсионному обеспечению, в ходе которой НПФ самостоятельно или через их управляющие компании (УК) в рамках доверительного управления инвестируют/размещают пенсионные средства (пенсионные накопления и пенсионные резервы) с целью их сохранения и прироста.

Поэтому одними из важнейших вопросов функционирования пенсионной системы, построенной на страховых принципах, являются *сохранение* аккумулированных в пенсионных фондах (или иных финансовых институтах) пенсионных активов, сформированных за счет пенсионных (страховых) взносов (уплаченных страхователем в пользу бенефициара или совместно с последним) и иных официально установленных источников, а также *приращение* данных средств в результате инвестиционной деятельности пенсионных фондов (и иных финансовых институтов), доходность от которой превышает уровень инфляции. Именно сохранность и доходность пенсионных средств выступают основными показателями эффективности и результативности страховой пенсионной системы, так как от них зависит размер будущей пенсии и, соответственно, жизненный уровень пенсионеров.

В связи с этим актуализируется проблема формирования механизмов обеспечения сохранности и доходности пенсионных средств, как в теоретико-методологическом плане, так и в ракурсе изучения и обобщения передовых практик в разных странах мира.

1.1 Анализ и оценка уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

По данным Пенсионного фонда Российской Федерации (ПФР), на 01.08.2020 общая численность пенсионеров, состоящих на учете в ПФР, составила 43546 тыс. чел. (*Приложение 1*). Из них 40,1 млн чел. - получатели страховых пенсий, среди которых 36341 тыс. чел. - получатели страховой пенсии по старости, а 1 млн чел. - получатели выплат из средств пенсионных накоплений (СПН).

Из общей численности пенсионеров работающие пенсионеры составляют (из них получающие пенсии по старости - 8197 тыс. чел.) 9315 тыс. чел. (т.е. 21,4% всех пенсионеров в ОПС).

Количество индивидуальных лицевых счетов в системе ОПС на 01.01.2019 составило 155,3 млн шт. Страховые взносы в систему ОПС уплачивают 8,9 млн работодателей и 4,1 млн самозанятых.

Финансовая обеспеченность системы ОПС раскрывается в доходах и расходах бюджета ПФР (*таблица 1*)¹:

Таблица 1
Доходы и расходы бюджета ПФР за 2016-2019 гг.

	2016	2017	2018	2019
Доходы бюджета ПФР, млрд руб.	7625,2	8260,1	8269,6	8780,9
Расходы бюджета ПФР, млрд руб.	7829,7	8319,5	8428,7	8627,1
Поступление страховых взносов на ОПС, млрд руб.	4131,5	4481,9	4948,4	5409,51
Трансферты из федерального бюджета, млрд руб.	3348,9	3677,1	3232,32	3312,03

¹ Составлено автором на основе открытых данных ПФР [253].

Из них на выплату страховых пенсий, трлн руб.	1,89	2,07	1,84	1,9
Расходы ПФР на выплату пенсий, млрд руб.	6430,2	7167,2	7202,6	7660,0
Из них на выплату страховых пенсий, млрд руб.	6017,6	6378,0	6748,9	7053,35
Расходы ПФР на социальные выплаты, млрд руб.	572,2	488,0	502,5	516,0
Доля расходов на пенсионное обеспечение в объеме ВВП, в %	8,6	9	8,6	7,9
Обеспеченность страховых пенсий собранными взносами, в %	66,9	70	73	н/д

Из табл.1 следует, что доходы бюджета ПФР постоянно увеличиваются. Так, за 2019 год (по сравнению с 2018 годом) доходы ПФР выросли на 6,2%. Увеличились и поступления страховых взносов (+9% за год), их доля в доходах ПФР составила 61,6%. Вместе с тем, по данным Счетной палаты Российской Федерации, сумма задолженности по страховым взносам за этот год составила 308,9 млрд руб. (увеличение за год на 10,1%) [310].

В структуре доходов ПФР бюджетные трансферты в 2019 году составили 3312,0 млрд руб. (увеличение по сравнению с 2018 годом +2,5%). Доля средств федерального бюджета в доходах ПФР составила 37,7% (следует отметить, что это меньше, чем в 2018 году на 1,4%). На пенсионные выплаты и социальные доплаты из них было направлено 42,4%. Распределение трансфертов из федерального бюджета на выплату страховых пенсий и социаль-

ных выплат, источником финансирования которых являются средства данного бюджета показано на *схеме 1*.

1 404,2

1 907,8

Выплата страховых пенсий

Социальные выплаты

Схема 1

Распределение трансфертов из федерального бюджета на выплату страховых пенсий и социальных выплат, млрд руб.

В 2020 году планируемая общая структура федерального трансферта бюджету ПФР следующая: более 50% направляется на выплату страховых пенсий, почти 18% - на государственное пенсионное обеспечение (пенсии бывшим госслужащим), около 13% - на предоставление материнского капитала, 13% - на единовременную денежную выплату (ЕДВ) отдельным категориям граждан [252].

Помимо роста доходной части бюджета ПФР увеличиваются и его расходы. Так, с 2016 по 2019 гг. расходы на выплату пенсий увеличились на 19,1%. Вместе с тем, как было отмечено в Аналитическом отчете Счетной палаты Российской Федерации, расходы на пенсионное обеспечение постепенно снижаются в соотношении с ВВП, а именно с 9% от ВВП (в 2017 году) до 8,6% (в 2018 году) и до 7,9% (в 2019 году), что «не может способствовать повышению уровня жизни пенсионеров» [310]. Непосредственно на выплаты

страховых пенсий (по старости, инвалидности и по случаю потери кормильца) израсходовано 7053,35 млрд руб. (увеличение расходов за год составило +4,5%, что связано с индексацией страховых пенсий неработающим пенсионерам и ежегодной корректировкой пенсий работающих пенсионеров).

Следует указать, что из-за пандемии коронавируса Covid-19 зарплатный фонд, от которого рассчитываются страховые взносы работодателей в ПФР, уменьшился. По прогнозам аналитиков, он сократится за 2020 год на 1,3 трлн руб., что повлечет увеличение объема трансфертов из средств федерального бюджета (до 60% от запланированного объема в 2020 году и до 28% - в 2021 году) [172]. Что касается уровня пенсионного обеспечения российских пенсионеров в системе ОПС, то его основные показатели отражены в *таблице 2*:

Таблица 2
Уровень пенсионного обеспечения российских пенсионеров в системе ОПС [323]
(2016-2019 гг.)

Показатели системы пенсионного и социального обеспечения Российской Федерации	2016	2017	2018	2019
Средний размер страховой пенсии, руб.	12725	13306	13729	14102
Средний размер страховой пенсии по старости, руб.	12830,4	13172,5	14151,6	14986,3
Средний размер накопительной пенсии, руб.	802	866	925	956
Средний размер срочной выплаты пенсионных накоплений, руб.	1052	1277	1486	1705
Средний размер единовременной выплаты пенсионных накоплений, руб.	10184	3935	н/д	н/д
Средний размер социальной пенсии, руб.	8645	8797	9084	9093,7
Прожиточный минимум пенсионера (ПМП) в Российской Федерации, руб.	8803	8540	8726	8846
Соотношение среднего размера страховой пенсии по старости и прожиточного минимума пенсионера в Российской Федерации	1,45	1,54	1,62	1,69
Соотношение среднего размера страховой пенсии по старости со средним размером начисленной заработной платой	33,8	32,9	30,6	29,8
Фиксированная выплата (общий размер), руб.	4558,93	4805	4983	5334
Средний размер федеральной социальной доплаты к пенсии, руб.	1950	1938	1901	1936,30
Индексация страховой пенсии, %	4,0	5,8	3,7	7,05
Индексация пенсий по государственному пенсионному обеспечению, %	4,0	1,5	2,9	2,0
Инвестиционная доходность пенсионных накоплений по расширенному портфелю ВЭБа, %	10,7	8,8	6,1	8,7

Инвестиционная доходность пенсионных накоплений по портфелю государственных ценных бумаг ВЭБа, %	11,7	11,2	8,7	12,14
Средняя инвестиционная доходность пенсионных накоплений ЧУК, %	14,2	10,8	5,0	13,6
Лица, у которых формируются пенсионные накопления, млн чел.:	76,3	76,7	76,8	н/д
– в государственной управляющей компании «Внешэкономбанк», млн чел.	46,1	42,0	39,6	н/д
– в частных управляющих компаниях, млн чел.	0,4	0,4	0,3	н/д
– в негосударственных пенсионных фондах, млн чел.	29,8	34,3	36,9	37,3
Реальный размер назначенных пенсий, в % к предыдущему году	96,6	100,3	100,8	101,5

Средний размер страховой пенсии по старости, как и размер страховой пенсии в целом, увеличились за анализируемый период в абсолютных показателях. В период 2017-2019 гг. наблюдалось и незначительное увеличение реального размера назначенных пенсий (в частности, +1,5% в 2019 году по сравнению с предыдущим годом)². В 2021 году индексация пенсий должна составить 6,3%, в 2022 году - 5,9%; в 2023 году - 5,6%; в 2024 году - 5,5% [7].

Вместе с тем средний размер страховой пенсии не отражает ее дифференцированный уровень в регионах.

Например, в Северо-Кавказском федеральном округе средний размер назначенной пенсии в 2019 году составил 11927,1 руб., а в Северо-Западном федеральном округе - 15703,1 руб. [323]. По данным Счетной палаты, «почти у 9% получателей пенсий, проживающих в 69 регионах, размер пенсии ниже ПМП» [310].

Помимо страховой пенсии в системе ОПС формируется и накопительная пенсия, которая может увеличиваться за счет инвестиционного дохода (так, в 2019 году ее размер увеличился на 9,13% в соответствии с полученными результатами инвестирования пенсионных накоплений).

² Реальный размер назначенных пенсий - относительный показатель, который рассчитывается в результате деления индекса номинального размера (т.е. фактически сложившегося в отчетном периоде) пенсий на индекс потребительских цен за соответствующий временной период.

В настоящее время у 76,8 млн застрахованных лиц формируется накопительная пенсия³. Большая часть так называемых «молчунов» формирует ее в Государственной управляющей компании (ГУК) и незначительная их часть - в частных управляющих компаниях (ЧУК); по заявлениям застрахованных лиц их средства на накопительную часть пенсии могут быть переведены в негосударственные пенсионные фонды (НПФ) (37,3 млн чел. по данным на конец 2019 года; 423434 человек получают страховую пенсию /единовременные выплаты, срочные выплаты/, сформированную в НПФ; 75242 руб. - составляет в НПФ средний счет застрахованного лица, а пенсионные накопления в фондах превысили 2807 млрд руб.).

Кроме того, действует мораторий на формирование накопительной пенсии, а страховые взносы работодателей на ОПС в полном объеме направляются на финансирование только страховой пенсии.

Увеличилось и число получателей федеральной социальной доплаты к страховой пенсии (за 2019 год +15%, составив 3884,35 тыс. чел.) [13]⁴ (таблица 3) [323].

³ Здесь и далее - открытые данные ПФР [253].

⁴ Доплата производится с учетом материального обеспечения пенсионера, куда включаются: страховая и накопительная пенсии (с учетом всех установленных выплат к пенсии), дополнительного материального (социального) обеспечения, ежемесячной денежной выплаты (включая стоимость набора социальных услуг), иных мер социальной поддержки (помощи), установленных законодательством субъектов Российской Федерации в денежном выражении (за исключением мер социальной поддержки, предоставляемых единовременно). Не учитываются только меры социальной поддержки в натуральной форме (за исключением денежных эквивалентов мер социальной поддержки по оплате пользования телефоном, по оплате жилых помещений и коммунальных услуг, по оплате проезда на всех видах пассажирского транспорта (городского, пригородного и междугородного), а также денежных компенсаций расходов по оплате указанных услуг. Всем неработающим пенсионерам, у которых общая сумма материального обеспечения не достигает величины прожиточного минимума пенсионера (ПМП) в регионе его проживания, устанавливается федеральная или региональная социальная доплата к пенсии до величины ПМП, установленной в регионе проживания пенсионера.

Таблица 3

**Численность пенсионеров, получающих социальные доплаты к пенсии
в целях доведения уровня материального обеспечения пенсионера
до величины ПМП¹⁾ в Российской Федерации
по состоянию на 1 января, млн чел.**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Численность пенсионеров, получающих социальные доплаты - всего	5,41	5,39	5,28	6,03	6,67	6,27	6,40	6,35
в том числе получающие:								
федеральную социальную доплату	2,95	2,88	2,85	3,71	4,17	3,73	3,88	2,96
региональную социальную доплату	2,46	2,51	2,42	2,32	2,49	2,53	2,52	3,38

¹⁾ По данным Пенсионного фонда Российской Федерации, без учета г. Байконур.

Средний размер указанной доплаты в 2019 году составил 1936 руб. (всего на социальные доплаты израсходовано 94,36 млрд руб.). Увеличение количества получателей федеральных социальных доплат, как отмечает Счетная палата, «может свидетельствовать о том, что принимаемые в последние годы меры по совершенствованию пенсионной системы так и не позволили достичь приемлемого для достойной жизни пожилых граждан уровня пенсионного обеспечения» [310].

Тем не менее, введенные законодателем федеральные/региональные доплаты к пенсиям (если размер последних ниже прожиточного минимума пенсионера, установленного в конкретном субъекте Российской Федерации), а также дополнительные социальные выплаты отдельным категориям пенсионеров [13] дали положительный результат, состоящий в том, что «абсолютная монетарная бедность среди семей, состоящих из пенсионеров, практически преодолена» [120, с.12]. То есть речь идет о показателях бедности, рассчитанных на основе соответствия доходов или расходов пенсионеров установленному минимуму средств существования (в данном случае ПМП).

Помимо абсолютной монетарной бедности в международной и российской практиках применяется показатель относительной монетарной бедности, который рассчитывается исходя из располагаемого эквивалентного дохода (после уплаты налогов), составляющего не менее 60% национального медианного располагаемого дохода. По оценкам экспертов, относительная монетарная бедность российских пенсионеров составляет в настоящее время 30%, что выше среднероссийского показателя такой бедности для всего населения России - 25,2% [120, с.12].

В свою очередь, указанный уровень относительной монетарной бедности отражается на качестве жизни пенсионеров, существенно снижая его. В связи с этим выделяют относительную немонетарную бедность пенсионеров (относительную депривацию), которая показывает недостаточность ресурсов, необходимых для сложившегося в российском обществе стандарта потребления. Такая бедность выражается в неудовлетворительных жилищных условиях, некачественном и несбалансированном питании (что имеет место почти у 14% домохозяйств, состоящих из пенсионеров) [120, с.12], недостатке денежных средств на оплату услуг ЖКХ (около 9%) и пр., что, в конечном итоге, фиксируется в показателях индекса материальной депривации («около 10% пожилых людей в возрасте 65 лет и старше проживают в испытывающих тяжелую материальную депривацию домохозяйствах» [120, с.12]).

Для полноты описания относительной депривации следует также добавить индекс многомерной бедности, который оценивает состояние здоровья, уровень и качество образования, занятость и пр. (всего 14 параметров), а также социальную исключенность, раскрывающую меру участия человека в жизни общества.

Социальные доплаты к страховой пенсии, ее индексация⁵, иные социальные льготы (дополнительное материальное обеспечение /ДМО/, ежемесячные денежные выплаты /ЕДВ/, меры социальной поддержки в денежном и натуральном выражениях) - все эти меры направлены на борьбу с бедностью пенсионеров. Так, страховые пенсии неработающих пенсионеров были проиндексированы с 01.01.2020 на 6,6%, что выше уровня инфляции за 2019 год, повышены стоимость одного пенсионного коэффициента (93 руб.), а также размер фиксированной выплаты (5686,25 руб.) (таблица 4).

Таблица 4
Динамика за 2010-2020 индексации страховых пенсий и стоимости пенсионного коэффициента

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Страховая пенсия, индексация в %	6,3	8,8	10,65	10,12	8,31	11,4	4,0	5,8	3,7	7,05	6,6
Стоимость пенсионного коэффициента после индексации	-	-	-	-	-	71,41	74,27	78,58	81,49	87,24	93,00

В результате принятых государством мер, хотя соотношение среднего размера назначенной страховой пенсии по старости и ПМП увеличивается, но, тем не менее, не оно достигло показателей, обозначенных в Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации (далее - Стратегия) [43], а именно - обеспечение среднего размера трудовой (в настоящее время страховой) пенсии по старости на уровне не менее 2,5-3 ПМП. Кроме того, в Стратегии используется понятие «социально приемлемый уровень пенсионного обеспечения», которое в ней не раскрывается. В Конституции Российской Федерации (п.1 ст.7) используется иной термин - «достойная

⁵ Индексация пенсий неработающим пенсионерам проводится в соответствии с Федеральным законом от 03.10.2018 №350-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам назначения и выплаты пенсий» [7].

жизнь», которая гарантируется Российской Федерацией как социальным государством для ее граждан, к которым, безусловно, относятся и пенсионеры.

Ю.В.Воронин и Т.М.Савицкая в связи с этим высказали предположение, что «применительно к оценке уровня жизни пенсионеров приведенный выше термин должен означать, видимо, приемлемый для них уровень жизни на пенсии» [135]. В Стратегии в качестве ориентира такого уровня жизни пенсионеров названо достижение размера пенсии, равного 2,5-3 ПМП (что в 2019 году составило бы 26 тыс. руб.).

Вместе с тем респонденты - будущие пенсионеры называют в опросе, проведенном АО «НПФ Сбербанк» (в июле 2020 года), иной уровень достойной (социально приемлемой для них) пенсии⁶. Он равен - в среднем 59 тыс. руб. в месяц (медианное значение - 48 тыс. руб. в месяц; в ответах респондентов-москвичей - 92 тыс. руб. в месяц), что выше размера средней начисленной заработной платы в 2019 году (46 тыс. руб.) и выше уровня, запланированного в Стратегии. Опрос также показал, что из тех, кто делает накопления, только 12% имеют пенсионные накопления [88].

В большинстве экономически развитых стран выстроена трехзвенная структура пенсионной системы (обязательная/государственная система, профессиональные /корпоративные/ пенсионные системы и индивидуальное пенсионное страхование), которая позволяет получать пенсию, равную 70% и выше утраченного заработка. Повышение в системе ОПС размеров пенсий, в том числе за счет проводимых индексации, валоризации, социальных доплат и пр. - это только часть мер, которая позволяет увеличить пенсии нынешним пенсионерам, но данных мер недостаточно.

Кардинально не решила эту проблему и Программа софинансирования пенсий⁷, хотя участники данной Программы в 2019 году сформировали 7,7

⁶ Исследование проведено в июле 2020 года методом социологического опроса в крупных и средних российских городах с населением более 500 тыс. человек. Респондентам задавали вопрос: «Какой доход на пенсии вы считаете нормальным и достойным?».

⁷ Участником Программы можно было стать, подав заявление с 01.01.2008 до 31.12.2014.

млрд руб. (средний размер взноса участника - 9,7 тыс. руб.), а общий объем накопленных средств с начала действия Программы составил 130 млрд руб. [289]. Согласно условиям Программы, софинансирование пенсий производится за счет средств добровольных взносов застрахованного лица, средств государства (как ответного взноса в пределах от 2-х тыс. руб. до 12 тыс. руб. в год), а также взносов работодателя (объем средств работодателей, перечисленных в пользу работников, составил в 2019 году 65,9 млн руб., а с начала действия Программы с 2009 года по настоящее время - 1 млрд руб.). Накопленные средства далее передаются в доверительное управление управляющим компаниям (УК) или в НПФ, а полученный инвестиционный доход (за вычетом необходимых расходов и вознаграждений) поступает на лицевые счета участников Программы. В 2019 году ежемесячные выплаты по Программе софинансирования получали 32 тыс. пенсионеров. Средний размер такой ежемесячной выплаты составил 1,7 тыс. руб. в месяц⁸, средний размер накопительной пенсии - 956 руб. в месяц, средний размер срочной пенсионной выплаты участникам Программы софинансирования пенсии - 1705 руб. в месяц.

Наряду с системой ОПС в целях создания трехзвенной пенсионной системы стала формироваться и система негосударственного пенсионного обеспечения (НПО). Численность получателей негосударственных пенсий в динамике с 2010 по 2019 гг. отражена в *таблице 5*.

Таблица 5
Численность получателей негосударственных пенсий¹⁾
в Российской Федерации

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Численность получателей негосударственных пенсий:										
всего, тыс. чел.	1361,9	1470,9	1537,1	1551,2	1581,7	1556,7	1568,0	1484,4	1526,1	1543,3

⁸ В случае смерти участника Программы средства передаются правопреемникам, независимо от того, начались пенсионные выплаты или нет.

в % от общей численности пенсионеров, состоящих на учете в системе ПФР	3,4	3,7	3,8	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4	3,5	3,6
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

¹⁾ По данным ФСФР России, с 2014 г. - по данным Банка России.

Средний размер негосударственной пожизненной пенсии в 2019 году в НПФ - 3,5 тыс. руб. в месяц, что совокупно со средним размером страховой пенсии по старости (14102 руб.) составляет 17602 руб. или 36,77% от средней ежемесячной начисленной заработной платы (47867 руб. [323]).

Анализируя уровень пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации, представляется важным, прежде всего, определиться с критериями достойного уровня жизни пенсионеров. За основу можно было бы взять критерии достаточного уровня жизни, формулировка которых закреплена Международным пактом «Об экономических, социальных и культурных правах» (ст.11): «Участвующие в настоящем Пакте государства признают право каждого на достаточный жизненный уровень для него и его семьи, включающий достаточное питание, одежду и жилище, и на непрерывное улучшение условий жизни». Кроме того, в Пакте раскрыты и пути, обеспечивающие решение поставленной задачи [1].

Критерии достаточного уровня жизни, так или иначе, отражаются в понятии потребительского бюджета, который может быть минимальным [29], рациональным [135], восстановительным [269, с.68], социально приемлемым [43], бюджетом развития, высокого достатка [308, с.42]. В любом случае потребительский бюджет характеризует совокупность материальных и духовных благ, выраженных в денежном эквиваленте, обеспечивающих воспроизводство (простое или расширенное) жизнедеятельности людей. Если минимальный потребительский бюджет обеспечивает минимальные жизненно необходимые потребности человека для простого воспроизводства жизнедеятельности людей, то бюджет развития или бюджет высокого достатка формирует «достаточно высокий уровень потребления, рассчитанный на расши-

ренное воспроизводство и полное удовлетворение потребностей человека» [308, с.42] (хотя полное удовлетворение потребностей человека вряд ли возможно). Рациональный потребительский бюджет предполагает удовлетворение оптимальных потребностей человека с учетом не только его выживаемости, но и развития. Он «должен формироваться в расчете на удовлетворение не минимальных, а уже оптимальных (рациональных, разумных) потребностей человека» [135]. В экономической литературе также употребляется понятие «рациональный минимальный потребительский бюджет», который составляет не менее половины средней начисленной заработной платы «и соответствует обычно минимальному размеру оплаты труда (МРОТ)» [162]. Но в российских условиях $\frac{1}{2}$ величины средней начисленной заработной платы составляла в мае 2020 года 25373 руб., а МРОТ - 12130 руб.

Для раскрытия потребительского бюджета используется понятие потребительской корзины, определяемой на «основе минимального набора продуктов питания, а также непродовольственных товаров и услуг, определяемых в соотношении со стоимостью продуктов питания» [36]. Так, в I квартале 2020 года стоимость минимальной потребительской корзины (МПК) для пенсионеров составляла 8944 руб., что равно величине ПМП. Согласно Федеральному закону «О прожиточном минимуме в Российской Федерации», «прожиточный минимум - это стоимостная оценка потребительской корзины, а также обязательные платежи и сборы» [18], то есть его величина должна быть выше стоимости потребительской корзины.

Понятия «рациональный потребительский бюджет», «восстановительный бюджет», «бюджет развития» законодателем не закреплены и содержательно не раскрыты.

Средний размер страховой пенсии по старости составляет 16,4 тыс. руб., то есть пенсионеры, согласно критериям, введенным экономистами (*Приложение 2*), относятся к малообеспеченным слоям населения. Экономисты относят слои населения, имеющие доходы на уровне 3-7 МПК, к обеспеченным

слоям. Отметим, что верхняя граница обеспеченных слоев в сегодняшнем денежном эквиваленте равна 57400 руб., т.е. почти совпадает с ответами респондентов о желаемом уровне пенсионного обеспечения в старости. С этих позиций можно предположить, что достойный уровень жизни пенсионеров эквивалентен верхней границе обеспеченных слоев населения.

Сформулируем выводы.

1. В связи с изложенным выше представляется необходимым в качестве единицы измерения уровня жизни пенсионера использовать величину минимального (восстановительного) потребительского бюджета (что совпадает с предложением, выдвинутым Федерацией независимых профсоюзов России (ФНПР) [324] и зафиксированным в Генеральном соглашении между Правительством Российской Федерации, объединениями профсоюзов и работодателями на 2018-2020 гг.) [71]. Хотя данный бюджет близок к прожиточному минимуму, но в нем учитывается более широкий ассортимент продуктов, а стоимость товаров и услуг рассчитывается на основе их рыночной стоимости. Кроме того, он учитывает расходы на ЖКХ и досуг, позволяет пенсионеру удовлетворять основные материальные и духовные потребности, необходимые для восстановления его физических и интеллектуальных сил, поддержания активного состояния. Данный бюджет предлагается в указанном Соглашении пока рассматривать в качестве социального стандарта только для работающих граждан, но представляется, что его можно сделать основой расчета уровня жизни и пенсионеров. Именно принятие указанного бюджета за основу сделает более эффективной борьбу с относительной бедностью пенсионеров.

2. Если соотносить показатели потребительского бюджета и ПМП, то минимальный потребительский бюджета пенсионера должен составлять 2,5-3 ПМП (социально приемлемый бюджет, согласно Стратегии, или достаточный уровень жизни, согласно Международному пакту [1]), что соответствует верхней границе малообеспеченных слоев населения. Для представителей

среднего класса при наступлении общеустановленных пенсионных оснований величина пенсии по старости должна соответствовать величине рационального потребительского бюджета (бюджета развития) пенсионера, соответствующего 3-7 ПМП.

3. Коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, который рассчитывается для типичного бенефициария (для каждого вида пенсии), соответствующего определенным требованиям (по полу, возрасту, стажу, количеству иждивенцев) - один из распространенных показателей уровня пенсионного обеспечения граждан. В Конвенции МОТ №102 [4] он определен в качестве минимальной нормы такого обеспечения. Отметим, что в принятом Советом Европы Европейском кодексе социального обеспечения коэффициент замещения пенсией утраченного заработка применительно к страховой пенсии по старости (а также пенсии по случаю потери кормильца) принят на уровне 50% в качестве стандарта пенсионного обеспечения [3]. Вместе с тем применение данного коэффициента в российской практике вызывает ряд вопросов. Так, невысокий уровень заработной платы большинства наших граждан, доплаты из федерального бюджета приводят к тому, что коэффициент замещения пенсией утраченного заработка не отражает реальное соотношение средней назначенной пенсии и средней номинальной заработной платы⁹. Сейчас коэффициент замещения выше у тех, кто получает меньшую зарплату. «К 2018 году пенсия у получателей МРОТ составляла около 74% зарплаты, у тех, кто получает медианную зарплату, - 42%, у получателей средней зарплаты - 35%, у работников с высокими зарплатами - 22% и менее» [130].

Можно согласиться с теми авторами, которые отмечают, что именно коэффициент замещения, а не показатели ПМП, связывает уровень заработной платы и средний размер начисленной пенсии, что важно для системы пенси-

⁹ При планировании и оценке достижений уровня пенсионного обеспечения в конкретной стране используется теоретический коэффициент замещения, который рассчитывается «как отношение суммы расчетных размеров пенсионной выплаты (сумма страховой пенсии по старости и накопительной пенсии) при первоначальном назначении к среднемесячной заработной плате в год выхода на пенсию после удержания НДФЛ» [314].

онного страхования. Но в российских условиях, когда система ОПС постепенно по своей сути перестает быть страховой, коэффициент замещения теряет свою роль ведущего показателя развития пенсионной системы. Коэффициент замещения следует теперь применять не в качестве основного, а дополнительного критерия для оценки системы ОПС. По мере восстановления страхового характера этой системы, вероятно, что именно указанный коэффициент будет вновь выступать в качестве основного.

4. Низкие заработные платы, на что указывает модальная (наиболее распространенная) заработная плата, составляющая 23,5 тыс. руб. (апрель 2019 года), формируют низкие пенсии и не позволяют применять накопительную и сберегательную пенсионные стратегии в экономическом поведении россиян (74% из них не могут откладывать на пенсию, так как не имеют для этого финансовой возможности [87]). При этом большинство россиян рассчитывают работать так долго, насколько это им позволит здоровье.

5. Применяя глобальный пенсионный индекс (GRI)¹⁰ к оценке российской системы пенсионного обеспечения, последняя получила в 2019 году 38 место в рэнкинге 44 стран. Ее место в рэнкинге не изменилось по сравнению с 2018 годом, хотя общий балл увеличился - 48 (годом ранее - 46). Среди конкретных показателей можно выделить улучшение финансового обеспечения пенсионеров (+4% по сравнению с 2018 годом и +6% - по сравнению с 2017 годом), а также улучшение показателей здоровья (+3% по сравнению с 2018 годом). Одновременно наблюдается ухудшение показателя качества жизни пенсионеров (-2% по сравнению с 2018 годом).

6. Система ОПС совместно с НПО решает совокупность задач, но представляется важным их конкретизировать применительно к разным группам

¹⁰ Это многомерный индекс, разработанный инвестиционными менеджерами Natixis и CoreData Research для изучения факторов, определяющих пенсионное обеспечение с помощью разработанных критериев, для сравнения лучших пенсионных практик в мире. В состав GRI входят страны с развитой экономикой, являющиеся членами Международного валютного фонда (МВФ), Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай). Рассчитывается средний балл для каждой категории стран, который затем объединяется для окончательного общего рейтинга 44 изученных стран.

будущих пенсионеров: для среднего класса - максимально повысить коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, для малообеспеченных слоев - защитить от бедности в старости. Но для решения поставленных задач необходимо выстроить реальную трехзвенную пенсионную систему, создать условия для самостоятельного зарабатывания достойной пенсии для представителей среднего класса и высокодоходных слоев населения.

7. Для того чтобы модернизировать механизмы формирования накопительной пенсии, необходимо создание соответствующих для этого условий, в том числе и системы действенных стимулов участия граждан в добровольных программах НПО, а также решить проблемы с повышением оплаты труда, расширением инструментов инвестирования, созданием системы мер по повышению сохранности и доходности инвестирования/размещения пенсионных средств. Цель данной работы - показать пути совершенствования деятельности НПФ и их УК на основе повышения сохранности и доходности инвестирования/размещения пенсионных средств.

1.2 Механизмы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан в деятельности негосударственных пенсионных фондов: опыт теоретико-методологического изучения

Прежде чем раскрывать данные механизмы важно определить, что означает само управление активами в деятельности негосударственных пенсионных фондов. Во многих работах по экономике управление пенсионными активами в деятельности НПФ понимается аналогично управлению инвестициями, т.е. исследуется, как профессиональное управление активами, под которыми подразумеваются ценные бумаги, а также другие активы, например, недвижимость, для достижения определенных инвестиционных целей в интересах бенефициаров (вкладчиков, участников, застрахованных лиц в фондах и пр.). Инвесторами пенсионных активов вправе быть, помимо пенсионных фондов, управляющие компании, страховые компании, банки и др.

Теории управления пенсионными и иными активами, так или иначе, базируются на общем понимании самого инвестиционного процесса. В связи с этим целесообразно выделить разные концепции, раскрывающие многообразные подходы к трактовке данного процесса. Так, в теории Дж.М.Кейнса определено, что «текущие инвестиции равны тому, что мы определили как сбережение. Ведь это и есть та часть дохода за данный период, которая не была использована для потребления» [179]. По Кейнсу, инвестиции - это превышение дохода над потреблением, аналогично этому он формулирует и дефиницию понятия «сбережение». Отсюда, равенство сбережений и инвестиций, что достигается изменением уровня совокупного дохода¹¹, при этом изучение инвестиционного процесса должно строиться в ракурсе единства затратной и ресурсной сторон. Согласно Кейнсу, эффективная модель инвестирования - это та модель, в которой полученная прибыль будет равной или будет превышать ставку процента. «Уровень инвестиций обусловлен соотношением между ожидаемым предельным доходом от активов и предельными издержками производства (то есть предельной эффективностью капитала)» [297, с.270]. Ожидаемая прибыль - основная цель инвестирования, что и выступает стимулом для развития инвестиций.

По Кейнсу, рост инвестиций в экономику вызывает рост объема производства, что ведет к увеличению доходов населения, которое под воздействием данного роста увеличивает сбережения, а рост последних становится равным необходимому объему инвестиций (модель «сбережения - инвестиции»). Кейнс сформулировал и так называемый парадокс сбережений, когда в условиях равновесия возможно превышение сбережения над инвестированием и перераспределение средств между потребительскими расходами и сбережениями, что ведет к уменьшению спроса, а это, в свою очередь, к сокращению производства и инвестиций, уменьшению доходов собственников средств

¹¹ «Отсюда следует, что совокупное превышение дохода над потреблением, которое мы называем сбережениями, не может отличаться от увеличения ценности капитального имущества, которое мы называем инвестициями» [179].

производства, что в дальнейшем отразится и на сокращении сбережений. Он также проанализировал роль государства в инвестиционной деятельности (например, госзакупки он рассматривал в качестве инвестиций).

Модель Кейнса может быть использована при определении макроэкономических факторов, влияющих на процессы управления пенсионными активами в НПФ. Например, в схемах с фиксированными взносами имеет большое значение регулярность последних, что в немалой степени зависит от доходов участников данных схем.

В монетаристской теории, в частности, представленной в работах М.Фридмена, также исходящего из тождества сбережений и инвестиций (ключевого положения неоклассической теории), предполагается, что количество денег в обращении предопределяет суть экономического развития [336]. Устойчивая склонность к сбережениям обеспечивает и стабильный спрос на деньги (*Приложение 3*). Развитию экономики необходим постоянный обоснованный рост денежной массы, который государство может регулировать с помощью таргетирования. Спрос на деньги монетаристы приравнивали к спросу на любые другие активы.

Отметим, что приведенные выше трактовки инвестиций и инвестиционного процесса исходят из допущения существования рынка совершенной конкуренции с присущим ему динамизмом спроса и предложения, что является опорой развития инвестиционного процесса. Вместе с тем в действительности на процессы инвестиционного спроса и инвестиционного предложения воздействует множество факторов, поэтому состояние их равновесия - это лишь частный случай.

Идея монетаристов о спросе на деньги нашла отражение в требовании ликвидности инвестиционного портфеля НПФ при выполнении пенсионных обязательств, которое важно «с точки зрения максимально быстрого обращения части портфеля в денежные средства для выполнения текущих обяза-

тельств по выплате пенсий при недостаточности для этих целей текущих взносов» [123, с.132].

Для целей настоящего исследования особое значение имеют портфельные инвестиции, теорию которых начал разрабатывать И.Фишер в своем труде «Теория процента» [149, с.306-327]. Он предложил сравнивать инвестиционные проекты по критерию дисконтированной разницы (чистая дисконтированная стоимость) между прибылью (дисконтированная стоимость ожидаемых доходов) и расходами (дисконтированная стоимость ожидаемых инвестиционных расходов). Соответственно, если ставка дисконтирования (r)¹² равна нулю, то данный случай И.Фишер обозначил как «предельная норма доходности сверх издержек» (метод NPV - net present value; чистая дисконтированная стоимость). Метод NPV до сих пор остается одним из применяемых методов оценки эффективности инвестиций (показатель, когда «все наличные издержки и все наличные доходы определяются с использованием учетной ставки, обычно равной требуемой норме прибыли» [286, с.218]).

Расчет показателя NPV (чистая дисконтируемая стоимость) представлен в **Приложении 4**. Соответственно, при $NPV > 0$ инвестиционный проект можно считать доходным, если $NPV < 0$, то он не является таковым. Между тем, данный метод имеет и свои недостатки: с его помощью некорректно сравнивать инвестиционные проекты, различающиеся несколькими показателями (для корректного сравнения двух и более инвестиционных проектов они должны иметь одинаковые инвестиционные затраты); невозможно рассчитать период окупаемости инвестиции; не учитывается размер инвестиции.

Инвестирование пенсионных активов строится как портфельное инвестирование. В связи с этим особое значение имеют теории управления портфелем. Задача формирования инвестиционного портфеля, построенного за счет

¹² Позднее, у Кейнса в качестве ставки дисконтирования будет использована предельная эффективность капитала. В дальнейшем в экономической литературе данные понятия станут различать, хотя в точке Фишера обозначенные в них величины будут сходиться. См. подробнее [241].

пенсионных средств, имеет отличия от общих задач инвестиционного процесса. Так, инвестирование пенсионных средств представляет собой долгосрочное инвестирование (в частности, с учетом срока, на который заключен пенсионный договор) с соответствующими рисками. Кроме того, целью инвестирования выступает сохранение пенсионных активов, защита их от инфляционного обесценивания (отсюда, заданная степень надежности и возвратности, выраженная в ряде ограничений на инвестиционную деятельность) через получение доходности, выше уровня инфляции.

Теоретическое обоснование управления пенсионными активами раскрывается в ракурсе разных вариантов портфельной теории, представленных в работах Г.Марковица, У.Шарпа, Дж.Тобина, Ч.Хуанга и Р.Литценбергера [379] и др. Под портфельной теорией подразумеваются принципы, методологические установки, экономико-математические модели и пр., касающиеся инвестиционного портфеля. Цель данной теории - формализовать и оптимизировать процесс принятия инвестиционных решений, повышая, тем самым, их эффективность. Отсюда, среди базисных задач этой теории - «определение оптимального, с точки зрения конкретного инвестора, сочетания доступных ему инвестиционных активов с учетом собственных характеристик этих активов, текущей и перспективной ситуации на рынках соответствующих активов, личных предпочтений и финансовых возможностей инвестора» [191]. Теоретические выводы в портфельной теории формируются на основе методов статистического анализа, которые направлены на раскрытие соотношения риск/доходность.

Портфельная теория дает возможность раскрыть и оценить инвестиционные качества различных активов, содержит методики формирования инвестиционного портфеля (распределение по классам активов и пропорции такого распределения) и оценки его эффективности.

Наиболее известный вариант портфельной теории принадлежит Г.Марковицу (mean-variance analysis). В своей работе «Выбор портфеля»

[200] он выделил два этапа в формировании портфеля (речь шла о портфеле ценных бумаг). На первом этапе осуществляется анализ «исторических данных и формирование ожиданий относительно будущей доходности доступных для инвестирования инструментов» [200], на втором этапе происходит выбор инвестиционного портфеля, исходя из ожиданий о будущей доходности (доходность по отдельным инвестиционным объектам является случайной величиной, которая изменяется в некоторых пределах) [200].

Инвестор, по Марковицу, опирается на следующее правило (так называемое правило «E-V»): он рассматривает «увеличение дохода как желательный, а увеличение дисперсии дохода как нежелательный результат инвестирования» [200].

Инвестор оценивает альтернативные портфели в ракурсе их ожидаемой доходности и стандартных отклонений, применяя кривые безразличия (двухмерный график, по горизонтальной оси которого откладывается стандартное отклонение - σ_i , а по вертикальной оси - ожидаемая доходность).

Под доходностью в данном случае понимается ожидаемый доход, а дисперсия доходности означает количественное выражение риска.

Цель инвестора - максимизация доходности при рациональном распределении риска (максимальный доход как компенсация за риск)¹³.

Марковиц формулирует ряд выводов, которые применяются в современных процессах инвестирования активов (включая и пенсионные активы):

- диверсификация активов не может устранить всю неопределенность в ожидании необходимого уровня доходности; возможен эффективный недиверсифицированный портфель¹⁴; необходима правильная диверсификация; портфельные риски включают систематический риск, а также специфические

¹³ Под риском понимается систематический риск, которому подвержены все ценные бумаги и который нельзя исключить, а также риск, присущий конкретной ценной бумаге, и которого можно избежать (минимизировать).

¹⁴ «Вполне возможна ситуация, при которой некая ценная бумага будет иметь настолько большую доходность и настолько низкую дисперсию (относительно остальных ценных бумаг), что недиверсифицированный портфель, состоящий только из этой бумаги, будет обладать наибольшим E и наименьшим V из возможных» [200].

риски, свойственные тем или иным ценным бумагам и которого следует избегать, используя управление портфелем ценных бумаг (схема 2);

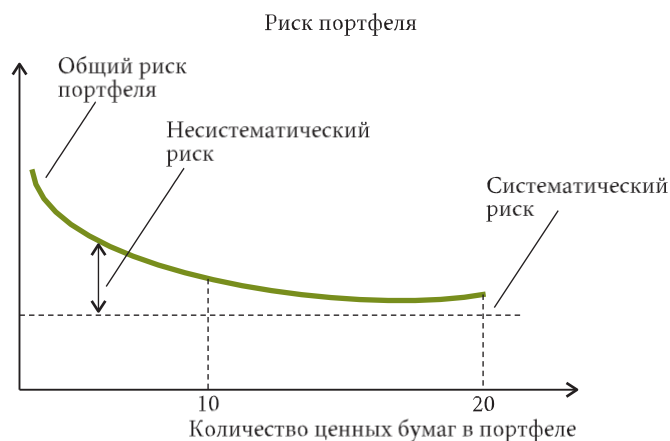


Схема 2

Соотношение риска инвестиционного портфеля и количества в нем ценных бумаг

- портфель «с наибольшим ожидаемым доходом не обязательно является портфелем с минимальной дисперсией»; «цена» низкой дисперсии «жертвует» высокой ожидаемой доходностью;

- в общем случае вероятностное распределение доходов от ценных бумаг должно меняться со временем;

- инвестор стремится сформировать эффективный портфель (эффективным следует считать инвестиционный портфель, отвечающий следующим условиям: минимальный риск при заданном доходе или максимально возможный доход при максимальном уровне риска, на который может пойти инвестор), для этого он должен применять правило «E-V» и иметь возможность получать достоверную оценку μ_i и σ_{ij} (то есть он должен оценить доходность каждого портфеля, его стандартное отклонение и, в итоге, выбрать тот, который будет эффективным).

К числу эвристических возможностей теории Марковица следует отнести возможность «оценить ожидаемую доходность и стандартное отклонение

каждого портфеля, а затем выбрать "лучший" из них, основываясь на соотношении этих двух параметров» [139, с.169].

К числу ее недостатков относятся большой объем вычислений, а также определенный набор допущений (полное знание всех рисков, возникающих в инвестиционной деятельности; неучет возникающих издержек, а также факторов политического, психологического характера; допущение, что полученный доход не инвестируется, а инвестирование представляет собой однопериодный процесс; наличие эффективного рынка ценных бумаг - рынка, который мгновенно реагирует на появление новой информации, изменяя котировки ценных бумаг и пр.). Некоторые авторы сделали весьма категоричный вывод (с которым трудно согласиться), что данная теория имела «чисто теоретический характер и не давала практического инструментария для финансовых менеджеров» [166].

В *Приложении 5* представлен расчет инвестиционного портфеля пенсионных средств по Марковицу. Для расчета использован набор акций из субиндекса акций индексов пенсионных накоплений. Данные для анализа брались за период, начиная с 01.12.2014 по 30.03.2020. Из множества акций были исключены бумаги с отрицательной средней доходностью за указанный период, бумаги с низким кредитным рейтингом, а также бумаги, подверженные нерыночным тенденциям. После тестирования модели Марковица она была исключена из применения к инвестированию пенсионных активов по причине недостаточной диверсификации полученного портфеля.

Г.Марковец в своих теоретических построениях сделал акцент на инвестиционном портфеле, сформированном из рискованных активов. Между тем, инвестиционный портфель может включать и ценные бумаги с пониженным риском, а инвестор может занимать «средства для приобретения дополнительного количества рискованного портфеля» [126, с.60].

Эти проблемы нашли отражение в работах других авторов, в частности, У.Шарпа. Свой вариант портфельной теории он разработал в 1960-е годы

(так называемая «рыночная модель», в которой используется регрессивный анализ индексов фондового рынка). В данной модели устанавливалась линейная зависимость между ожидаемой доходностью актива и ожидаемой доходностью рынка (доходность ценной бумаги за определенный период связывается с доходностью рыночного индекса за тот же период)¹⁵. В этом состояло ее отличие от модели Г.Марковица, в которой делался акцент на взаимосвязи доходностей ценных бумаг (при этом модель Шарпа можно рассматривать как упрощенную модель Марковица). Модель Шарпа представлена в *Приложении 6*.

Модели Марковица и Шарпа весьма эффективны применительно к развитым и стабильно функционирующим фондовым рынкам. В частности, модель Шарпа упрощает трудоемкость процесса выбора эффективного портфеля (выявляется зависимость цены актива от динамики индекса с целью рассчитать коэффициент риска, который будет учтен при инвестировании в тот или иной актив, например, вложение в актив с более высоким бета-коэффициентом будет менее рискованным при выборе из двух активов с одинаковым ожидаемым доходом). Но в тоже время альфа- и бета-коэффициенты не являются точными, так как их значение устанавливается на основе регрессивного анализа; бета-коэффициент нацелен на установление волатильности рынка, а не на определение риска и пр. Кроме того, в модели Шарпа «ковариация специфических рисков активов в портфеле предполагается равной нулю. На практике это не всегда так» [126], что, собственно, приводит к недооценке риска.

Для расчета доходности пенсионных средств весьма эффективной является модель Квази-Шарпа по причине того, что она корректнее работает на нестабильных рынках. В настоящем исследовании был сделан расчет доходности инвестиционных портфелей по разным типам в соответствии с пенсион-

¹⁵ Бета-коэффициент показывает степень риска вложения в конкретный актив и рассчитывается по формуле: $\beta_{il} = \text{Cov}_{am} / s_m^2$, где Cov_{am} - ковариация доходности актива с рынком, а s_m^2 - дисперсия доходности рынка.

ными индексами (*Приложение 7*). Для формирования портфелей по риску использован следующий подход: за основу взяты рассчитываемые на бирже портфели индексов активов пенсионных накоплений соответствующего риска. Вместо субиндекса акций взят оптимизированный по доходности (по методу Квази-Шарпа) портфель акций. В случае агрессивного портфеля первоначальная модель, рассчитанная по Квази-Шарпу, дает нарушение законодательства для портфелей пенсионных средств (ограничение на эмитента), поэтому были рассчитаны доли акций по модели Квази-Шарпа для агрессивного портфеля с соответствующими ограничениями на доли бумаг.

В дальнейшем на основе идей У.Шарпа была сформулирована модель САРМ (Capital Asset Pricing Model) (ее авторы Дж.Трейнор, У.Шарп, Дж.Линтнер, Я.Моссин), которую ряд авторов рассматривают как «дополнение к теории Марковица» [185]. На базе САРМ происходит выбор активов в инвестиционный портфель, а по методике Марковица формируется оптимальный портфель. В 1990-е годы в инвестиционной теории доминировали САРМ и современная портфельная теория Марковица (Modern Portfolio Theory /МРТ/). С помощью САРМ возможно определение цен основных активов, так как эта модель показывает взаимосвязь между ожидаемыми рисками и доходом на равновесном рынке (равновесные цены). В модели САРМ предполагается включение в инвестиционный портфель безрисковых активов. Доход от актива будет равен, согласно модели, сумме освобожденного от риска дохода и премии за риск [286, с.67]. Доходность безрискового актива предполагается равной сумме государственных обязательств и произведения коэффициента Шарпа¹⁶ на стандартное отклонение доходности портфеля. Однако и эта модель предполагает определенные допущения: «идеальный рынок капитала, неучет операционных издержек и налогообложения, одинаковый временной горизонт активности инвесторов; однородность ожиданий

¹⁶ Показатель эффективности инвестиционного портфеля (актива), который вычисляется как отношение средней премии за риск к среднему отклонению портфеля.

относительно будущих доходностей, среднеквадратических отклонений и ковариаций доходностей активов на рынке; одинаковая структура информационного поля для всех инвесторов» [185]. Кроме того, в ней используются значения переменных, непосредственно не выводимых из эмпирических данных (ожидаемые величины), что приводит к расхождениям в фактических и расчетных данных¹⁷. Работа фондовых рынков поставила под сомнение один из принципов CAPM, согласно которому инвестиции в рискованные активы с течением времени превосходят инвестиции с меньшим риском благодаря премии за риск.

Нахождение множества эффективных портфелей может осуществляться и по методу Ч.-Ф.Хуанга и Р.Литценбергера [379], который предполагает математическое определение веса акций путем нахождения двух точек из множества эффективных портфелей. Модель Хуанга-Литценбергера не подходит для инвестирования пенсионных средств по причине того, что предполагает портфель с короткими продажами, что официально запрещено для пенсионных портфелей, в частности, в России.

Еще одной теорией инвестирования (разработана в 1970-х гг. Ст.Россо) является теория арбитражного ценообразования (арбитражная ценовая теория, АРТ - Arbitrage Pricing Theory). Как и в случае с CAPM, в АРТ утверждается, что ставки дисконтирования базируются на систематических рисках, а не на суммарном риске. В отличие от CAPM данная модель не требует одинакового финансового поведения инвесторов. При этом инвестор учитывает не один фактор риска, как в CAPM (фактор риска, выраженный β -коэффициентом), а множество таких факторов (изменения уровней фондовых

¹⁷ Начиная с конца 1990-х годов, произошедшие рыночные события (например, банкротство Lehman Brothers в 2008 году), позволили сформулировать вывод, что участники рынка пострадали от низкой ликвидности и роста операционных издержек, включая очень широкие спреды спроса и предложения на ранее ликвидных рынках, где торговые издержки были незначительными. Предположения CAPM стали выглядеть все более далекими от реальности. События на рынках суверенного долга поставили под сомнение саму концепцию безрисковой ставки, которую старые учебники определяют как процентную ставку, выплачиваемую по государственным облигациям, которые, как предполагалось, не имеют риска дефолта.

индексов, процентных ставок, инфляции, валовой национальный продукт /ВВП/ или других широких макроэкономических факторов и пр.) [374]. Некоторые авторы утверждают, что «САРМ представляет собой частный случай АРТ» [126]. Расчет коэффициента бета применительно к конкретным факторам проводится на основе линейной регрессии, предполагающей наличие информации об исторических данных по доходностям ценных бумаг. После оценки факторных бета-версий можно описать ожидаемое изменение доходности ценных бумаг относительно изменений этого фактора.

В основе арбитражной модели лежит получение прибыли на основе использования различий в цене на однотипные ценные бумаги на разных рынках (например, за счет разницы в цене на различных рынках можно получить прибыль при одновременной покупке и продаже ценных бумаг, фьючерсных контрактов и пр.)¹⁸. «При этом арбитраж будет выступать выравнивающим элементом для образования наиболее эффективных рынков капитала» [185, с.54]. Другими словами, отклонения от линейного ценообразования будут быстро погашаться «арбитражем». «В случае нарушения равновесия на рынке, т.е. возникновения нелинейных соотношений между риском и доходностью активов, можно заработать арбитражную прибыль» [126]. Действия инвестора в арбитраже ожиданий представлены в *Приложении 8*.

В этой модели учитывается влияние разных факторов (средняя чувствительность каждого фактора принимается равной единице) на курсовую стоимость ценной бумаги. Ожидаемый доход включает проценты по вкладу без риска, а также количество факторов, оказывающих влияние на рынок ценных бумаг, с премиями за риск. К числу положительных сторон данной модели

¹⁸ Изначально предполагается, что две (или большее количество) ценных бумаг (либо портфелей), которые приносят одинаковый доход инвестору, должны продаваться по одной и той же цене. «Если две ценные бумаги имеют один и тот же уровень риска, но различные доходности, то инвестор путем арбитража устранит это различие, приобретая ценные бумаги с более высокой доходностью (меньшей ценой) и продавая финансовые средства с низкой доходностью (высокой ценой). Этот процесс продажи и покупки двух ценных бумаг продолжится, пока их доходности и, следовательно, цены не сравняются» [185, с.54].

можно отнести простоту расчетов, ориентированность на учет факторов риска при формировании инвестиционного портфеля. Кроме того, некоторые авторы видят в ней модель поведения разумных инвесторов, которые выбирают свой собственный профиль систематического риска и доходности, сформировав портфель с набором бета-версий. Она «описывает мир, несколько более близкий к миру, в котором мы живем» [374].

Однако, как и в предыдущих моделях, в ней есть свои недостатки (например, сложность определения факторов риска, которые должны быть включены в модель; как и в случае с CAPM, регрессируется историческая доходность по коэффициенту для оценки β ; β используется в модели ожидаемой доходности для оценки ставки дисконтирования.). Данная теория отказывается от идеи, что существует единственный эффективный портфель, вместо этого вводит пояснительную модель, раскрывающую то, что движет доходностью активов и допускающую множество источников риска, которые нельзя избежать с помощью диверсификации (как и в случае с CAPM, это воздействие измеряется коэффициентом бета).

С.Росс, Н.Чен, Р.Ролл в совместном исследовании пришли к выводу, что существуют факторы, влияющие на доходность ценных бумаг, и факторы, влияющие на ставку дисконтирования данных бумаг. Среди таких факторов можно выделить темп роста ВВП, инфляции, спрэд между доходностями кратко- и долгосрочных облигаций США, спрэд между доходностями корпоративных облигаций с низким и высоким рейтингами [126]. Отметим, что это не единственная многофакторная модель прогнозирования будущей доходности инвестиционного портфеля. Например, трехфакторная модель была разработана в 1990-х гг. Е.Фамой и К.Френчем [126].

Свою теорию инвестирования (q -теорию инвестирования) на основе кейнсианства предложил Дж.Тобин. В основе разработанной им модели портфельного инвестирования было допущение, что для инвестора выбор между риском и доходностью имеет место применительно ко всем активам, включая

и денежные активы. Он ввел понятие равновесного состояния инвестиционного портфеля, изучив, каким образом денежно-кредитная или бюджетная политики оказывают на него влияние, тем самым, показав, как те или иные факторы влияют на формирование инвестиционного портфеля.

Инвестиционная модель Тобина (q-теория) содержит коэффициент q, выражающий соотношение стоимости фирмы на фондовом рынке (в частности, совокупная стоимость ее акций, ожидаемой суммы дивидендов) к восстановительной стоимости ее капитала (стоимость капитала фирмы в текущих ценах):

$$q = \frac{\text{рыночная стоимость установленного капитала}}{\text{восстановительная стоимость установленного капитала}}$$

Соответственно, при $q > 1$ вложения в капитал этой фирмы целесообразны; $q < 1$ предполагает сокращение данного капитала; при $q = 1$ величина капитала фирмы оптимальна. Таким образом, коэффициент q показывает, следует ли продолжать или сокращать/прекращать инвестиционную активность в отношении конкретной фирмы. Инвестиционный процесс имеет смысл только при коэффициенте $q > 1$.

К положительным сторонам этой модели следует отнести следующие: коэффициент q учитывает обратную зависимость между ставкой процента и инвестициями; влияние роста производительности капитала и влияние ожиданий на будущий доход. В отличие от Г.Марковица Дж.Тобин включил в анализ инвестиционного портфеля безрисковые активы, в частности, гособлигации.

Проблемы долгосрочного инвестирования, что особенно важно для управления пенсионными активами, были раскрыты в работах Дж.Сигела [295]. На долговременном отрезке (1800-2006 гг.) с помощью статистических данных он предпринял попытку сравнения доходности североамериканских акций,

векселей и гособлигаций, а также степень их риска. Выводы, к которым пришел Сигел, следующие:

- по мере удлинения сроков инвестирования снижается разброс в средних показателях доходности финансовых активов;
- для акций такое сокращение между максимальной и минимальной доходностями происходит быстрее по сравнению с иными ценными бумагами;
- по мере увеличения временного периода сокращаются и разрывы в рисках тех или иных ценных бумаг;
- «наиболее безопасным долгосрочным инструментом, позволяющим сохранить покупательную способность, является диверсифицированный портфель акций» [295, с.41].

Теория Дж.Сигела содержала целый ряд допущений, в частности, определенный метод расчета средней доходности и риска для портфелей акций и облигаций с разным временным горизонтом. «Речь шла не о доходности и риске каждого отдельного портфеля с тем или иным временным горизонтом, а о показателях, рассчитанных по совокупности портфелей с одинаковым сроком инвестирования, которые можно было бы сформировать, если бы период инвестирования составлял 207 лет» [74]. В связи с этим теория Сигела теряла свою практическую значимость для инвесторов, которых интересовали риск и доходность конкретных портфелей. Однако для инвесторов, имеющих дело с долгосрочными инвестициями, на основе их практического опыта было очевидно, что по мере увеличения временного горизонта происходит снижение среднегодовой доходности инвестиционного портфеля и увеличение его стандартного отклонения доходности.

Строго рационализированному, аналитическому подходу к анализу рынка ценных бумаг (техническому анализу) был противопоставлен подход, основой которого выступила иррациональность. В частности, такой подход был представлен в теории случайных блужданий, утверждающей, что стоимость ценных бумаг на фондовом рынке изменяется в соответствии со случайным

блужданием, т.е. случайным образом, и, следовательно, не может быть предсказана (идеи данной теории прослеживаются в работах французского брокера Ж.Реньо /Jules Regnault/; французского математика Луи Башелье /Louis Bachelier/, профессора Школы менеджмента Массачусетского технологического института П.Кутнера [421]; профессора экономики Принстонского университета М.Б.Гордона [390] и др. [371]).

Согласно анализируемому подходу, предсказать можно только волатильность стоимости ценных бумаг (случайные отклонения от предыдущих цен), но направление изменения цен предсказать невозможно. «Доходы от инвестиций в ценные бумаги не имеют серийной корреляции и распределения их вероятностей инвариантны во времени» [325].

Вместе с тем многие экономисты не согласны с этой теорией, полагая, что все же существует «слабая тенденция к сохранению серийных закономерностей в дневных данных об изменениях цен» [389].

Выделим в ракурсе рассмотренной выше методологии, в которой не последнюю роль играют интуиция, талант, опыт инвестора, теорию Б.Вильямса, названную теорией хаоса [132; 190], теоретической основой которой выступает синергетика. В ее рамках «изучаются общие закономерности процессов перехода от хаоса к порядку и обратно (процессов самоорганизации и самопроизвольной дезорганизации) в открытых нелинейных системах» [342, с.861].

Сторонники теории хаоса применительно к рынку ценных бумаг исходят из следующих постулатов: фондовый рынок представляет собой самоорганизующуюся систему, в которой действуют принципы и закономерности синергетики (это открытая, неравновесная, диссипативная, нелинейная система). Хаос - один из этапов развития системы. Более того, хаотичный рынок саморегулируется и формирует собственный порядок. В точках бифуркации (неопределенности) меняется векторность развития и именно в них особое значение придается факторам случайного характера. Через состояния бифурка-

ции система обновляется и развивается дальше (это один из сценариев развития; другой возможный сценарий - это тупик в развитии, а впоследствии вероятная гибель системы). После преодоления состояния бифуркации и выбора нового аттрактора система начинает плавное развитие. Но затем через какое-то время она вновь попадает в точку бифуркации и испытывает хаос.

Применительно к теории хаоса возникает ряд вопросов общетеоретического характера. В частности, насколько вообще корректно применять методологии, взятые из естественных наук (например, как с синергетикой - из физики), к социально-гуманитарным теориям; неясно, каким образом формируется новый аттрактор, если он всецело определяется случайными факторами; и, наконец, не ясен и эвристический потенциал данной методологии, насколько она может быть применена в реальной практике инвестирования на рынке ценных бумаг или пенсионном рынке.

Интерес представляет и теория «синицы в руках» («bird-in-the-hand Theory»), разработанная М.Ю.Гордоном (Myron J. Gordon) и Джоном Линтнером (John Lintner) [375; 388]. Данная теория соединяет дивидендную и инвестиционную политики фирмы. С одной стороны, утверждения Гордона и Линтнера противоречили гипотезе, выдвинутой Ф.Модильяни и М.Миллером, которые полагали, что дивидендная политика не влияет на инвестиционную политику фирмы, а инвесторы, как правило, реинвестируют полученные дивиденды в ценные бумаги иных компаний или/и собственной компании [391]. С другой стороны, Гордон и Линтнер исходили из положения, что в большинстве своем инвесторы не склонны к риску и предпочитают дивиденды (которые являются определенными - «синица в руке») приросту капитала фирмы (который может появиться или не появиться), если они позволят фирме сохранить свои доходы.

Для непосредственного управления пенсионными активами имеют значение так называемые «волны» Р.Н.Эллиотта [264], который на основе анализа траектории цен фондового рынка разработал собственную систему изучения

данного рынка, выделив восемь волн в развитии рыночных цен. В волновой теории он представил две модели: движущую (имеет пятиволновую структуру) и корректирующую (имеет трехволновую структуру). Соответственно, движущие волны отражают движение рыночных цен в направлении рыночного тренда; корректирующие волны означают некоторое движение против рыночного тренда. Рыночные цены, таким образом, образуют некие волны, чередующиеся между их импульсной (двигательной) и корректирующей фазами на всех временных масштабах (большой суперцикл - многовековой; мультидекада - около 40-70 лет; годовые циклы - от одного года до нескольких лет или даже несколько десятилетий; первичный цикл - от нескольких месяцев до нескольких лет; промежуточный цикл - от недели до нескольких месяцев; малый цикл - недельный; моментный цикл - в течение дня; минутный цикл - часы работы; субминутный цикл - в течение нескольких минут). Описание теории представлено в *Приложении 9*. Каждая волна отражает ту или иную направленность психологии инвесторов (от пессимизма к оптимизму и наоборот), придавая волнам индивидуальность [300].

Волны Эллиотта нашли свое применение в управлении ценными бумагами (волновой анализ в 1948 году применил Ч.Коллинз; в 1950-1960-х гг. - Г.Болтон; в 1980-х А.Дж.Фрост, Р.Пректер [264]). Например, для инвесторов важны долгосрочные сигналы на недельных графиках. «Это является отличным способом для капитализации акций и финансовых фьючерсов на рынках с расширенными трендами в одном направлении» [300]. Волновой принцип раскрывает вероятностную структуру относительно того, когда входить на конкретный рынок и когда выходить из него. Вместе с тем критики теории утверждают, что волновой принцип слишком расплывчат, чтобы быть полезным, так как он не может последовательно определить, когда начинается или заканчивается волна; прогнозы волн Эллиотта подвержены субъективному пересмотру; волновой принцип слишком устарел, чтобы быть применимым на сегодняшних рынках.

Отдельную группу теорий образуют те, в которых анализируются отдельные стороны фондового рынка. Например, К.Френч, Р.Ариэль раскрыли «феномен конца недели» («бумаги характеризуются высокой доходностью в пятницу (т.е. в конце недели) и низкой - в понедельник» [358; 372]). Закономерности, связанные с покупкой акций, нашли отражение в совместной работе Дж.Гриффина (J.Griffin), Дж.Харриса (J.Harris) и С.Топалоглю (S.Topaloglu) [376]. Авторы пришли к выводу, что институциональные инвесторы на сегодняшний день больше склонны покупать акции с более высокой доходностью за предыдущий день, чем акции с низкой вчерашней доходностью. Но именно последние из названных акций привлекают внимание индивидуальных инвесторов.

Еще один теоретико-методологический подход, претендующий на новую парадигму в управлении финансовым рынком, основан на науке о данных [409], с ее алгоритмическими методами и непараметрической статистикой. «Хотя универсального определения науки о данных не существует, мы можем сказать, что это область исследований, которая сочетает в себе использование статистики и вычислений для обнаружения или наложения порядка в сложных данных для повышения эффективности принятия обоснованных решений» [409]. Наука о данных предоставляет возможность решать проблемы благодаря уникальным способам обработки информации. Многие алгоритмы обработки данных используют рандомизацию, которая позволяет сократить время вычислений для решения задач, связанных с большим объемом данных (Big Data), обрабатывать и анализировать, как структурированные, так и неструктурированные данные (к числу таких данных относятся те, которые не организованы каким-либо определенным образом, в частности, это публикации в социальных сетях, высокочастотные макроэкономические данные или транзакции по кредитным картам, часто сочетающие числовые и категориальные переменные).

Среди новых методов науки о данных - использование алгоритмов нейронных сетей (их базовая конструкция состоит из набора процессоров данных, организованных в виде слоев нейронов /или узлов/). Информация обрабатывается через реакции нейронов на внешние входы. Взаимосвязь нейронов и их способность передавать информацию друг другу способствует эффективному решению проблем. Нейронные сети «учатся» с помощью набора обучающих данных, а также с помощью различных типов механизмов коррекции ошибок. Первоначально нейронные сети нередко выдают случайные решения проблем, которые в той или иной степени неточны. Затем эти решения возвращаются в сеть, анализируются, чтобы в следующей итерации в них можно было внести коррективы. По мере того, как процесс повторяется, сеть начинает делать более точные корректировки, в конечном итоге, развивая «понимание» того, как решить проблему [409].

В 1990-х годах возникает постмодернистский вариант портфельной теории (PMPT)¹⁹, который является продолжением традиционной портфельной теории (MPT), представляющей собой приложение анализа средней дисперсии (MVA). Подробнее о концепции PMPT в *Приложении 10*. В конечном итоге, и PMPT, и MPT нацелены на то, чтобы раскрыть, как инвесторам следует использовать диверсификацию для оптимизации инвестиционных портфелей и как должен оцениваться рисковый актив. Существенное различие между ними состоит в том, что PMPT фокусируется на доходности, которую необходимо заработать на портфельных активах, чтобы удовлетворить некоторые будущие выплаты (была введена более надежная модель определения доходности инвестиций - трехпараметрическое логнормальное распределение). В PMPT введено понятие нормы доходности (IRR), которая является

¹⁹ Термин «post-modern portfolio theory» (PMPT) был предложен в 1991 году предпринимателями-программистами Б.М.Ромом и К.Фергюсон, чтобы отличить программное обеспечение port-folio-construction, разработанное их компанией «Investment Technologies», от тех, которые предоставляет традиционная портфельная теория. Между тем, эмпирические исследования PMPT начались еще в 1981 году в Институте пенсионных исследований (PRI) в государственном университете Сан-Франциско. Вклад в разработку данной модели внесли: Peter Fishburn (П.Фишберн), Bradley Efron (Б.Эфрон), У.Шарп, Daniel Kahneman (Д.Канеман) и др.

связующим звеном между доходностью активов и обязательствами. РМРТ измеряет риск и вознаграждение относительно IRR, в то время как МРТ игнорирует IRR и измеряет риск как дисперсию относительно среднего дохода (МРТ ограничивается мерами риска и доходности, которые не всегда отражают реалии инвестиционных рынков). В результате конструкции портфелей в указанных моделях различаются.

Новые разработки в портфельной и финансовой теориях, в сочетании с увеличением вычислительной мощности, во многом преодолевают ограничения, вводимые в МРТ. В результате расширенная парадигма риска/доходности, известная как РМРТ, включает в себя как особый (симметричный) случай МРТ.

Вместе с тем предпринимаются и попытки улучшения модели Марковица. Так, П.Д.Каплан (Kaplan P.D.) представил свой вариант теории Марковица, назвав его Markowitz 2.0 [386].

Итак, проведенный анализ показал:

1. Большинство современных экономических теорий описывает процесс управления пенсионными активами как инвестиционный процесс, имеющий свою специфику ввиду его долгосрочности и особой социальной значимости полученных результатов.

2. Наибольшее значение для управления пенсионными активами имеют варианты портфельной теории, раскрывающие соотношение риск/доходность, как портфеля в целом, так и входящих в него активов. На основе математического аппарата, примененного в портфельных теориях, выявляются границы эффективного портфеля. Основной целью портфельных теорий является построение эффективного инвестиционного портфеля (оптимальный баланс между ожидаемой доходностью инвестиций при приемлемом уровне риска). Методологической основой портфельной теории являются методы статистики и математической теории вероятностей.

3. С практической точки зрения определить наиболее эффективный рыночный портфель достаточно сложно, так как инвесторы и управляющие портфелем должны создавать прокси для рыночного портфеля из некоторого подмножества всех возможных инвестиций. Но даже при условии создания такого прокси-сервера эффективная граница постоянно перемещается (становится «размытой»), так как изменяется соотношение риск/доходность конкретных ценных бумаг, а также корреляция между ними.

4. Каждый вариант портфельной теории имеет как свои достоинства, так и недостатки, которые во многом порождены определенными предположениями: неизменность поведенческих характеристик на фондовом рынке ряда случайных величин (например, корреляция между классами активов является постоянной и фиксированной); равновероятный учет как положительных, так и отрицательных колебаний; линейная парадигма анализа фондового рынка, что неадекватно для описания быстрых, эмерджентных изменений.

5. Применение вариативных портфельных теорий к управлению пенсионными активами в НПФ позволяет сделать следующие выводы: модель Марковица может быть использована при условии, что инвестиционный портфель формируется преимущественно из акций и не требует высокой диверсификации активов; модель Шарпа может быть успешно применена в условиях стабильных рынков; модель Тобина будет эффективной, если в состав инвестиционного портфеля включены короткие продажи. Для инвестирования пенсионных активов в НПФ весьма эффективной является модель КвазиШарпа, так как она корректнее иных моделей работает на нестабильных рынках. Однако нельзя не отметить и ее недостатки (в частности, на разных оцениваемых исторических промежутках она дает разные результаты, в том числе доли бумаг, не учитывается общий объем портфеля, ликвидность ценной бумаги, а также корпоративные действия эмитента в будущем, фундаментальные изменения в его деятельности).

1.3 Категориально-понятийный аппарат исследования деятельности негосударственных пенсионных фондов по повышению уровня пенсионного обеспечения граждан России

Термин «пенсионное обеспечение» по-разному трактуется отечественными и зарубежными учеными, так как он весьма многоаспектен и в связи с этим не получил общепринятого определения. Если обобщить имеющиеся точки зрения исследователей, то можно выделить его широкую и узкую трактовки. В широкой трактовке в пенсионное обеспечение включается система мер, реализуемых правовыми, экономическими, организационными институтами на основе соответствующих норм по формированию, назначению и выплате всех видов пенсий, а также совокупность пенсионных прав граждан. В этом случае не делается различия между пенсионным обеспечением и пенсионным страхованием.

В узкой трактовке пенсионное обеспечение противопоставляется пенсионному страхованию по источникам финансирования, кругу получателей пенсии и пр. В этом ракурсе корректнее было бы для обозначения негосударственного пенсионного обеспечения использовать термин «негосударственное пенсионное страхование», так как последнее по большей части строится на страховых, а не на обеспечительных принципах.

Ранее уже отмечалось, что современная российская система ОПС на определенном этапе стала терять свой страховой характер и все больше трансформируется в солидарно-распределительную модель, что объясняет использование в настоящей работе термина «пенсионное обеспечение» применительно к ОПС.

Что касается понятия пенсионного фонда, то оно также неодинаково трактуется в разных странах. В части из них пенсионные фонды институализированы в форме некоммерческих (как это имело место еще недавно в России) или коммерческих (современный опыт России, где негосударственные пенсионные фонды /НПФ/ имеют статус акционерных обществ /АО/).

В то же время в ряде стран пенсионные фонды выступают без институциональной основы (в частности, без образования юридического лица) и представляют собой денежный пул (пул накоплений), сформированный на базе того или иного пенсионного плана за счет аккумулированных пенсионных взносов физических и/или юридических лиц.

При этом данный денежный пул в тот или иной временной момент представляет собой результирующую сумму денежных потоков (с одной стороны, взносов вкладчиков/участников; с другой стороны, инвестиционного дохода; с третьей стороны, пенсионных выплат). В связи с этим понятно стремление авторов сформулировать предельно широкое определение пенсионного фонда, например, как любого плана или схемы, которые обеспечивают пенсионный доход [381].

Среди разновидностей пенсионных фондов выделяют: *автономные и неавтономные*. Автономные пенсионные фонды имеют в подавляющем большинстве случаев форму самостоятельного юридического лица либо отдельного счета без образования юридического лица, отделены от спонсора пенсионного плана. Фонды, работающие с индивидуальными пенсионными планами, как правило, являются автономными фондами.

Как коллективные, так и индивидуальные пенсионные планы защищены в аспекте сохранности вложенных в них пенсионных средств (что установлено законодательством той или иной страны и/или следует из соответствующего договора вкладчика/участника с пенсионным фондом). Созданные системы гарантий обеспечивают максимальную степень защиты бенефициара от банкротства пенсионного фонда.

Что касается неавтономных пенсионных фондов, то они юридически не отделены от спонсора плана, остаются на его балансе (при этом они могут иметь разные формы: форму резерва на балансе спонсора плана или храниться в юридически обособленных средствах, но являться собственностью спонсора плана).

Неавтономные пенсионные фонды имеют крайне низкую степень защиты бенефициаров от банкротства спонсора в силу непосредственной связности с ним. Более того, спонсор может использовать пенсионные активы по своему назначению.

В зарубежных странах пенсионные фонды - не единственный финансовый институт, являющийся субъектом пенсионной системы.

Так, во многих странах пенсионные продукты напрямую продаются страховыми компаниями спонсорам/работодателям, которые либо от имени бенефициаров/работников покупают коллективные полисы, либо бенефициары/работники покупают их самостоятельно в рамках коллективного пенсионного плана. Степень сохранности пенсионных средств в таких страховых компаниях можно считать промежуточной между автономными и неавтономными пенсионными фондами [381]. В указанном случае бенефициары защищены от банкротства спонсора (пенсионные активы отделены от его баланса), но объединяются с активами страховщика (что порождает свои риски в плане сохранности пенсионных средств).

Помимо указанной разновидности пенсионных фондов последние могут быть:

- *одиочные* (пенсионные планы в них не объединены активами нескольких спонсоров/бенефициаров, базируются на индивидуальных пенсионных счетах; например, данные фонды широко распространены в США, имеют форму профессиональных добровольных личных счетов, также широко известны как планы 401/к/ [381]);

- *неодиочные* (они, в свою очередь, подразделяются на коллективные, объединяющие активы пенсионных планов различных спонсоров, а также групповые пенсионные фонды, объединяющие активы несвязанных физических лиц и/или компаний в одном пенсионном плане).

Кроме того, пенсионные фонды могут быть закрытыми и открытыми, в зависимости от того, ограничено членство в таких фондах или нет (например,

участие в закрытых пенсионных планах может быть ограничено рамками конкретной компании /пенсионный план единого работодателя/; при этом возможен вариант, когда пенсионный фонд является связанным лицом компании и пр.).

Создаваемые в России кэптивны́е фонды некоторое время оставались закрытыми, но в целях большего привлечения пенсионных средств постепенно становились открытыми (наглядный пример - АО «НПФ ГАЗФОНД»).

По отношению к государству пенсионные фонды могут быть государственными и негосударственными (муниципальными и частными).

Один из основных видов деятельности негосударственных пенсионных фондов - управление пенсионными средствами. Анализ отечественной и зарубежной литературы по исследуемой теме показал, что понятие «управление пенсионными активами» может употребляться в нескольких значениях.

В узкой (операциональной) трактовке оно обозначает процесс вложения пенсионных средств в объекты инвестирования с целью сохранности и прироста этих средств, то есть управление в указанном случае рассматривается как деятельность по размещению/инвестированию пенсионных средств (это может быть инвестиционная деятельность, осуществляемая непосредственно самим пенсионным фондом, или через передачу пенсионных средств в доверительное управление управляющим компаниям).

В более широкой трактовке (на уровне корпоративного управления) управление пенсионными активами подразумевает деятельность субъектов (участников) пенсионной системы (прежде всего, пенсионных фондов), в чьи задачи входит аккумулирование, учет, инвестирование/размещение пенсионных средств, разработка инвестиционной политики и механизмов ее реализации, включая использование доверительного управления. В указанной трактовке управление пенсионными активами связано с реализацией инвестиционного цикла: от формирования инвестиционных ресурсов (сбор и аккумулирование пенсионных/страховых взносов), их вложения в разрешенные зако-

нодателем активы и получение дохода (эффекта) до момента пенсионных выплат (схема 3).

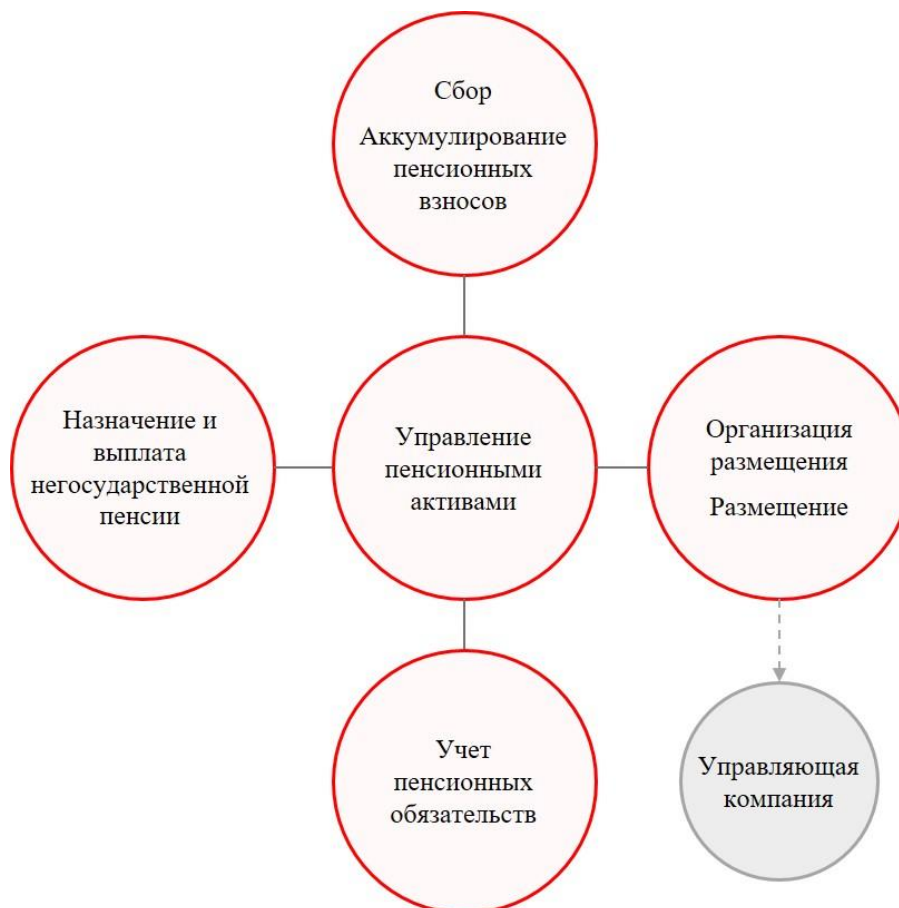


Схема 3

Управление пенсионными активами в пенсионном фонде (на примере НПО)

Инвестирование при этом рассматривается как процесс, связанный с оборотом инвестиций. В основе такого понимания управления пенсионными активами находится корпоративное управление, которое способно существенно повлиять на эффективность и результативность инвестирования пенсионных активов. По данным зарубежных источников, «фонды с более высоким уровнем корпоративного управления в среднем за год получали доходность на 2,4% выше, чем фонды с низким уровнем» [75, с.27].

Применительно к российской практике, в частности, к деятельности негосударственных пенсионных фондов (НПФ), участвующих в системах негосу-

дарственного пенсионного обеспечения (НПО) и обязательного пенсионного страхования (ОПС), непосредственное управление пенсионными активами подразумевает, как процессы самостоятельного размещения фондами пенсионных резервов, так и передачу этих средств, а также средств пенсионных накоплений в доверительное управление (по соответствующим договорам) управляющей компании (УК), отвечающей установленным законодателем требованиям (а в случае передачи пенсионных накоплений из Пенсионного фонда Российской Федерации /ПФР/ - и отобранной по конкурсу).

Особое внимание при этом уделяется эффективности работы руководящего органа фонда (и УК), наделенного полномочиями по управлению пенсионными активами, который должен нести ответственность за организацию и реализацию инвестирования/размещения пенсионных активов, обеспечение защиты интересов вкладчиков, участников, застрахованных лиц, их правопреемников.

И, наконец, в максимально широкой трактовке (на макроэкономическом уровне, уровне пенсионной системы в целом) управление пенсионными активами, в добавление к перечисленным ранее процессам, включает процессы регулирования, контроля и надзора за размещением/инвестированием пенсионных средств субъектами этого процесса (пенсионными фондами, управляющими компаниями) со стороны госрегулятора и субъектов системы негосударственного контроля (спецдепозитария, независимых актуария и аудитора и др.).

Рассмотрение управления пенсионными средствами в предельно широкой трактовке данного понятия предполагает выделение в таком управлении горизонтальных и вертикальных управленческих связей. Так, передача средств пенсионных накоплений (СПН) из ПФР в НПФ или в ЧУК (частные управляющие компании), с которыми у ПФР заключен соответствующий договор, связана с формированием вертикальных связей (на основании действующего законодательства принимаются решения о данной передаче, устанавливаются

условия реализации инвестиционного процесса СПН и пр.). С другой стороны, вложение пенсионных средств в те или иные официально разрешенные объекты предполагает и формирование горизонтальных связей (например, это отношения, возникающие в связи с передачей пенсионных средств из НПФ по договору доверительного управления в УК).

Раскроем перечисленные трактовки управления пенсионными средствами более подробно.

Управление пенсионными активами, как отмечалось, нередко понимается как *инвестирование* последних. Однако понятие «инвестирование» полисеманлично и употребляется в разных значениях. Можно утверждать, что сложились несколько подходов к трактовке данного понятия:

- объектный (акцент делается на объектах, в которые вкладываются средства, например, «вложения денежных средств в различные формы финансового и материального богатства» [148, с.10]);

- процессуальный (инвестирование раскрывается как вид деятельности, например, «инвестирование средств пенсионных накоплений - деятельность управляющей компании по управлению средствами пенсионных накоплений» [21]);

- целевой (во главу угла ставятся цели инвестирования, например, получение прибыли, «использование денег для получения больших денег, для извлечения дохода или достижения прироста капитала либо для того и другого» [286, с.173]; в Кембриджском академическом словаре инвестиции определены как «действия по вкладыванию денег или усилий во что-то в целях получения прибыли или достижения результата» [360]);

- затратный (инвестирование рассматривается с точки зрения предстоящих расходов, например, «инвестиции обозначают поток затрат на увеличение или поддержание реального основного капитала /capital stock/» [297, с.257]).

В настоящее время при определении понятия «инвестирование» наиболее распространен подход, исходящий из единства ресурсной (аккумуляирован-

ные ценности с целью дальнейшего получения дохода) и затратной (вложения) сторон.

Некоторые авторы выделяют широкое и узкое употребление термина «инвестирование». Так, Л.Л.Игонина отмечает, что, согласно широкому определению, инвестирование - это «деятельность, связанная с вложением средств в объекты инвестирования с целью получения дохода (эффекта)», а в узком определении - это «процесс преобразования инвестиционных ресурсов во вложения» [167, с.25]. В инвестиционном процессе различают, собственно, вложения (узкая трактовка) и их инвестиционную отдачу (широкая трактовка).

Необходимо отличать понятие «инвестиции» от близких к нему понятий. Так, следует различать понятия «собственность» и «инвестиции» (хотя некоторые авторы рассматривают их как тождественные²⁰).

Во-первых, не всякая собственность представляет собой инвестиции (например, она может не обладать инвестиционным потенциалом); во-вторых, в качестве инвестиций в пенсионном страховании используются привлеченные средства (пенсионные/страховые взносы) страхователей/застрахованных лиц, вкладчиков/участников и пр.

В-третьих, в пенсионном страховании право собственности на пенсионные средства может передаваться разным субъектам на различных этапах инвестиционного процесса (например, собственник средств пенсионных накоплений ПФР может передавать право собственности НПФ).

В российском законодательстве, посвященном проблемам регулирования инвестиционной деятельности, понятие инвестирования употребляется в ракурсе перечисленных выше подходов.

Так, в Законе «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» инвестиционная деятельность определена как «вложение инвестиций, или инвестирование, и совокупность практических действий по реализации инвестиций» [27].

²⁰ О разъяснении различий см. подробнее [195].

При этом дается перечисление объектов инвестирования²¹, формулируются его цели - получение прибыли (дохода) и достижение положительного социального эффекта. В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» инвестиционная деятельность трактуется так же²², как и в Законе «Об инвестиционной деятельности в РСФСР».

Определение инвестиционной деятельности «через различные перечни объектов гражданских прав, вложенных в другие объекты» [318] вообще характерно для подобного рода законов (например, «Об инвестиционных фондах» [24]; «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» [15]). При этом вложенные средства могут быть как собственные, так и заемные, привлеченные средства в форме инвестиций.

Требует уточнения и понятие «пенсионные активы». В Федеральном законе «О негосударственных пенсионных фондах» [17] (далее - ФЗ «О НПФ») «активы» трактуются как объекты инвестирования.

Применительно к настоящему исследованию под пенсионными активами понимаются финансовые средства, сформированные в системах ОПС (средства пенсионных накоплений /СПН/²³) и НПО (средства пенсионных резер-

²¹ «Денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности».

²² «Вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта» [22].

²³ «Пенсионные накопления - совокупность средств, в том числе средства взносов на софинансирование формирования пенсионных накоплений, поступивших в соответствии с Федеральным законом "О дополнительных страховых взносах на накопительную пенсию и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений", и средства (часть средств) материнского (семейного) капитала, направленные на формирование накопительной пенсии в соответствии с Федеральным законом "О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей", находящиеся в собственности фонда, предназначенных для исполнения обязательств фонда перед застрахованными лицами в соответствии с договорами об обязательном пенсионном страховании и формируемых в соответствии с настоящим Федеральным законом» (ст.3 ФЗ «О НПФ»).

вов /СПР/²⁴), предназначенные для их дальнейшего инвестирования/размещения в разрешенные законодателем активы.

В Федеральном законе «Об обязательном пенсионном страховании» употребляется понятие «средства обязательного пенсионного страхования», означающее «денежные средства, которые находятся в управлении страховщика по обязательному пенсионному страхованию» [25]. В качестве страховщика выступают НПФ и ПФР (ст.5 Закона).

По источникам формирования и роли в пенсионной системе пенсионные активы могут различаться. Как отмечалось ранее, по российскому законодательству пенсионные средства формируются в НПО и ОПС. Однако эти пенсионные системы имеют свои различия. Поэтому управление и СПР, и СПН строится по-разному, что, в частности, выражается в различных ограничениях на разрешенные объекты инвестирования и доли в инвестиционном портфеле. Более того, непосредственное инвестирование средств пенсионных накоплений НПФ законодателем запрещено, что требует доверительного управления через УК, участвующую в пенсионной системе. При этом законодатель, закрепляя правовую форму данных УК, воспроизводит соответствующее положение из №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (УК, участвующие в пенсионной системе, могут иметь форму акционерного общества или общества с ограниченной /дополнительной/ ответственностью).

Особенностью инвестирования пенсионных средств является то, что оно является портфельным. Развернутую дефиницию инвестиционного портфеля (Portfolio Investment) можно раскрыть как «определенную совокупность финансовых инструментов и реальных инвестиционных проектов, позволяющую реализовать разработанную инвестиционную стратегию предприятия (фонда - прим. авт.) при имеющихся ограничениях (объем свободных денежных средств, временной горизонт инвестирования, допустимый уровень ин-

²⁴ «Пенсионные резервы - совокупность средств, находящихся в собственности фонда и предназначенных для исполнения фондом обязательств перед участниками в соответствии с пенсионными договорами» (ст.3 ФЗ «О НПФ»).

вестиционного риска)» [169, с.317]. В некоторых определениях портфельных инвестиций указываются цели инвестирования («вложение капитала в различные виды активов с целью снижения и хеджирования рисков, а также получения прибыли» [222]). Стратегия портфельного инвестирования нередко противопоставляется прямому инвестированию, так как портфельное инвестирование «не предполагает активного участия в управлении бизнесом, который выступает эмитентом приобретаемых акций или облигаций» [222].

Цель портфельного инвестирования - извлечение доходов «в форме прироста рыночной стоимости инвестиционных объектов, дивидендов, процентов, других денежных выплат и диверсификация рисков» [167, с.32]. Причем, по мнению ряда авторов, именно цель портфельных инвестиций позволяет отличить такое инвестирование от остальных [262; 328, с.27].

Портфельное инвестирование предполагает инвестирование не только в ценные бумаги, но и другие финансовые инструменты. Поскольку многие страны проводят ограничительную политику в области управления пенсионными активами, постольку речь идет об инвестировании в разрешенные законодателем объекты инвестирования.

Применительно к инвестиционному портфелю НПФ, сформированному за счет пенсионных средств его клиентов, можно сформулировать следующую его дефиницию: данный портфель включает активы, которые сформированы за счет пенсионных средств клиентов Фонда в соответствии с официально установленными ограничениями этого портфеля на объекты и структуру инвестирования, виды сделок в целях обеспечения сохранности и доходности указанных средств. Как и в иных случаях портфельного инвестирования, последнее в отличие от прямых инвестиций не предполагает активного участия в управлении компаниями, которые являются эмитентами ценных бумаг, оказавшихся в инвестиционном портфеле инвестора (пассивный подход в таком управлении).

Что касается целей указанного инвестирования/размещения пенсионных средств, то это, с одной стороны, сохранение и прирост пенсионных активов, а, с другой стороны, выполнение в соответствии с пенсионными договорами НПО / договорами об обязательном пенсионном страховании ОПС обязательств перед вкладчиками, участниками, застрахованными лицами (иными бенефициарами) по формированию их будущей пенсии и пенсионным выплатам (выплата накопительной пенсии, негосударственной пенсии, срочной выплаты, единовременной выплаты). На это прямо указано и в нормативных правовых актах, например, «средства пенсионных резервов размещаются исключительно в целях сохранения и прироста средств пенсионных резервов в интересах участников фондов» [38].

Если рассматривать управление пенсионными активами на уровне пенсионной системы в целом, то для Российской Федерации применительно к пенсионным активам можно выделить следующие разновидности инвестиционного портфеля:

- 1) сформированный НПФ/УК при размещении СПР;
- 2) сформированный из СПН, переданных из ПФР в НПФ для дальнейшего инвестирования его УК; или переданных ПФР для инвестирования УК, отобранной по конкурсу (ЧУК);
- 3) сформированные из СПН, переданных из ПФР в Государственную управляющую компанию (ГУК [138; 144]): расширенный инвестиционный портфель и портфель государственных ценных бумаг.

Если первый из перечисленных выше портфелей связан с пенсионными активами, сформированными в системе НПО, то второй - инвестиционный портфель, сформированный в системе ОПС за счет средств пенсионных накоплений, переданных ПФР или НПФ в доверительное управление одной или несколькими управляющим компаниям; третий портфель связан с инвестиционной деятельностью ГУК.

В инвестировании пенсионных средств употребляется и понятие совокупного инвестиционного портфеля, включающего денежные средства и ценные бумаги, находящиеся в НПФ и доверительном управлении всех его УК.

Помимо огромной социальной значимости управление пенсионными активами имеет и другие особенности. Оно носит долгосрочный характер (от момента внесения пенсионных/страховых взносов до момента наступления пенсионных оснований и пенсионных выплат). Отсюда следуют специальные требования к процессам управления пенсионными активами (ФЗ «О НПФ»), а именно, обеспечение сохранности, доходности, диверсификации, ликвидности инвестиционного портфеля, учет надежности ценных бумаг, а также информационная открытость и прозрачность (что важно для органов государственного, общественного надзора и контроля, специализированного депозитария, непосредственных вкладчиков, участников, застрахованных лиц, иных бенефициаров). Долгосрочное инвестирование связано с управлением такими рисками, как рыночные риски, кредитные риски, риски ликвидности, политические, экологические риски и пр. Каждый из перечисленных принципов находит свою конкретную реализацию через соответствующие механизмы.

Так, принцип обеспечения сохранности пенсионных активов подразумевает создание соответствующих механизмов регулирования инвестиционного процесса, в частности, через ограничение перечня объектов инвестирования данных средств, а также установление доли рискованных активов в инвестиционном портфеле, запрет на безвозмездное отчуждение пенсионных средств и пр., диверсификацию, которая направлена на снижение рисков потери пенсионных активов, и пр.

Проведенный анализ показал, что в странах - членах ОЭСР понятие «сохранность» трактуется по-разному (*таблица 6*):

Таблица 6

Трактовка понятия «сохранность пенсионных средств» в ряде стран-членов ОЭСР²⁵

Страна	Понятие сохранности
Бельгия	Сохранность возможна при гарантированной доходности не ниже 3,75% - по вкладам работодателей и 3,25% - работников
Германия	Сохранность - не допущение отрицательной доходности (отсюда, гарантии государства на уровне не ниже 0% доходности) и потенциальное превышение уровня инфляции (специализированные пенсионные кассы обязаны гарантировать доходность не ниже 2,25% годовых)
Дания	Сохранность - обеспечение доходности на уровне не ниже реальной доходности государственных ценных бумаг
США	Соблюдение всех требований в процессе инвестирования, построенного на правилах разумного инвестора
Словакия	Сохранность - это недопущение отрицательной доходности (отсюда, пенсионные фонды обязаны гарантировать 0% доходность собственными средствами)
Словения	Сохранность - это обеспечение гарантированной доходности на уровне не ниже 40% доходности по государственным ценным бумагам
Чехия	Гарантия номинальной стоимости вклада, которая ежегодно пересматривается; не допускается отрицательная доходность
Швейцария	Сохранность - это обеспечение гарантийной доходности на уровне не ниже доходности 7-летних гособлигаций; минимальная норма доходности для обязательных профессиональных пенсий равна 2%.
Япония	Обязанность фондов предложить хотя бы один гарантированный план своим клиентам

Следует указать, что согласно отчетности стран - членов ОЭСР понятие доходности отождествляется с понятием «полученный результат», поэтому доходность может быть как положительной, так и отрицательной.

В ряде стран сохранность пенсионных средств определяется в связи либо с гарантированной доходностью, либо с недопущением отрицательной доходности, предполагает ежегодный пересмотр стоимости пенсионных активов с учетом доходности за прошедший год. При этом сохранность соотнобразовывается с определенным уровнем доходности. Весьма важно, что отчетность пенсионных фондов в странах - членах ОЭСР предполагает помимо номинальной доходности (фактически полученного результата инвестирования) учет показателя реальной доходности, равной номинальной доходности за

²⁵ Составлено автором на основе [348].

минусом уровня инфляции в конкретной стране. Установленная гарантийная доходность в анализируемых странах, как правило, устанавливается на 2-3% выше уровня инфляции (показатель рассчитывается на основе усредненных показателей инфляции за определенный период). Кроме того, во многих странах - членах ОЭСР создаются специальные структуры (как «Агентство по страхованию вкладов» /АСВ/ - в России, «Корпорация гарантий пенсионных выплат» /PBGC/, которая учреждается администрацией ERISA и имеет статус федерального агентства - в США, «Общество сохранности пенсий» - в Германии и пр.), которые выступают значимым звеном в механизме обеспечения сохранности пенсионных средств.

Определение сохранности пенсионных средств в российской системе ОПС сформулировано в ст.3 ФЗ «О НПФ», но оно касается только сохранности СПН и связывает ее с требованием обеспечения сохранности гарантированной суммы СПН на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица на дату назначения накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты, устанавливаемой в соответствии с Федеральным законом от 28.12.2013 №422-ФЗ [12]. Порядок расчета гарантируемых страховщиком (к числу которых отнесены и НПФ, поставленные на учет в системе гарантирования прав застрахованных лиц) средств застрахованного лица представлен в *Приложении 11*.

Анализ нормативно закрепленного определения понятия сохранности показывает, что:

- оно касается только СПН и не затрагивает СПР;
- распространяется на все виды СПН, поступивших на пенсионный счет накопительной пенсии застрахованного лица на дату назначения накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты, независимо от финансового источника формирования данных средств (страховые взносы на накопительную пенсию, дополнительные страховые взносы на накопительную пенсию и пр.);

- сумма средств пенсионных накоплений на соответствующем счете застрахованного лица на дату назначения накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты не должна быть меньше суммы гарантируемых средств, определяемых указанным Федеральным законом (то есть, фактически гарантируется только номинал).

Сохранность средств пенсионных накоплений - это требование, в соответствии с которым, согласно действующему российскому законодательству, обеспечивается сохранение номинала данных средств.

Таким образом, гарантированная сумма СПН не индексируется, не учитывается и доходность от инвестирования СПН, что, безусловно, ведет к обесцениванию гарантированной суммы с учетом длительности процесса формирования накопительной пенсии. С введением принципа добровольности участия российских граждан в накопительной системе ОПС, что предполагается обсуждаемым в настоящее время Гарантированным пенсионным планом [266], такая формулировка принципа сохранности, как представляется, не стимулирует подобное участие.

Что касается инвестиционного дохода от инвестирования СПН, то его сохранность не гарантируется, но он в полном объеме включается в реестр требований кредиторов Фонда, у которого аннулирована соответствующая лицензия, и по мере реализации его активов, составляющих средства пенсионных накоплений, передается в ПФР.

Вместе с тем Счетной палатой Российской Федерации на основании анализа сформированных реестров требований кредиторов 34 ликвидируемых НПФ (речь идет о НПФ, не входивших в систему гарантирования прав застрахованных лиц в ОПС) был сделан вывод о низком показателе удовлетворения данных требований (*таблица 7*)²⁶.

²⁶ Данные на 01.10.2018 [251].

Таблица 7

Суммы установленных требований и размер удовлетворенных требований, млн руб.

	Сумма установленных требований, млн руб.	Количество кредиторов, чьи требования подлежат удовлетворению, ед.	Размер удовлетворенных требований, млн руб.	% удовлетворения
Всего	96048,82	3465128	29103,52	30,30
СПН	83942,96	3078739	26398,70	31,45
СПР	11734,34	385294	2699,82	23,01

Как видно из приведенной таблицы, показатели удовлетворенных требований достаточно низкие и среди причин этого - вложения УК фондов в низколиквидные активы, в том числе в депозиты и счета впоследствии обанкротившихся банков. Кроме того, по данным АСВ, средняя продолжительность ликвидационных процедур составила 5 лет 3 месяца [141, с.39], то есть достаточно длительный период.

На 31.12.2019 в связи с установлением фактов недостаточности имущества для удовлетворения требований кредиторов, арбитражными судами признаны несостоятельными (банкротами) 7 НПФ (за все время существования АСВ выявлены признаки банкротства в 26 НПФ; ликвидационные процедуры в 2019 году проводились в отношении 29 НПФ, осуществляющих деятельность по ОПС и не являющихся участниками страхования пенсионных накоплений в АСВ) [141, с.39].

В совокупной балансовой стоимости активов ликвидируемых НПФ (112,6 млрд руб.) СПН составили 78%; СПР - 11%; конкурсная масса - 11%; с учетом завершения ликвидационных процедур, реализации имущества НПФ и списания активов, невозможных к реализации и взысканию, стоимость активов НПФ по данным бухгалтерского учета составила 59 млрд руб., из которых СПН составили 66,4%; СПР - 18,4% [141, с.39].

В связи с изложенным выше предложим авторское определение сохранности СПН, которое можно рассматривать как дальнейшее развитие принципа сохранности СПН: требование, в соответствии с которым сумма СПН на пен-

сионном счете накопительной пенсии застрахованного лица на дату назначения накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты не должна быть меньше суммы гарантируемых средств, определяемой в соответствии с Федеральным законом «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений, установлении и осуществлении выплат за счет средств пенсионных накоплений»²⁷ с учетом либо накопленной инфляции за данный период, либо минимальной гарантированной доходности в годовом исчислении.

В настоящее время, согласно действующему законодательству, инвестиционный доход застрахованное лицо может получить только в случае банкротства НПФ, так как этот доход в полном размере включается в реестр требований кредиторов (в процессе реализации активов Фонда данный доход передается в ПФР и отражается на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица).

Взаимообуславливая понятия «сохранность» и «доходность», представляется важным употребление последнего в нормативных правовых актах и иных документах, регламентирующих деятельность НПФ, сделать более строгим. В связи с чем важно различать понятия «доходность» и «результат»:

- результат от инвестирования/размещения пенсионных средств может быть как отрицательным, так и положительным, соответственно, фондам было разрешено показывать отрицательный результат инвестирования (в связи с чем Федеральным законом от 28.12.2013 №410-ФЗ были внесены соответ-

²⁷ Официально сформирована система гарантирования средств пенсионных накоплений - государственная программа по обеспечению сохранности СПН граждан, формирующих накопительную пенсию в ПФР или НПФ. Вступила в силу с 01.01.2015 и распространяется на все СПН, сформированные с 01.01.2002.

ствующие изменения в ФЗ «О НПФ», а понятие «доходность» в соответствующей статье данного Закона заменено на понятие «результат»²⁸);

- доходность - положительный результат от инвестирования/размещения пенсионных средств.

Доходность (если учитывать и ее трактовку в соответствующих документах, принятых в ОЭСР применительно к инвестированию пенсионных средств) может быть:

- номинальной (без учета инфляции) и реальной (за вычетом инфляции);
- брутто доходность (без вычета вознаграждений соответствующим контрагентам фонда) и нетто доходность (с учетом данных выплат);
- гарантированной (заранее установленной, например, равной годовой инфляции или выше ее на 2-3% и пр.).

Если, согласно приведенному авторскому определению, учитывать накопленную инфляцию в сохранности СПН или минимальную гарантированную доходность, то это предполагает пересмотр системы гарантий и, в частности, формирование резерва фонда по ОПС в НПФ и Фонда гарантирования пенсионных накоплений в Агентстве по страхованию вкладов /АСВ/.

В качестве возможной меры предлагается вернуться к величине ежегодных отчислений в резерв фонда ОПС, которая существовала для фондов до 2019 года - 0,25% расчетной базы (сейчас величина ежегодных отчислений составляет 0,125% расчетной базы), т.е. увеличить; что касается гарантийных взносов в Фонд АСВ, то уже с 2024 года их ставка должна составить 0,0125% (в настоящее время - 0,025% [60]), в связи с чем предлагается не уменьшать

²⁸ Согласно ст.3 ФЗ «О НПФ» результат инвестирования СПН включает: «дивиденды и проценты (доход) по ценным бумагам, проценты (доход) по банковским депозитам, другие виды доходов от операций по инвестированию средств пенсионных накоплений, чистый финансовый результат от реализации активов и чистый финансовый результат, отражающий изменение стоимости инвестиционного портфеля за счет переоценки на отчетную дату»; «результат размещения пенсионных резервов - дивиденды и проценты (доход) по ценным бумагам, проценты (доход) по банковским депозитам, другие виды доходов от операций по размещению пенсионных резервов, чистый финансовый результат от реализации активов и чистый финансовый результат, отражающий изменение стоимости пенсионных резервов за счет переоценки на отчетную дату».

указанную ставку, а сохранить ее на официально установленном в настоящее время уровне.

Действующая система гарантий прав застрахованных лиц выглядит следующим образом (схема 4):

1). Если НПФ является участником системы гарантирования прав застрахованных лиц в АСВ, то в случае недостатка необходимых средств на индивидуальном лицевом счете застрахованного лица (номинала суммы страховых взносов; 100% суммы средств, необходимых для осуществления выплат назначенных пенсий /накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты либо единовременной выплаты/), Фонд компенсирует его за счет средств Резерва Фонда по ОПС.

При наступлении страхового случая (аннулирование соответствующей лицензии Фонда-участника и (или) признание его банкротом и открытие в отношении такого Фонда конкурсного производства) и при недостатке средств в Резерве Фонда по ОПС за счет Фонда гарантирования пенсионных накоплений, в который поступают взносы фондов-участников системы АСВ, выплачивается страховое возмещение в размере недостающей суммы (номинала суммы страховых взносов; 100% суммы средств, необходимых для осуществления выплат назначенных пенсий /накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты либо единовременной выплаты/).

Гарантийное возмещение поступает в Пенсионный фонд Российской Федерации или в другой Фонд, являющийся участником системы гарантирования прав застрахованных лиц в АСВ (который выбран по заявлению застрахованного лица).

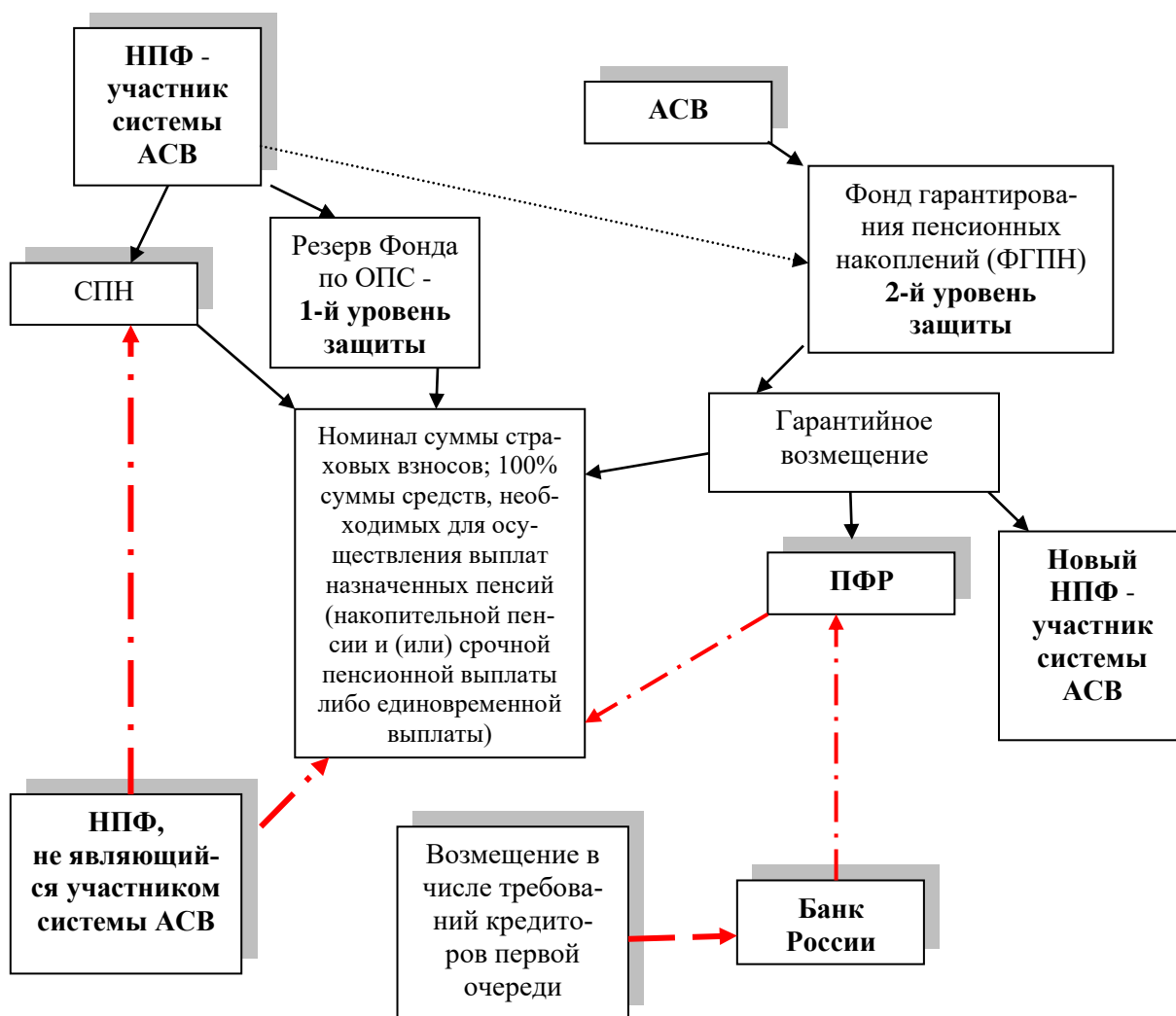


Схема 4
Система гарантирования прав застрахованных лиц

На 31.12.2019 Агентством гарантированы права 76,3 млн чел., формирующих накопительную пенсию в системе ОПС; объем СПН, подпадающих под защиту АСВ, составляет 4,8 трлн руб.; размер ФГПН составил 3,23 млрд руб.; поступления в ФГПН за 2019 год - 1,07 млрд руб., платежи со счетов ФГПН - 148 тыс. руб. (выплата гарантийного возмещения) [141, с.39].

Таким образом, относительно выполнения требований по сохранности СПН в фондах можно констатировать, что в настоящее время сформирована двухуровневая система:

1 уровень (в НПФ) - создание резерва по ОПС;

2 уровень (в АСВ) - Фонд гарантирования пенсионных накоплений (из указанного Фонда АСВ производит выплату гарантийного возмещения в страховых случаях, среди которых аннулирование соответствующей лицензии НПФ, его банкротство, недостаток суммы взносов на день установления застрахованному лицу пенсионных выплат за счет средств пенсионных накоплений).

Вместе с тем нельзя утверждать, что система сохранности СПН полностью сформирована. Отметим в связи с этим некоторые моменты: среди финансовых источников гарантирования сохранности СПН в той или иной форме являются сами СПН; гарантируется только номинал, «что ни при каких обстоятельствах нельзя рассматривать в качестве пенсионных прав застрахованных лиц» [135]; полноценная многоуровневая система сохранности в НПФ не создана (в частности, отсутствуют объединенные гарантийные фонды). В системе АСВ 29 НПФ (на 01.09.2020).

2). Если *НПФ не является участником указанной системы в АСВ* (на схеме линии обозначены штрих-пунктирными линиями), то при проведении ликвидационных мероприятий в отношении данного НПФ при недостаточности средств, подлежащих передаче в ПФР, последний возмещает необходимую сумму за счет средств Банка России (которые

При введении принципа добровольности формирования накопительной пенсии и уплаты страховых взносов лично работником (как предлагается в ГПП) неизбежно возникает вопрос о собственности данных накоплений. В случае передачи права собственности на накопления (с учетом уже имеющихся сумм для формирования накопительной пенсии) работник заинтересован получить, в конечном итоге, пенсионные накопления, сбереженные по уровню инфляции, в противном случае мотивация для уплаты страховых взносов исчезает.

Сохранность средств пенсионных накоплений (как, впрочем, и СПР) следует рассматривать не только в связи с инвестиционным процессом, но и на

уровне коллективного управления в НПФ, функционирования отрасли НПФ и макроэкономики в целом, а также для застрахованных лиц (индивидуально-личностный уровень).

Так, сохранность СПН - это результат системы мер, обеспечивающих, в конечном итоге, выполнение обязательств Фонда по формированию накопительной пенсии застрахованного лица (что применимо к определению сохранности пенсионных средств во всей отрасли НПФ). Система мер включает в себя:

- выполнение лицензионных требований Фондом и их УК (к организационно-правовой форме, органам управления и должностным лицам, наличию и содержанию пенсионных правил Фонда, учредителям (акционерам), уставному капиталу и собственным средствам НПФ и их УК, организации внутреннего контроля в Фонде);

- контроль и надзор со стороны госрегулятора и системы негосударственного контроля;

- принципы инвестирования СПН;

- ограничения в связи с инвестированием СПН;

- создание системы риск-менеджмента в Фонде;

- формирование Фонда по обязательному пенсионному страхованию;

- страхование в АСВ;

- актуарное оценивание деятельности Фонда;

- отчетность, аудит отчетности;

- раскрытие информации;

- право на создание объединенных гарантийных фондов и страхование;

- фидуциарная ответственность НПФ, ответственность УК за ненадлежащее исполнение возложенных на нее обязанностей;

- официально установленная процедура распределения дохода от инвестирования СПН;

- официально закрепленные процедуры ликвидации и реорганизации фондов, передачи СПН в другой НПФ или ПФР;
- требования к договору доверительного управления СПН;
- ответственность Фонда по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом с учетом особенностей, установленных ФЗ «О НПФ».

Сохранность СПН, как и СПР, зависит не только от эффективности деятельности НПФ и его УК, но и от действий госрегулятора и иных контролирующих негосударственных органов, эффективности функционирования всей пенсионной системы, общей позитивной экономической ситуации в стране и мире. На макроуровне сохранность СПН означает создание соответствующих условий, при которых обеспечивается надежность функционирования пенсионной системы, всей отрасли НПФ при различных макроэкономических сценариях, что гарантирует выполнение соответствующих пенсионных обязательств перед застрахованными лицами и их правопреемниками в полном объеме и в установленные сроки. На уровне застрахованного лица сохранность означает отсутствие потери накопленных средств, предназначенных для накопительной пенсии, причем потери и в смысле обесценивания от инфляции, что важно для поддержания достойного уровня жизни будущего пенсионера.

Что касается СПР, то в настоящее время отсутствует установленное законодателем определение сохранности СПР. Между тем, представляется, что его следует сформулировать применительно к разным схемам, применяемым в НПО: схемам с установленными выплатами и схемам с установленными взносами. Цели управления СПР конкретизируются применительно к разным видам пенсионных схем: с фиксированными взносами - *defined contributions (DC)* и с фиксированными выплатами - *defined benefits (DB)*.

Так, по отношению к схеме DC основной целью инвестирования пенсионных активов выступает максимизация доходности при заданном уровне риска, так как размер пенсии рассчитывается на основе состояния именного пен-

сионного счета (в накопительном периоде обязательства Фонда перед вкладчиком определяются размером средств, фондируемых на именном пенсионном счете участника) в момент назначения пенсии, а величина риска задается величиной допустимых потерь [123, с.131]. В данной схеме размер будущих пенсионных выплат не устанавливается, поэтому «пенсионер несет на себе риски, связанные как с общей рыночной ситуацией, которая задает определенный уровень возможной доходности, так и с управленческими решениями, принятыми руководством пенсионного фонда» [219, с.41].

Что касается схем DB, то основной целью управления пенсионными активами здесь является обеспечение доходности, которая была заложена при расчете размера пенсионных обязательств и пенсионных взносов (актуарной доходности, внутренней ставки дисконтирования) с учетом отчислений на соответствующие расходы (гарантируется фиксированная пенсионная выплата). При аккумулировании средств в НПФ последний берет на себя риски выполнения принятых обязательств, причем независимо от фактических показателей доходности НПФ [219, с.41]. Одним из существенных рисков в данном случае выступает риск дефицита средств пенсионного фонда²⁹.

Применительно к схемам DC сохранность может быть сформулирована аналогично сохранности СПН, а именно, как требование, в соответствии с которым сумма СПР на именном пенсионном счете участника на дату назначения негосударственной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты не должна быть меньше суммы внесенных пенсионных взносов с учетом накопленной инфляции за данный период (без учета инвестиционного дохода).

²⁹ В ряде стран положение с финансированием планов с установленными выплатами за последнее десятилетие ухудшилось, так как обязательства росли быстрее, чем активы. На некоторых крупнейших рынках (Канада, Швейцария и США) планы DB по-прежнему занимают значительную долю активов. Хотя пенсионные активы продолжали расти в большинстве стран, представивших отчеты с планами DB, их рост отставал от роста обязательств по пенсионным выплатам. В Исландии, Индонезии, Мексике, Соединенном Королевстве и США показатели, которые в течение некоторого времени уже были ниже 100%, упали еще больше. Дальнейшее увеличение обязательств, вероятно, связано с увеличением продолжительности жизни и снижением процентных ставок.

Для схем ДВ сохранность означает требование, в соответствии с которым гарантированная пенсионная выплата не может быть менее 0,5 минимальной социальной пенсии по старости, устанавливаемой в системе государственного пенсионного обеспечения³⁰, либо минимального размера негосударственной пенсии, утверждаемой руководством Фонда в соответствии с Пенсионными правилами и пенсионным договором.

В целях сохранения покупательной способности будущей пенсии доходность от инвестирования пенсионных активов должна быть не ниже уровня инфляции. Вместе с тем в основе управления пенсионными активами в силу их специфики и социальной значимости решаемых задач лежит консервативный подход, ориентированный на вложения в надежные ценные бумаги, неподверженные существенным рискам (риск потерь по которым составляет не более 10%).

Как и для СПН, сохранность и доходность СПР следует рассматривать не только как результат размещения пенсионных средств, но и как итог действия ряда факторов, часть из которых выходит за рамки процессов управления пенсионными средствами НПФ и их УК. Вместе с тем сохранность и доходность зависят от ряда факторов, непосредственно связанных с деятельностью НПФ и их УК (обеспечение надежности функционирования Фонда/его УК, финансовой устойчивости, поддержание заданного акционерами уровня риска и доходности и пр.). В целях обеспечения сохранности пенсионных средств в некоторых УК создан так называемый «капитал под риском», который формируется специально для «покрытия принимаемых рисков резерва на возможные потери, это - часть капитала, выделяемая на удовлетворение "аппетита к риску"» [304].

³⁰ Что соответствует действующему в настоящее время Постановлению Правительства Российской Федерации от 13.12.1999 №1385 «Об утверждении Требований к пенсионным схемам негосударственных пенсионных фондов, применяемым для негосударственного пенсионного обеспечения населения» [41].

Итак, субъекты управления пенсионными активами должны, с одной стороны, обеспечить необходимую доходность от инвестирования/размещения пенсионных активов, а с другой стороны, выполнить зафиксированные в соответствующих договорах пенсионные обязательства (сохранить и приумножить пенсионные активы)³¹.

Перейдем к рассмотрению процессов управления пенсионными средствами на уровне НПФ и их УК в ракурсе более широкого определения процессов данного управления.

Процесс управления пенсионными активами, рассмотренный в рамках деятельности НПФ, может быть раскрыт на нескольких уровнях:

1) *стратегическом* - формулирование инвестиционной политики и определение инвестиционной стратегии (Investment Strategy), которая должна формироваться «на основе объективных критериев, поддающихся количественной оценке» (ФЗ «О НПФ»). Кроме того, должны быть учтены цели инвестирования, объем пенсионных активов, сроки инвестирования, общая ситуация на рынке ценных бумаг, приемлемая степень риска для участников пенсионного плана, характеристики обязательств пенсионного фонда, требования госрегулятора, стандарты разумного инвестора и пр. Инвестиционная политика направлена на сохранение и прирост пенсионных активов в интересах участников и застрахованных лиц, их правопреемников. Средствами реализации данной политики являются следующие: строгое соблюдение требований законодательства к составу и структуре финансовых инструментов для инвестирования/размещения пенсионных активов, инвестирование/размещение пенсионных активов в ценные бумаги высоконадежных эмитентов и депозитные вклады крупнейших банков; мониторинг финансового состояния эмитентов ценных бумаг, в которые вложены средства пенсион-

³¹ Как правило, в законодательстве разных стран, в частности, в российском, не предусмотрено право пенсионных фондов в одностороннем порядке уменьшать взятые на себя пенсионные обязательства, такого рода решения пенсионный фонд может принять только по соглашению сторон.

ных активов, диверсификация вложений («преследует цель сглаживания влияния событий, вызванных несистематическим риском, в конкретном портфеле таким образом, чтобы доход от одних инвестиций нейтрализовал убытки от других» [221]); выбор на основе определенных критериев (соответствие лицензионным требованиям, наличие опыта работы с пенсионными активами, деловая репутация и пр.) контрагентов по управлению пенсионными активами, контроль со стороны органов государственного контроля и специализированного депозитария.

В практике портфельного инвестирования выделяют несколько видов инвестиционных стратегий в зависимости от целей инвестирования, соотношения риск/доходность (таблица 8)

Таблица 8
Виды стратегий портфельного инвестирования³²

	Стратегия консервативного (умеренного) дохода	Стратегия среднего дохода	Стратегия высокого дохода	Стратегия постоянного умеренного роста	Стратегия среднего роста	Стратегия высокого роста
Цель портфеля	Получение стабильного невысокого дохода	Умеренный (средний) доход	Достаточно высокий рост дохода	Сохранение капитала	Средний прирост капитала долгосрочной перспективе (норма прибыли на вложенный капитал близка к среднерыночной)	Высокий прирост капитала
Уровень риска	Минимальный	Средний, приближен к среднерыночному	Очень высокий	Минимальный	Умеренный	Высокий

Так, в зависимости от целей можно выделить следующие типы портфелей: портфель дохода и портфель роста. Портфель дохода нацелен на максимиза-

³² Составлено автором на основе [125; 189, с.281-282].

цию дохода в текущий период времени. Портфель роста основан «на максимизации темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе, независимо от уровня формирования инвестиционной прибыли в текущем периоде» [340, с.157]. По отношению к инвестиционным рискам выделяют: агрессивный (спекулятивный, высокий), умеренный (компромиссный, средний) и консервативный (минимальный) портфели. Соединение двух критериев позволяет выделить следующие стратегии:

- стратегию постоянного (умеренного) роста, которая ориентирована на сохранение капитала от инфляционного обесценивания; уровень риска - минимальный;

- стратегию среднего роста, которая нацелена на прирост капитала (средний между консервативным и рискованным) с умеренной степенью риска (подвержена рыночному риску);

- стратегию высокого роста, направленную на максимальный прирост капитала, степень риска - высокая (инвестиционный портфель - агрессивный);

- стратегию консервативного (умеренного) дохода, нацеленную на получение стабильного невысокого текущего дохода (уровень риска - минимальный);

- стратегию среднего дохода, которая направлена на получение умеренного (среднего) дохода (уровень риска - умеренный, приближен к среднерыночному);

- стратегию рискованного дохода, ориентированную на получение высокого дохода при высоком уровне риска (портфель - агрессивный; наибольший уровень инвестиционного риска).

В целом можно выделить две основные стратегии применительно к управлению пенсионными активами:

- сбалансированную, строящуюся на балансе активов и пенсионных обязательств с учетом сроков и величины пенсионных выплат («долгосрочным обязательствам НПФ надо поставить в соответствие портфель облигаций с

далекими сроками погашения, среднесрочным обязательствам НПФ - портфель со средними сроками погашения и т.д.» [123, с.133]), в данной стратегии структура инвестиционного портфеля повторяет структуру пенсионных обязательств, для чего используются методы подбора портфеля, дюрации;

- перспективную, предполагающую использование инструментов с рыночной доходностью, а точнее, оптимальное распределение активов с рыночной и с фиксированной доходностью на основе методов ALM-моделирования, Монте-Карло и пр.

Так, многие российские НПФ придерживаются сбалансированной инвестиционной стратегии, ориентированной на достижение оптимального соотношения доходности и надежности финансовых инструментов, сохранность пенсионных активов и их долговременный рост. Для примера приведем стратегию управления портфелем в АО «НПФ ГАЗФОНД» [86]:

- инвестиционный портфель включает в себя высоколиквидные акции эмитентов, являющихся флагманами российской экономики, относящихся к ведущим отраслям промышленности и крупным представителям банковского сектора;

- значительная доля в инвестиционном портфеле принадлежит инструментам с фиксированной доходностью (облигации эмитентов высокого кредитного качества и депозиты ведущих российских банков), цель в данном случае - получение устойчивого финансового потока вне зависимости от изменения конъюнктуры на рынке акций;

- в целях диверсификации и снижения зависимости доходности от изменения конъюнктуры фондового рынка средства фонда вкладываются в торговую и коммерческую недвижимость (в том числе через ЗПИФы), доходы от которой остаются достаточно стабильными даже в условиях кризиса, а также в объекты инфраструктуры, объекты коммунального хозяйства и другие инвестиционные проекты.

На 31.07.2020 структуру инвестиционного портфеля «НПФ ГАЗФОНД» составили: **40,38%** - облигации российских эмитентов; **21,93%** - акции предприятий и организаций; **21,05%** - паи паевых инвестиционных фондов; **6,37%** - государственные ценные бумаги РФ; **5,37%** - облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации; **2,16%** - банковские депозиты; **1,31%** - облигации международных финансовых организаций; **0,51%** - ипотечные ценные бумаги; **0,83%** - денежные средства на расчетных и брокерских счетах; **0,09%** - объекты недвижимого имущества.

Эффективность управления пенсионными активами в Фонде можно раскрыть на примере среднего размера пенсионных выплат его участникам³³ в сравнении со средней пенсией по старости в системе ОПС, средней номинальной заработной платой (таблица 9):

Таблица 9
Средний размер пенсионных выплат участникам АО «НПФ ГАЗФОНД» в сравнении со средним размером пенсии по старости в системе ОПС³⁴

Показатель	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Средний размер негосударственной пенсии в АО «НПФ ГАЗФОНД», руб.	7751	7854	8038	8285	8490	8759	9245	9855
Средний размер пенсии по старости в ОПС, руб.	8876	9790	10716	11569	12803	18173	14152	14986
Соотношение, %	87	80	75	72	66	48	65	66
Сумма 2-х пенсий	16627	17644	18754	19854	21293	26932	23397	24841
Средняя номинальная заработная плата, тыс. руб.	26629	29792	32495	34030	36709	39167	43724	47867
Коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, %	62	59	58	58	58	69	54	52

³³ По данным отчетности Фонда, на 31.12.2019 более 174 тыс. граждан получали негосударственную пенсию в АО «НПФ ГАЗФОНД».

³⁴ Данные взяты из [306].

Из *таблицы 9* следует, что на протяжении анализируемого периода средний размер негосударственной пенсии неуклонно повышался в отличие от среднего размера пенсии по старости в системе ОПС, когда после значительного увеличения ее размера в 2017 году, затем произошел ее спад в 2018 году и после, в 2019 году - медленное повышение. В среднем за этот период соотношение между двумя названными пенсиями было около 70%, что свидетельствует о стабильной доходности Фонда и правильно выбранной инвестиционной политике. Кроме того, в суммарном выражении 2-х обозначенных пенсий они формируют коэффициент замещения пенсией утраченного заработка на уровне 58,75%;

2) *тактическом* - определение необходимых инструментов, которые должны быть использованы для реализации инвестиционной стратегии, формирование инвестиционного портфеля. Наряду с понятием инвестиционной стратегии Фонда используется понятие «инвестиционная декларация», в которой содержится указание на цели инвестирования пенсионных средств, раскрывается инвестиционная политика, перечисляются активы, в которые могут быть инвестированы пенсионные средства, а также даются описание рисков, связанных с таким инвестированием, требований к структуре активов (ст.3 ФЗ «О НПФ»).

На этом уровне управления пенсионными активами проводится анализ отдельных видов ценных бумаг с помощью фундаментального (анализ факторов, влияющих на рынок ценных бумаг), технического (изучение информации с фондового рынка с целью его текущего анализа и прогнозных оценок, например, расчет ожидаемой доходности на основе вероятностного прогноза), статистического (обобщение статистических данных, использование регрессии, например, ожидаемая доходность может быть рассчитана на основе статистических данных прошлых лет как среднеарифметическое значение и пр.), нейросетевого и пр. видов анализа, а затем идет формирование инвестиционного портфеля (определение конкретных видов активов и пропорций

между ними с помощью разных подходов, например, рыночного, сценарно-ситуационного и пр.);

3) *оперативном* - непосредственного осуществления инвестиционного процесса, связанного с вложениями в разрешенные объекты инвестирования, оценка эффективности инвестиционного портфеля, а также его пересмотр с учетом изменений целей инвестора, конъюнктуры рынка и пр.

Возможны следующие два варианта управления инвестиционным портфелем: активное (отслеживание и приобретение перспективных ценных бумаг, продажа низколиквидных и пр.) и пассивное. Как правило, ни доверительное управление пенсионными средствами, переданными УК, ни самостоятельное размещение пенсионных резервов НПФ не предполагает осуществление ими прямых инвестиций. В основном это косвенные (опосредованные) инвестиции, а вложение пенсионных средств реализуется через финансовых посредников (например, брокеров).

Как отмечалось, инвестиционный портфель применительно к пенсионным активам - это активы, сформированные за счет средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений. При этом данное инвестирование может осуществляться непосредственно самим пенсионным фондом или через доверительное управление УК, участвующей в пенсионной системе. И пенсионный фонд, и УК выступают как институциональные инвесторы. Инвестиционный портфель УК, функционирующих на пенсионном рынке, могут составлять пенсионные активы, переданные ПФР (в тех УК, которые отобраны по конкурсы и с которыми заключен соответствующий договор с ПФР) или НПФ в доверительное управление. Объектами доверительного управления, сформированными за счет пенсионных средств, могут быть как денежные средства и ценные бумаги, так и иные объекты. УК (управляющие компании) всеми доступными, согласно действующему законодательству, способами должна обеспечить возврат переданных ей (им) Фондом средств по договорам доверительного управления. За ненадлежащее исполнения договора ДУ управля-

ющая компания несет предусмотренную законодателем ответственность. «Надлежащее исполнение управляющей компанией своих обязанностей означает именно достижение цели сохранности и прироста пенсионных резервов и накоплений, а не само по себе совершение действий доверительным управляющим независимо от того, привели ли они к указанной цели или нет, причем в последнем случае теряется сам смысл передачи пенсионных резервов и накоплений в доверительное управление» [68].

Как отмечалось ранее, управление пенсионными средствами может быть рассмотрено еще в широком значении, которое включает регулирование данного процесса со стороны госрегулятора. К настоящему времени известны два механизма государственного регулирования инвестирования пенсионных средств:

1) основан на надзоре за неукоснительным соблюдением официально установленных правил (политика ограничений). В экономической теории, посвященной процессам инвестирования пенсионных средств, особое внимание уделено изучению влияния установленных законодателем правил регулирования инвестиционной деятельности на доходность последней, так как значительная часть данных правил посвящена тем или иным ограничениям на классы активов и их доли в инвестиционном портфеле, сформированном за счет пенсионных средств. В частности, установлено, что избыточная регламентация инвестиционных процессов ведет к тому, что институциональные инвесторы предпочитают делать краткосрочные инвестиции в менее рискованные ценные бумаги [75, с.27];

2) основан на оценке рисков (риск-ориентированный, пруденциальный надзор). Влияние введения пруденциального надзора на повышение доходности инвестирования пенсионных активов остается мало исследованным. Вместе с тем можно утверждать, что внедрение такого надзора позволяет существенно либерализовать требования к составу и структуре инвестиционного портфеля [75, с.27].

В ряде стран, в том числе и в Российской Федерации, государство не только регулирует инвестирование пенсионных активов, но и принимает в этом процессе непосредственное участие, выбирая управляющие компании, передавая пенсионные средства в доверительное управление, выпуская ценные бумаги и пр.

Таким образом, управление пенсионными средствами представляет собой разноуровневую систему, в которой свою роль играют ПФР, НПФ, УК (как государственная - ГУК, так и частные управляющие компании - ЧУК), а также непосредственные участники, реализующие деятельность по инвестированию средств пенсионных накоплений и размещению средств пенсионных резервов (в частности, брокеры, банки и пр.).

Эффективность управления пенсионными активами можно определить, как способность Фонда/его УК обеспечить ожидаемую доходность при приемлемом уровне риска. При этом возможны следующие два подхода к оценке эффективности управления: 1) сравнение полученного результата с бенчмарком [416] или 2) с целями, определенными инвестором [191, с.269].

На доходность влияет не только качество принимаемых управленческих решений в Фонде или его УК, но и целый ряд иных факторов [367], что раскрыто в теории декомпозиции доходности [75]. Так, одна группа исследователей связывают волатильность доходности от инвестирования пенсионных средств с распределением активов в инвестиционном портфеле, в то время как другая их группа соотносит данную волатильность с рыночными колебаниями [76]. Одновременно большинство исследователей согласны с тем, что основное внимание при инвестировании следует уделять именно распределению активов в инвестиционном портфеле [75, с.27].

Минимизация негативного влияния рыночных колебаний на выполнение пенсионных обязательств Фонда реализуется через страхование пенсионных средств (например, пенсионных накоплений, как в России), либо в соответствии с концепцией «жизненного цикла» (структура инвестиционного порт-

феля зависит от возраста застрахованного лица/участника пенсионного плана, как это реализовано в Чили, Эстонии, Перу и пр.) [315, с.100].

Сформулируем выводы:

1. Понятие «пенсионное обеспечение» применительно к современной российской системе обязательного пенсионного страхования означает соединение солидарно-распределительных и страховых механизмов функционирования. Термин «пенсионное страхование» в данном случае носит условный характер и лишь частично сохраняет свое первоначальное значение. В понятии же «негосударственное пенсионное обеспечение» термин «обеспечение» следует понимать как «страхование».

2. Управление пенсионными активами может быть определено:

- в узком (операциональном) значении - как непосредственное управление инвестиционным портфелем;

- в широком значении (на уровне корпоративного управления) - как управление инвестиционным циклом (от аккумулирования пенсионных средств, их размещения/инвестирования до пенсионных выплат или реинвестирования пенсионных средств);

- в предельно широком значении (на макроуровне) - как управление инвестиционным циклом, включающее и его регулирование со стороны соответствующих государственных и негосударственных органов, официально наделенных для этого соответствующими полномочиями.

3. Уточнение понятия «инвестирование» может быть осуществлено при раскрытии следующих подходов: объектного (дефиниция инвестирования формулируется через объекты инвестирования); процессуального (инвестирование раскрывается через специфические особенности его как вида деятельности); целевого (инвестирование рассматривается в ракурсе целей); затратного (инвестирование предстает с точки зрения предстоящих затрат). Перечисленные подходы можно обобщить, определяя инвестирование как деятельность, направленную на получение прибыли и достижение социально

значимых целей на основе единства ресурсной (аккумуляированные средства с целью дальнейшего получения дохода) и затратной (вложения в определенные, в ряде случаев законодателем разрешенные активы) сторон.

4. В соответствии с дефинициями процессов управления пенсионными активами следует сформулировать и авторские определения «сохранности» пенсионных активов:

4.1. В ракурсе инвестиционного процесса применительно:

- к *средствам пенсионных накоплений* сохранность можно определить: как требование сохранения номинала суммы СПН на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица на дату назначения накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты с учетом либо накопленной инфляции за данный период, либо минимальной гарантированной доходности в годовом исчислении;

- к *средствам пенсионных резервов*:

- для схем *DC*: сохранность - это требование, в соответствии с которым сумма СПР на именном пенсионном счете участника на дату назначения негосударственной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты не должна быть меньше суммы внесенных пенсионных взносов с учетом накопленной инфляции за данный период (без учета инвестиционного дохода);

- для схем *DB*: сохранность - это требование, в соответствии с которым гарантированная пенсионная выплата не может быть ниже 0,5 размера социальной пенсии по старости, устанавливаемой в системе государственного пенсионного обеспечения, либо минимального размера негосударственной пенсии, утверждаемой руководством Фонда в соответствии с Пенсионными правилами и пенсионным договором;

4.2. В ракурсе коллективного управления пенсионными средствами в НПФ: сохранность обозначает требование к результатам инвестирования/размещения, не допускающее уменьшения объема средств, накопленных

на пенсионном счете клиента Фонда за счет поступления пенсионных (страховых) взносов, внесенных в его пользу, и в случае их неизбежных потерь, обязательность их возмещения с помощью специально созданной системы гарантийных мер (резерва фонда по ОПС, страхового фонда; Фонда АСВ и пр.);

4.3. В ракурсе управления пенсионными средствами с учетом процессов регулирования, контроля и надзора со стороны госрегулятора: сохранность - это недопущение с помощью установленных требований к инвестированию/размещению пенсионных средств, а также мер пруденциального, риск-ориентированного надзора потери накопленных клиентами Фонда пенсионных средств, сформированных на базе внесенных в их пользу пенсионных/страховых взносов, в результате нарушений Фондом/ его УК требований действующего законодательства (иных действий, не соответствующих правилам разумного инвестирования) или в случае неблагоприятного макроэкономического или иного негативного сценария на макроуровне;

4.4. В ракурсе клиента Фонда: сохранность обозначает требование к Фонду недопущения потери накопленных пенсионных средств на именном (индивидуальном лицевом) пенсионном счете, сформированных за счет поступления страховых/пенсионных взносов, а также их гарантированное возмещение в случае возможных потерь, что обеспечивало бы выполнение обязательств Фонда по формированию и выплате накопительной/негосударственной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты в соответствии с действующим законодательством и пенсионным договором при наступлении пенсионных оснований. Таким образом, сохранность пенсионных средств связывается в данном случае с полнотой, своевременностью и длительностью (учет срока) исполнения Фондом пенсионных обязательств перед клиентом, что предполагает и определенный уровень доходности Фонда.

5. В настоящее время в российской пенсионной системе формируется система мер, позволяющая гарантировать сохранность пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения. Одновременно данная система нуждается в совершенствовании:

- до сих пор предусмотрены случаи использования СПН и СПР для формирования резерва Фонда по ОПС и страхового резерва, что в известной мере делает данную систему формальной;

- сохранность на уровне номинала СПН не защищает данные средства от обесценивания;

- многоуровневая система гарантирования сохранности пенсионных средств, накопленных на индивидуальных пенсионных счетах клиентов Фонда, до сих пор не создана.

Реализация принципа сохранности пенсионных средств достигается с помощью: 1) соблюдения Фондом /его УК установленных правил инвестирования/размещения этих средств, осуществления им/ими своей деятельности исключительно в целях сохранения и прироста пенсионных средств; 2) создания специальной системы гарантийных мер (2-х уровневой системы, как в настоящее время в России); 3) создания системы мер государственного и негосударственного контроля за реализацией принципа сохранности в процессе инвестиционной деятельности НПФ/их УК; 4) формирования в НПФ /их УК системы риск-менеджмента.

6. Инвестирование/размещение пенсионных средств имеет свои особенности, связанные со спецификой данных средств: целевым предназначением такого инвестирования/размещения являются сохранение и прирост пенсионных активов для выполнения в срок и в полном объеме обязательств перед клиентами Фонда по формированию их будущей пенсии и пенсионным выплатам (выплата накопительной пенсии, негосударственной пенсии, срочной выплаты, единовременной выплаты). К особенностям инвестирования пенси-

онных средств можно также отнести его долгосрочный характер ввиду долгосрочности пенсионных обязательств.

7. Цели управления пенсионными активами конкретизируются по отношению к разным пенсионным схемам: к пенсионным схемам с фиксированными взносами, где основной целью инвестирования выступает максимизация доходности при заданном уровне риска, и пенсионным схемам с фиксированными выплатами, где базисной целью управления пенсионными активами является обеспечение доходности, которая была заложена при расчете размера пенсионных обязательств и пенсионных взносов (актуарной доходности, внутренней ставки дисконтирования) с учетом отчислений на соответствующие расходы (гарантируется фиксированная пенсионная выплата).

8. Особенностью управления пенсионными активами является и то, что их инвестирование - это портфельное инвестирование, а инвестиционный портфель составляют разрешенные законодателем активы, сформированные за счет страховых/пенсионных взносов клиентов Фонда.

9. Изучение управления пенсионными активами как управления инвестиционным циклом позволило выделить его разные уровни: стратегический уровень, на котором происходит формулирование инвестиционной политики и инвестиционной стратегии; тактический уровень, на котором определяются необходимые инструменты для реализации инвестиционной стратегии, происходит формирование инвестиционного портфеля; оперативный уровень - уровень непосредственного осуществления инвестиционного процесса, связанного с вложениями в разрешенные объекты инвестирования, включая оценку эффективности инвестиционного портфеля, его пересмотр с учетом изменений цели инвестора, конъюнктуры рынка и пр.

10. В зависимости от целей инвестора и с учетом действующих ограничений можно сформировать разные типы инвестиционных портфелей, положив в основу соотношение риск/доходность. Взяв в качестве целей инвестора формирование портфелей дохода (текущего дохода) или роста (рост инве-

стиционного капитала), выделим следующие типы инвестиционных стратегий: постоянного (умеренного) роста; среднего роста; высокого роста; консервативного (умеренного) дохода; среднего дохода; рискованного дохода. Применительно к управлению пенсионными активами выделяют следующие стратегии: сбалансированную стратегию, строящуюся на балансе активов и пенсионных обязательств с учетом сроков и величины пенсионных выплат (концепция соответствия пенсионных активов пенсионным обязательствам - Asset/liability management - ALM)³⁵; перспективную стратегию, предполагающую оптимальное распределение активов с рыночной и с фиксированной доходностью.

11. Эффективность управления пенсионными активами может быть раскрыта как обеспечение ожидаемой доходности при приемлемом уровне риска. Оценка эффективности возможна на основе сравнения полученного результата с бенчмарком или с целями, сформулированными инвестором. Важно выделить факторы, оказывающие влияние на доходность инвестирования. В частности, установлено влияние распределения активов в инвестиционном портфеле на волатильность доходности от инвестирования. Волатильность связана и с уровнем инфляции, в частности, определено, что положительная реальная доходность начинается только при уровне инфляции 4,0-4,5%.

1.4 Зарубежный опыт повышения уровня пенсионного обеспечения граждан на основе деятельности пенсионных фондов

Формирование пенсионных активов, согласно данным Организации Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР/OECD), осуществляется в:

- негосударственных пенсионных фондах - 75%;

³⁵ Суть концепции ALM в том, что инвестиционная стратегия должна быть наиболее эффективной и наименее рискованной с точки зрения обеспечения выплат в рамках пенсионной схемы. Путем актуарной оценки, моделирования потоков пенсионных взносов и выплат определяется поток платежей, к которому подбирается портфель долгосрочных облигаций и других ценных бумаг, в наибольшей степени ему соответствующий. Эта концепция управления портфелями пенсионных резервов была заявлена в качестве рекомендуемой для внедрения в странах ЕС (EU's Third Life Directive).

- страховых компаниях через договоры пенсионного страхования - 20%;
- через банки и инвестиционные управляющие компании - 4%; через специальные пенсионные резервы на счетах компаний - 1% [403] (*Приложение 12*).

Управление пенсионными активами может проводиться непосредственно самими участниками пенсионного плана или через соответствующие структуры (например, пенсионные фонды). В странах общего (англосаксонского) права весьма распространена такая форма управления пенсионными активами как траст [199].

Ввиду особой социальной и экономической значимости пенсионных активов регулированию процессов их инвестирования со стороны госструктур уделяется особое внимание. Данное регулирование может выстраиваться как на международном, так и на национальном уровнях³⁶, находя закрепление в соответствующих нормативных правовых актах и документах. В качестве регуляторов, как правило, выступают структуры, созданные в рамках системы государственных органов управления, действующие на основе национальных юрисдикций, а также международные органы, разрабатывающие общие принципы и модели управления пенсионными активами (например, в рамках ОЭСР, Всемирного банка, Международной ассоциации социального обеспечения /МАСО/, Международного валютного фонда /МВФ/, Европейского

³⁶ В частности, в США регулирование пенсионных схем, сформированных в рамках частных пенсионных фондов, согласно Закону «Об обеспечении пенсионного страхования работников» (Employee Retirement Income Security Act, ERISA) осуществляется Министерством труда и Министерством финансов. Специальное агентство Министерства труда (U.S. Department of Labor) - Управление по обеспечению пособиями работающих лиц (Employee Benefits Security Administration /EBSA/) несет ответственность за соблюдение фидуциарных, отчетных и раскрывающих информацию положений соответствующего раздела Закона о защите пенсионных доходов работников от 1974 года (Employee Retirement Income Security Act of 1974). Налоговое управление США (Internal Revenue Service of the Department of the Treasury /IRS/) несет основную ответственность за вопросы участия в планах и их финансирования. Средние и мелкие пенсионные фонды в большинстве случаев привлекают для управления пенсионными активами управляющие компании, крупные (как пенсионный фонд CalPERS) - чаще всего управляют активами самостоятельно. ОЭСР оценивает пенсионные активы США на конец 2016 года в \$25,1 трлн, что составляет 66% от общих активов 34 стран - членов ОЭСР. Согласно исследованию Pensions & Investments /Willis Towers Watson, среди 300 крупнейших пенсионных фондов мира 134 - североамериканские.

Союза /Евросоюз, ЕС/, Евразийского экономического союза /ЕАЭС/ и пр.). Так, в 2000 году при ОЭСР была создана Международная Ассоциация пенсионных регуляторов (International Network of Pension Regulators and Supervisors /INPRS/), разработавшая принципы регулирования частных пенсионных фондов [270]. В июле 2004 года создается Международная Ассоциация пенсионных наблюдателей (International Organization of Pension Supervisors /IOPS/)³⁷.

На 01.08.2020 в IOPS входят руководящие (представляющие 80 стран мира) члены, 8 ассоциированных членов и 2 наблюдателя.

В ОЭСР (а именно - в Directorate for financial and enterprise affairs) разработаны «Руководящие принципы ОЭСР по управлению активами пенсионного фонда» [395], которые закрепили модель управления пенсионными активами, известную как «Стандарт разумного лица». Данная модель, в частности, предусматривает, что инвестирование пенсионных активов «должно осуществляться с заботой, на должном экспертном уровне, осмотрительно, с должным предварительным анализом, а также мониторингом инвестиций и тех, кому делегируется функция инвестирования» [395]. Принятие такого Стандарта не исключает административного и иного контроля со стороны соответствующих органов (как государственных, так и негосударственных) за управлением пенсионными активами. При этом эффективность указанного управления не входит в компетенции контролирующего органа.

В Европейском Союзе стремятся к созданию единого пенсионного рынка, поэтому формируют общую регулятивную базу. С одной стороны, в ЕС пенсионное регулирование осуществляется национальными регуляторами (как правило, это Центральный банк или иные специализированные регулирую-

³⁷ Основная цель IOPS заключается «в повышении качества и эффективности надзора за частными пенсионными системами во всем мире, тем самым, улучшая их развитие и операционную эффективность, а также позволяя обеспечить безопасный источник пенсионного дохода в как можно большем количестве стран» [420].

щие организации), а, с другой стороны, создаются наднациональные органы для такого регулирования³⁸.

Общеввропейское регулирование управления пенсионными активами входит в Европейскую систему финансового надзора (European System of Financial Supervision /ESFS/³⁹), сформированную в 2011 году и осуществляющую надзор, как за банковским сектором, так и за институциональными инвесторами. Вместе с тем для построения единого пенсионного рынка в ЕС существует целый ряд препятствий (в частности, это имеющиеся противоречия в национальных и общеввропейских нормах, регулирующих пенсионное обеспечение; обременительные /с точки зрения временных затрат и комиссионных расходов/ трансграничные процедуры и пр.).

Если регулирование инвестирования пенсионных активов на национальном уровне строится с учетом сложившейся специфики той или иной европейской страны, то основными задачами данного регулирования на общеввропейском уровне являются создание стандарта управления пенсионными активами с целью выравнивания и обеспечение достаточно высокого уровня такого управления во всех странах - участницах Евросоюза, выработка общих позиций ЕС в области управления пенсионными активами и обеспечение надзора со стороны общеввропейских контролирующих органов за этими процессами.

На общеввропейском уровне управление пенсионными активами регулируется целым рядом директив (например, Директивой Европейского Парла-

³⁸ Среди них, в частности: Совет Европейских регуляторов страхования и профессиональных пенсионных фондов (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors), учрежденный в 2003 году; Управление по страхованию и профессиональным пенсионным фондам (European Insurance and Occupational Pensions Authority /EIOPA/), созданное в 2010 году; Европейские надзорные органы (ESAs): Европейский орган по страхованию и профессиональному пенсионному обеспечению, Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority /ESMA/), Совместный комитет европейских надзорных органов, Европейский совет по системным рискам (ESRB) [279].

³⁹ В данную систему входят: Европейский Совет по системным рискам; Европейское агентство по страхованию и профессиональным пенсиям; Европейское агентство по ценным бумагам и рынкам; Объединенный комитет Европейских надзорных агентств; компетентные надзорные органы государств - членов Евросоюза.

мента и Совета Евросоюза 2016/2341 от 14.12.2016 о деятельности учреждений профессионального пенсионного страхования и о надзоре за этой деятельностью /IORPs/ /в новой редакции/ [150]; Директивой о злоупотреблениях на рынке [151]; Директивой о рынках финансовых инструментов [152]; Директивой о деятельности учреждений профессионального пенсионного страхования и о надзоре за этой деятельностью /IORPs/ и др.).

Так, в Директиве №2016/2341 раскрыты инвестиционные правила, касающиеся деятельности IORPs, осуществляющих инвестирование пенсионных активов в соответствии с принципами «благоразумного лица», а именно, инвестирование должно осуществляться в интересах застрахованных лиц и бенефициаров в целом; учитывать последствия инвестиционных решений для окружающей среды, социальной сферы и влияние на управленческие факторы; обеспечивать безопасность, качество, ликвидность и доходность инвестиционного портфеля в целом; активы должны быть преимущественно инвестированы в регулируемые рынки, надлежащим образом диверсифицированы; допускаются инвестиции в деривативы. Правилами устанавливаются и ограничения в инвестиции организаций-спонсоров⁴⁰.

Управление пенсионными активами, основанное на правилах «разумного лица», предполагает выстраивание пруденциального надзора, главными задачами которого являются защита прав застрахованных лиц и бенефициаров, а также обеспечение стабильности и надежности IORPs. Под действие этого надзора подпадают все аспекты IORPs, начиная от условий работы до управления инвестициями, что предусматривает выработку требований к отчетности. Пруденциальный надзор базируется на риск-ориентированном подходе, при этом надзорные полномочия должны применяться таким образом, чтобы быть своевременными и пропорциональным размеру, характеру, масштабу и сложности деятельности IORP. В свою очередь, IORP должно исходить из

⁴⁰ Не более 5% от портфеля в целом и, если спонсирующее предприятие принадлежит к группе, инвестиции в предприятия, принадлежащие к одной и той же группе, что и спонсирующее предприятие, должны составлять не более 10% от портфеля.

разумных административных мер и бухгалтерских процедур, обладать адекватными механизмами внутреннего контроля (руководящие органы IORP должны соответствовать установленным требованиям и надлежащему управлению). Однако надзорные органы могут ограничивать или даже запрещать IORP свободное распоряжение пенсионными активами (например, если не сформированы достаточные технические резервы или для формирования таких резервов нет достаточных активов, не выполнены требования к собственному капиталу и пр.).

Пруденциальный надзор предполагает полное владение информацией об IORP⁴¹, что позволяет прогнозировать, предупреждать, оценивать и управлять рисками, возникающими в деятельности IORP. В свою очередь, компетентные органы должны выполнять свои обязанности с должным учетом защиты конфиденциальности информации. Данный надзор подразумевает и систему мер воздействия на нарушителей установленных норм и стандартов.

Анализируемой Директивой фактически закреплена трехзвенная система контроля за деятельностью IORP со стороны: 1) уполномоченного государственного органа, осуществляющего надзорные функции; 2) внутреннего контроля (включая риск-менеджмент, внутренний аудит, актуарное оценивание); 3) иных негосударственных контролирующих организаций. Так, для сохранения активов и осуществления надзорных обязанностей IORPs должны назначить одного или более депозитариев на основе письменного контракта. Депозитарий несет ответственность перед IORP за любой ущерб, понесенный IORP в результате необоснованного неисполнения или ненадлежащего исполнения своих обязательств⁴².

⁴¹ IORPs обязаны «предоставлять в любое время информацию обо всех деловых вопросах или пересылать все деловые документы»; «получать следующие документы: собственную оценку риска, положение о принципах инвестиционной политики, годовую бухгалтерскую отчетность и годовые отчеты, а также все остальные документы, необходимые для осуществления целей надзора».

⁴² Директивой установлено, что осуществление ключевых функций IORPs может быть передано на аутсорсинг. При этом IORPs остаются полностью ответственными за выполнение всех своих обязательств.

В Директиве устанавливаются и определенные ограничения по инвестированию (допускается инвестирование только в разрешенные активы⁴³).

Для целей анализа зарубежного опыта управления пенсионными активами важны Регламент о регулировании рынка финансовых инструментов (Markets in Financial Instruments /MiFIR/) №600/2014, а также Директива ЕС «О рынках финансовых инструментов» (Markets in Financial Instruments Directive /MiFID/) 2014/65/ЕС, объединенных под названием Директивы MiFID II, которая вступила в силу 03.01.2018⁴⁴. MiFID II является продолжением Директивы MiFID⁴⁵ (вступившей в силу 01.11.2007). Однако последняя все чаще критиковалась из-за спорных вопросов, возникающих в связи с деятельностью зарубежных фирм, которые имели конкурентные преимущества перед европейскими компаниями, подвергнутыми бóльшему контролю со стороны органов надзора, чем иностранные, а также в связи с тем, что не отражала новые тенденции в развитии финансового рынка (в частности, широкое распространение алгоритмической торговли, сложных финансовых активов и пр.). MiFID II устраняет эти недостатки и, в свою очередь, нацелена на защи-

⁴³ Разрешено инвестировать до 70% от активов, покрывающих технические резервы, или от всего портфеля для схем, в которых члены несут инвестиционные риски, в акции, обращающиеся ценные бумаги, рассматриваемые как акции, и корпоративные облигации, допущенные к торгам на регулируемых рынках (или через MTF или OTF); при этом вес данных ценных бумаг в инвестиционном портфеле IORP определяет самостоятельно; до 30% от активов, покрывающих технические резервы, в активы, выраженные в валютах, отличных от тех, в которых выражены обязательства. Разрешено инвестировать в инструменты, которые имеют долгосрочный инвестиционный горизонт, по которым не проводятся торги на регулируемых рынках, MTF или OTF; инвестировать в инструменты, которые выдаются или гарантируются EIB, предоставляемые в рамках Европейского фонда стратегических инвестиций, Европейских долгосрочных инвестиционных фондов, Европейских фондов социального предпринимательства и фондов Европейского венчурного капитала.

⁴⁴ Директива распространяется на 27 стран - членов Евросоюза и 3 страны Европейской экономической зоны.

⁴⁵ MiFID - Директива о рынках финансовых инструментов, разработанная в Управлении по финансовому регулированию и надзору (FCA) в Великобритании (2004) и введенная Евросоюзом в 2007 году. Ее цели - защита интересов клиентов компаний банковского сектора и инвестиционных компаний, а также обеспечение эффективных и безопасных финансовых операций на едином европейском рынке финансовых инструментов и услуг.

ту прав инвесторов, обеспечение максимальной прозрачности финансового рынка, увеличение возможностей для конкуренции⁴⁶.

В MiFID II четко прописаны полномочия национальных регуляторов (например, им предоставлено право запрещать финансовые продукты, которые несут угрозу интересам клиентов или стабильности рынка)⁴⁷.

Следует также выделить Директиву Европейской комиссии от 17.05.2017 «Вовлечение акционеров в долгосрочное корпоративное управление» [366], вносящую изменения в Директиву 2007/36/ЕС, касающуюся поощрения участия акционеров в данном управлении. Среди недостатков прежней редакции Директивы от 2007 года назывались краткосрочный подход акционеров к инвестированию, недостаточный контроль над оплатой труда директоров, а также над операциями со связанными сторонами.

В редакции Директивы от 2017 года закрепляются права компаний государств - членов ЕС идентифицировать своих акционеров, а также исключать из идентификации акционеров, владеющих не более чем 0,5% акций; устанавливаются меры, обеспечивающие прозрачность деятельности институциональных инвесторов, в частности, требования к раскрытию информации, включая основные элементы инвестиционной стратегии, сведения о советниках-посредниках и пр. Отдельные требования сформулированы для управляющих активами. Требуется и отчет о применяемом кодексе поведения. Наме-

⁴⁶ Так, MiFID II устанавливает обязательность отчетности брокеров о сделках и ценах по широкому ряду ценных бумаг, неограниченный доступ клиента к детализации по сделкам в течение 48 часов (включая информацию о доходах брокера), лимиты на торговлю на частных биржах, правила алгоритмической и высокочастотной видов торговли, меры строгого контроля над дистрибьюторами финансовых продуктов и сетью распространения продукта; в целях защиты инвесторов закрепляет требования по идентификации расходов и комиссионной плате на рынке услуг, связанных с ценными бумагами (плата по сделкам, расходы на хранение и пр.), а также вспомогательных услуг (например, размер оплаты услуг инвестиционным банкам и брокерским компаниям за инвестиционную аналитику и пр.).

⁴⁷ По отношению к неевропейским компаниям, которые уже вышли или выходят на рынок Евросоюза, введен режим «третьей страны». В частности, в MiFID II прописаны определенные требования к этим субъектам (к примеру, для них необходима регистрация филиала и получение соответствующего разрешения от компетентного органа; для компаний-эмитентов еврооблигаций, работающих на европейском рынке, необходимо иметь код идентификации юридического лица /Legal Entity Identifier [LEI]/). Еврокомиссия также должна принять решение о соответствии регулятивных норм страны, где зарегистрирована фирма, стандартам MiFID II и MiFIR.

чены меры содействия осуществлению прав акционеров. Особое внимание в Директиве уделено операциям со связанными сторонами⁴⁸. Таким образом, Директива ужесточает требования к прозрачности процессов инвестирования и ответственности инвесторов. Это сделано, в том числе и для того, чтобы «ограничить слишком рисковый подход институциональных инвесторов к своим инвестициям» [220]. В течение 2-х лет после официального опубликования Директивы ее положения должны быть внесены в национальное законодательство стран - участниц ЕС.

Анализируемая Директива нацелена на стимулирование долгосрочного инвестирования, и, прежде всего, пенсионных активов. При этом делается упор на инструменты саморегулирования, к которым относятся кодексы доверительного управления (Stewardship codes). В данные кодексы включаются принципы ответственного инвестирования, а также лучшие принципы (практики) корпоративного управления.

По данным, опубликованным ЕС в марте 2020 года, количество пенсионных фондов, объем их активов под управлением и распространенность пенсионных программ по количеству участников и бенефициаров следующие (таблица 10 [402]):

Таблица 10
Основные показатели европейских пенсионных фондов, данные на март 2020 года

Страна	Количество пенсионных фондов	Пенсионные активы под управлением (млрд евро)	Количество участников	Количество бенефициаров
Нидерланды	233	1322,57	5788890	13391661
Соединенное Королевство	1300	1176,50	20000000	10493000

⁴⁸ Для любой существенной транзакции (определяемой каждым государством - членом Евросоюза) между листинговой компанией и связанной стороной: транзакция должна быть объявлена; государства - члены Евросоюза могут потребовать, чтобы объявление сопровождалось отчетом независимой третьей стороны, совета или комитета независимых директоров о том, что сделка является справедливой и разумной с точки зрения компании и не связанных с ней акционеров; сделка должна быть одобрена акционерами или советом директоров. Если это будет одобрено советом директоров, государства - члены Евросоюза могут потребовать также одобрения акционеров.

Швейцария	1570	764,24	4247310	1217650
Германия	165	206,30	8781723	1733890
Ирландия	72710	143,30	454340	750000
Италия	213	113,81	4228528	112145
Испания	1579	48,34	4559842	106519
Швеция	62	36,72	1112062	187637
Норвегия	84	35,00	131000	368000
Бельгия	192	29,00	974842	759473
Исландия	22	28,70	269436	134161
Австрия	9	21,80	947545	103976
Португалия	187	18,07	165774	132668
Франция	25252	16,60	2620000	Нет данных
Хорватия	12	13,23	1936261	Нет данных
Румыния	7	10,20	7250299	18999
Болгария	18	6,27	4033315	Нет данных
Финляндия	45	4,15	9500	58500
Эстония	22	3,60	744675	37373
Люксембург	12	1,58	15937	Нет данных
Венгрия	4	0,77	55921	Нет данных
Всего	103698	4000,75	68327200	29605652

Сближение политики в области управления пенсионными активами происходит и в странах - участницах ЕАЭС по мере формирования единого финансового рынка, что предусмотрено, в частности, ст.70 раздела XVI «Регулирование финансовых рынков» Договора о Евразийском экономическом союзе [2]. Координация же действий в странах - участницах ЕАЭС в области пенсионного обеспечения реализуется с помощью соответствующих регламентов.

В настоящее время среди препятствий, мешающих позитивному развитию рассматриваемой области, следует выделить вариативные модели пенсионных систем (в частности, пенсионных накоплений), несовместимые подходы к инвестированию пенсионных средств, разные уровни готовности пенсионных фондов к мобильности пенсионных средств, гармонизации законодательства в странах - участницах ЕАЭС, а также требований к отчетности, прозрачности информации и пр.

Это относится и к СНГ, в котором «практика размещения ценных бумаг эмитентами одного государства - участника СНГ на биржевых площадках других государств - участников Содружества Независимых Государств пока

не получила распространения», что «сдерживает движение взаимных инвестиций» [247]. Фондовые рынки в странах - участницах СНГ по-прежнему развиваются изолированно друг от друга в силу значительных затруднений, препятствующих трансграничной торговле ценными бумагами.

Вместе с тем созданы и функционируют уполномоченные органы, в частности, Совет руководителей уполномоченных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств - участников СНГ, задачей которого является выработка общих подходов и принципов надзора и контроля указанных рынков. Среди задач, которые должны быть решены в ближайшее время можно назвать следующие: гармонизация национальных законодательств стран - участниц СНГ в области управления пенсионными активами и пенсионного обеспечения в целом; формирование единого информационного пространства в указанной области; обеспечение допуска ценных бумаг к обращению на биржах государств - участников СНГ, а также взаимного допуска профессиональных участников рынка.

Страны в рамках соответствующих объединений (ОЭСР, ЕС, ЕАЭС, СНГ и пр.) стремятся выстроить единое пространство управления пенсионными активами. С этой целью создаются не только единые органы, контролирующие процессы управления данными активами, но и формируются общие модели управления пенсионными активами.

Управление пенсионными активами в большинстве стран - членов ОЭСР, Евросоюза, ЕАЭС предполагает закрепление на законодательном уровне общих принципов инвестирования, перечня разрешенных для инвестирования активов, а также ограничения на структуру инвестиционного портфеля.

При регулировании процессов инвестирования пенсионных средств реализуются две основные модели: 1) модель, построенная на установлении ограничений на виды активов и структуру инвестиционного портфеля; 2) модель, построенная на основе правил «благоразумного лица» (разумного инвестора, ответственного инвестора). На практике обычно имеет место сочета-

ние двух моделей в единой системе управления. Причем изначально страны, относимые к с англосаксонской правовой системе, стремились строить регулирование на Правиле ответственного инвестора, а страны, относимые к континентальной (романо-германской) правовой системе, выбирали модель лимитов [160].

Что касается модели, построенной на ограничениях, то применяются ограничения на виды сделок, объекты инвестирования и на структуру инвестиционного портфеля (наиболее распространены ограничения на вложения в рискованные активы, в частности, акции, корпоративные облигации, иностранные инвестиции)⁴⁹.

Опираясь на данные ОЭСР за 2019 год, в *таблице 11*⁵⁰ приведены предельные уровни портфельных инвестиций пенсионных фондов по некоторым классам активов. В этой таблице указано, применяется ли основной лимит только к прямым инвестициям пенсионных фондов или же это общий уровень инвестирования пенсионных фондов в определенный класс активов, включая косвенные инвестиции через схемы коллективных инвестиций.

Таблица 11
Предельные уровни портфельных инвестиций в одного эмитента по некоторым категориям активов (ряд стран ОЭСР, 2019)

Страна	Фонды /планы	Обыкновенные акции	Недвижимость	Векселя и гособлигации	Облигации корпораций	Банковские депозиты	Комментарии
Австрия	Occupational pension funds (Pensionskassen)	70% (лимит по обязательствам без гарантий); с гарантиями - 50%; лимит по акциям, не торгуемым	100% (в общем)	100% (в общем)	70% (в общем)	100% (в общем), 25% - в одной банковской группе	Пенсионный фонд может управлять несколькими инвестиционными группами и группами распределения рисков («фонды поддерж-

⁴⁹ Первоначально регулирование пенсионных портфелей было введено из-за небольшого опыта инвестирования, управления рисками. Также среди причин: введение обязательных пенсионных систем, стимулирование пенсионных фондов к покупке государственных облигаций, снижение уровня конфликта интересов и пр.

⁵⁰ Составлено автором на основе [357].

		на регулируемом рынке - 30%					ки») при условии, что каждый из них имеет не менее 1000 бенефициаров.
Бельгия	IORP	100%	100%	100%	100%	100%	
Канада	Occupational registered pension plans (RPPs) trusteed pension funds	100%	100%	100%	100%	100%	С 2010 года внесены изменения в правила инвестиций пенсионных фондов, согласно которым сняты количественные ограничения в отношении инвестиций в недвижимость
Германия	- Pensionskassen (пенсионные кассы)	35% (в общем); листинговые акции - 35% некотируемые на бирже акции - 15%	25% (в общем)	50% (в общем)	50% (в общем)	50% (в общем)	
	- Pensions-Founds (пенсионные фонды)	100% (в общем)	100% (в общем)	100% (в общем)	100% (в общем)	100% (в общем)	
Франция	- Group insurance contracts for workers, PERE, Madelin schemes	Ограничения сняты в связи с использованием правила разумного инвестора в соответствии с Solvency II	Ограничения сняты в связи с использованием правила разумного инвестора в соответствии с Solvency II	Ограничения сняты в связи с использованием правила разумного инвестора в соответствии с Solvency II	Ограничения сняты в связи с использованием правила разумного инвестора в соответствии с Solvency II	100% (прямые инвестиции)	
	- PERP						

Италия	- Contractual pension funds (fondi pensione negoziali)	100% (прямые инвестиции). Ограничение в 30% применяется к общим инвестициям в фонды недвижимости, частные инвестиционные фонды и ценные бумаги, не торгуемые на регулируемых рынках	Прямые инвестиции не разрешены. Ограничение в 20% применяется к инвестициям в фонды недвижимости. Ограничение в 30% применяется к общим инвестициям в фонды недвижимости, частные инвестиционные фонды и ценные бумаги, не обращающиеся на рынке недвижимости	100% (прямые инвестиции). Лимит в 30% применяется к общим инвестициям в фонды недвижимости, частные инвестиционные фонды и ценные бумаги, не обращающиеся на регулируемом рынке	100% (прямые инвестиции). Ограничение в 30% применяется к общим инвестициям в фонды недвижимости, частные инвестиционные фонды и ценные бумаги, не торгуемые на регулируемых рынках	100% (прямые инвестиции)	Эти ограничения отражают новое в регулировании инвестиций, введенное в 2014 году, а именно смягчение некоторых количественных ограничений и больший акцент на адекватности организационной структуры пенсионных фондов, а также структуры мониторинга рисков в отношении их инвестиционной политики
	- Open pension funds (fondi pensione aperti)						
	- Pre-existing pension funds (fondi pensione preesistenti)						
Швеция	- Friendly societies	0% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции). Разрешается, но только до 4/5 или 2/3 в зависимости от стоимости недвижимости (в зависимости от типа недвижимости): или 70%, или 60%, соответственно, от рыночной стоимости недвижимости	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	0% (прямые инвестиции)	Все ограничения касаются активов, покрывающих технические резервы. Нет ограничений на свободные активы.
	- Life insurance undertakings	100% (прямые инвестиции) Пределы для котированных акций - 25%; для некотированных	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции). Предел для некотированных	100% (прямые инвестиции)	Все ограничения касаются активов, покрывающих технические резервы. Нет никаких ограничений на

		мых - 10%			облига- ций - 10%		свободные активы. При- меняется принцип бла- горазумного лица. Может применяться принцип бла- горазумного лица Solvency II, и в этом случае нет явных ограни- чений для ин- вестиций
	- Providers of occupational retirement pensions (Pension funds)	100% (прямые инвестиции). Пределы для котируемых акций - 100%; для некотируемых - 10%	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции). Предел для некотируемых облигаций - 10%	100% (прямые инвестиции)	Все ограничения касаются активов, покрывающих технические резервы. Нет никаких ограничений на свободные активы. Применяется принцип благо- разумного лица
Япония	- The Employees' Pension Fund (EPF) (kosei nenkin kikin) - Defined benefit corporate pension funds (kakutei kyufu kigyo nenkin) - Corporate defined contribution funds (kakutei kyoshutsu nenkin [kigyogata]) - Individual defined contribution funds (kakutei kyoshutsu nenkin [kojinalgata]) - National pension funds (kokumin nenkin kikin)	100% (прямые инвестиции) - -	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	

	- Mutual aid associations (MAAs)						
США	- Private pension plans	100% (прямые инвестиции).	100% (прямые инвестиции).	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции).	100% (прямые инвестиции)	Ограничения, как правило, применимы к планам, спонсируемым работодателями частного сектора в соответствии с Законом о гарантированном доходе работников, выходящих на пенсию (1974) (ERISA). Все ограничивается правилами разумного лица
	- State and local government employee retirement funds	Некоторые ограничения по ценным бумагам работодателя.	Некоторые ограничения на аренду недвижимости работодателя	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	Некоторые ограничения по облигациям работодателя	
	- Federal government retirement funds	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	Ограничения фидуциарными правилами диверсификации	
Соединенное Королевство	Occupational pension plans	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	100% (прямые инвестиции)	

По состоянию на 31.12.2018 большинство стран - членов ОЭСР применяли количественные ограничения при инвестировании пенсионных активов пенсионными фондами. Лишь 7 стран - членов ОЭСР не устанавливали каких-либо предельных значений для таких инвестиций (Австралия, Бельгия, Канада, Нидерланды, Новая Зеландия, Соединенное Королевство, США⁵¹). Но и в данном случае, например, в Австралии инвесторам предписывалось учитывать диверсификацию при размещении пенсионных активов. Во многих странах - членах ОЭСР установлены пределы инвестирования пенсионных активов в акции, а особенно в акции, не входящие в котировальные списки.

Лимит на инвестирование в акции (в том числе в акции, не включенные в котировальные списки) установлен в 20 странах - членах ОЭСР. Однако в некоторых странах это положение может применяться только к отдельным пенсионным планам (Германия, Южная Корея, Португалия и Эстония). Так, от-

⁵¹ Здесь существуют косвенные ограничения: например, не допускается предоставление займов лицам при наличии конфликта интересов.

сутствуют ограничения на инвестиции в акции в добровольном пенсионном страховании в Эстонии, в Pensionsfonds Германии, в личных планах в Южной Корее. И в то же время предельный уровень вложений в акции составляет 75% - для обязательных пенсионных планов в Эстонии; 35% - в немецких Pensionskassen (если акции не входят в биржевые котировальные списки - 15%), 70% - для профессиональных DB планов - в Южной Корее. Инвестиционные лимиты менее жестки для акций, включенных в котировальные списки.

В странах, где установлены пределы на инвестиции в облигации, менее строгие ограничения для инвестирования в государственные облигации. При этом могут устанавливаться лимиты на вложения в корпоративные облигации. Например, в Греции пенсионные фонды не могут инвестировать более 70% своих активов в корпоративные облигации, но не имеют ограничений по государственным облигациям. В Венгрии нет ограничений на инвестиции в государственные облигации, но есть ограничения: 10% - на корпоративные облигации, 10% - на венгерские муниципальные облигации и 25% - на ипотечные облигации.

Многие страны - участницы ОЭСР устанавливают лимиты или полностью запрещают инвестиции пенсионных средств в недвижимость (в частности, прямые инвестиции в недвижимость запрещены в Чили, Италии, Японии (за исключением ассоциаций взаимопомощи), Литве, Мексике, Польше, Турции, Албании, Армении, Казахстане и др., хотя могут допускаться косвенные инвестиции в недвижимость через облигации и акции имущественных компаний (например, инвестиционных трастов по недвижимости), вложения в частные инвестиционные фонды, кредиты.

Лимиты могут варьироваться в зависимости от типа фондов (например, как это имеет место в странах Латинской Америки; здесь есть фонды с повышенным уровнем риска и менее рискованные /в них доля акций ограничена на 5%, доля же облигаций может составлять 80%/).

В ряде стран - членов ОЭСР установлены ограничения не только на максимальные, но и на минимальные доли в определенные классы активов. Например, в Израиле пенсионные фонды должны иметь в структуре инвестиционного портфеля не менее 30% вложений в целевые облигации.

Законодательство стран - членов ОЭСР, касающееся регулирования инвестирования пенсионных активов, устанавливает специальные правила в отношении инвестиций за рубежом. Пенсионным фондам этих стран запрещено осуществлять инвестиции в активы, принадлежащие странам, не входящим в ОЭСР. В законодательстве США, например, закреплено, что для пенсионных планов, спонсируемых работодателями из частного сектора, признаки собственности активов, в которые инвестируются пенсионные средства, как правило, должны находиться под юрисдикцией судов Соединенных Штатов Америки. В некоторых странах - членах ОЭСР (например, Дании, Финляндии, Исландии, Израиле и пр.) инвестиции пенсионных активов за рубежом могут допускаться только в отдельных географических регионах (например, на территории стран - членов ОЭСР, или Евросоюза, или Европейской экономической зоны /ЕЭЗ/). Так, Исландия разрешает инвестиции только в странах - членах ОЭСР, ЕС и на Фарерских островах.

Проведенный анализ показал, что в отношении инвестирования в иностранные активы возможны следующие ограничения: по видам активов и на общую долю иностранных активов в структуре инвестиционного портфеля. Например, в Чили каждый тип пенсионного фонда имеет определенный лимит для инвестиций в иностранные активы (от 35% для фонда E /All AFPs, Fund E/ до 100% для фонда A /All AFPs, Fund A/), доля активов пяти агрегированных типов фондов не должна превышать 80% от совокупных общих активов. Устанавливаются также лимиты на вложения в одного эмитента, хотя в некоторых странах (Австралия, Бельгия, Нидерланды, Новая Зеландия, Соединенное Королевство, США) таких ограничений нет вовсе. В ряде стран не называются конкретные количественные ограничения, но устанавливаются

общие правила инвестирования, которыми закреплена необходимость диверсификации активов (например, в Австралии, Нидерландах).

В большинстве стран - членов ОЭСР официально установлены запрет или ограничения на самоинвестирование (хотя, например, в Новой Зеландии такие ограничения отсутствуют вовсе), в частности, когда пенсионная схема является самоуправляемым фондом, или устанавливается предельная доля для инвестирования в ценные бумаги компании (группы связанных компаний), выступающей вкладчиком или учредителем пенсионной схемы. В Швеции запрет на самоинвестирование также отсутствует, но установлено, что пенсионные фонды не должны инвестировать более 10% в предприятия, принадлежащие к той же группе, что и спонсор пенсионного плана. Лимиты на самоинвестирование могут быть следующими: например, 10% - в Швейцарии, 5% - в Соединенном Королевстве, 15% - в Бельгии.

Если анализировать изменения в регулировании инвестирования пенсионных активов за 2002-2019 годы, закрепленные в соответствующих нормативных правовых актах, то в целом происходило смягчение ограничений, а субъектам инвестиционной деятельности (в частности, пенсионным фондам) была предоставлена бóльшая свобода для инвестиционного маневра. Так, в Канаде в 2010 году были сняты количественные ограничения по инвестициям пенсионных фондов в недвижимость, а в 2015 году был снят запрет на самоинвестирование в акции учредителя, спонсора пенсионного плана, приобретенных на бирже. Смягчение ограничений характерно и для ряда других стран - членов ОЭСР (Исландия, Южная Корея, Турция, Мексика и пр.).

В ряде стран клиенты пенсионных фондов имеют возможность выбрать инвестиционный портфель самостоятельно (под руководством пенсионного консультанта), либо это делают пенсионные фонды, предлагая тип инвестиционного портфеля клиентам в зависимости от их возраста (для схем с фиксированными взносами). В качестве примера приведем предлагаемые клиентам в чилийских AFPs счета по степени рискованности вложений (фонды А,

В, С, D и E) [410]. Критерием рисковости служит доля вложений в акции в общем объеме инвестиций (*таблица 12*).

Таблица 12
Типы пенсионных фондов в Чили по степени рискованности

Тип фонда	Характер инвестиций	Мин. лимит доли акций, (%)	Макс. лимит доли акций, (%)
A	Наиболее рисковый	40	80
B	Рисковый	25	60
C	Средний	15	40
D	Консервативный	5	20
E	Наиболее консервативный	0	5

Выбор консервативного или более рискового портфеля зависит и от вида пенсионной схемы. Так, схема с фиксированными взносами (Defined contributions /DC/) нацелена максимизировать доходность при заданном уровне риска, схема с фиксированными выплатами (Defined benefits /DB/) - обеспечить требуемую доходность при минимальном риске [123, с.131]. Соотношение планов DB/DC в странах - разное (например, в Японии оно составляет 97/3, в Канаде - 96/4, в Соединенном Королевстве - 71/29, в США - 42/58, в Австралии - 15/85, в Чили - только пенсионные планы DC [428]). В целом по странам - членам ЕС такое соотношение составляет (по итогам 2019 года): 87,5% DB и 12,5% - DC [402]. Для работодателей более предпочтительными с точки зрения предсказуемости являются планы DC.

Как отмечалось, помимо установления количественных ограничений управление пенсионными активами в странах - членах ОЭСР и Евросоюза базируется на концепции разумного лица, в основе которой первоначально было Правило разумного лица /Prudent person rule/ (оно появилось в 1830-е годы, но со временем изменялось). Это Правило означает подход к инвестированию, «при котором на руководство фонда и управляющих активами накладывается фидуциарная ответственность, в рамках которой необходимо обеспечить диверсификацию инвестиционного портфеля и стремиться полу-

читать максимальный уровень доходности при приемлемом уровне риска» [160]. В таком подходе ограничения по классам активов или в структуре инвестиционного портфеля формально отсутствуют, а управляющий пенсионными средствами получает больше самостоятельности в их управлении⁵². Правило предполагает следование определенным принципам, связанным со снижением рисков при инвестировании пенсионных активов⁵³. При условии выполнения указанных принципов управляющий может не нести ответственности за полученный отрицательный результат от инвестирования пенсионных активов. Так, в Соединенном Королевстве инвестирование пенсионных средств реализуется на базе концепции разумного лица. Законодателем здесь не установлены какие-либо ограничения (только лишь 5% - предел для инвестирования в активы компании работодателя/спонсора). Рассмотренные подходы к управлению пенсионными активами вызывают научные дискуссии по поводу оптимальности и эффективности этих подходов [134; 136; 287; 288].

Достоинства и недостатки каждого из них отражены в *таблице 13*.

Таблица 13
Достоинства и недостатки подхода количественных ограничений и
Правила разумного лица

Подходы	Подход количественных ограничений	Правило разумного лица
Достоинства	- четкость и определенность для принятия решений инвестором;	- обзор основных рисков; - бóльшая свобода для инвестирования, диверсификации активов; - возможность более точного сопоставления активов и обязательств; - возможность быстрого использова-

⁵² Данная методология разрабатывается Международной ассоциацией ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment /PRI/), объединяющей около 1800 организаций, в управлении которых суммарно находится более \$70 трлн совокупных активов.

⁵³ Инвестировать с благоразумием, осторожностью, умением и терпением; осуществлять диверсификацию вложений пенсионных средств; производить оценку активов, в которые они вкладываются (соотношение доходность/риск в общей структуре инвестиционного портфеля); избегать чрезмерной торговой активности (если в этом нет необходимости); стремиться не только к сохранению, но и приросту пенсионных средств при инвестировании; делегировать полномочия по инвестированию пенсионных средств компетентным лицам (управляющему) в случае недостаточной собственной компетентности (при этом должен быть осуществлен ответственный подход к выбору управляющего).

		ния новых практик управления пенсионными активами, новых объектов для инвестирования; - наличие системы заблаговременного предупреждения со стороны госрегулятора
Недостатки	- негибкость в случае кризисных ситуаций; - отставание в реагировании на появление новых технологий, объектов инвестирования; - отсутствие системы заблаговременного предупреждения со стороны госрегулятора	- упор на профессионализме управляющих, которого может не хватить; - боязнь управляющих брать на себя ответственность за решения

Система инвестирования, построенная на основе Правила разумного лица, предполагает внедрение риск-ориентированного надзора со стороны регулятора за инвестированием пенсионных активов. Такой надзор был введен в целом ряде стран (Нидерланды, Дания, Австралия, Мексика, Канада, Германия, Соединенное Королевство и др.). Применение риск-ориентированного надзора предполагает оценку системных и индивидуальных рисков фонда, средств контроля, остаточного риска и мер дополнительной поддержки.

В последнее время в мировой практике по отношению к участникам финансового рынка, а также нефинансовым организациям все большее распространение получил подход пропорционального регулирования, в основе которого «лежит соответствие обязательных требований, а также применяемых санкций уровню риска, характеру и последствиям несоблюдения требований для потребителей, отрасли и рынка в целом» [101]. Все субъекты финансового рынка проходят категоризацию в зависимости от уровня риска в своей деятельности, после чего по отношению к ним устанавливаются минимальные обязательные требования. Анализируя законодательство Евросоюза [150: 151; 152; 365; 366 и др.], можно констатировать, что в нем отсутствуют четкие критерии, определяющие уровень риска деятельности компании, поэтому устанавливаются рамочные критерии, среди которых характер (вид) деятельности компании; масштаб деятельности (доля компании на рынке, ее потен-

циальное влияние на рынок в целом, размер обязательств); сложность (вид деятельности, система управления, заключаемые контракты и другое) [101; 356].

Пропорциональное регулирование предполагает установление требований к минимальному размеру собственных средств компании (капиталу); членам высших органов управления компанией (к квалификации, деловой репутации), а также системе внутреннего контроля и корпоративного управления, включая требования к порядку вознаграждения. В зависимости от категории риска компании попадают под тот или иной уровень надзора (*Приложение 13*). Пропорциональность регулирования, таким образом, затрагивает два аспекта: установление требований, соразмерных компании и ее деятельности и установление уровня надзора в соответствии с категоризацией компании.

Управление пенсионными активами базируется в странах - членах ОЭСР и Евросоюза и на концепции ответственного инвестирования /SRI/, которая начала складываться еще в 1960-х годах в связи с требованиями к бизнесу со стороны общественности оценивать не только финансовую, но и нравственную, социальную, экологическую стороны результатов инвестирования. Речь идет, прежде всего, о долгосрочном инвестировании, которое помимо получения прибыли, должно решать целый ряд социальных, экологических и прочих значимых для общества задач, в том числе способствовать повышению культуры корпоративного управления. Однако сложности в данном случае состоят в отсутствии четких критериев (рейтингов), какие объекты инвестирования соответствуют требованиям ответственного инвестора, какие - нет, а также в том, как инвестор может влиять на политику компании, в которую он инвестирует средства.

Среди практических шагов ответственного инвестирования - требование разработки кодекса доверительного управления (Stewardship Codes), закрепляющего понятие ответственного инвестирования для институциональных

инвесторов и других представителей инвестиционного сообщества⁵⁴. Речь идет о принципах экологической, социальной и корпоративной ответственности (environmental, social and corporate governance /ESG/), что предполагает учет того, как данные инвестиции отразятся на климатических и экологических условиях, устойчивости развития, правах, основных свободах человека и гражданина, в целом, и работников, в частности, потребителей и пр. Создание кодексов доверительного управления относится к так называемому «мягкому» регулированию деятельности соответствующих организаций, когда их выполнение необязательно, но рекомендовано к выполнению⁵⁵. Помимо кодексов регуляторы разрабатывают регуляторные требования для пенсионных фондов и управляющих активами, касающиеся вопросов социальной, корпоративной и экологической ответственности (например, такие требования изложены в Директиве «Institutions for Occupational Retirement Provision Directive /IORP II/»).

Особого внимания заслуживают и объекты, в которые инвестируют пенсионные активы, это акции, недвижимость, векселя, государственные облигации, облигации, выпущенные частными компаниями, банковские вклады, заемные инвестиции, иностранные инвестиции, инвестиционные фонды. По показателям пенсионных фондов большинства стран - членов ОЭСР на 31.12.2019 [401], пенсионные активы в основном вкладывались в акции и облигации (более 75% инвестиций в 16 из 36 отчитывающихся стран - членов ОЭСР). В Польше, например, инвестиции в акции составили 85,2% в общем инвестиционном портфеле. При этом Чехия стала страной с самой низкой долей активов в акциях. Большая часть пенсионных активов здесь была инве-

⁵⁴ Так, в 2012 году государственным финансовым регулятором (Советом финансовой отчетности /Financial Reporting Council/) был разработан и принят Британский кодекс доверительного управления. Данный кодекс был одним из первых среди такого рода кодексов. До настоящего времени такой кодекс отсутствует в США, его разработкой занимается Группа инвесторов за надлежащее управление (Investor Stewardship Group), объединяющая 38 североамериканских и международных институциональных инвесторов, управляющих активами на сумму более \$20 трлн.

⁵⁵ По данным PRI, на конец 2016 года, только в 14 из 50 крупнейших экономик мира по объему ВВП были внедрены кодексы доверительного управления.

стирована в векселя и облигации (77,4% от общего объема инвестиций), а также денежные средства и депозиты (19,1%). В Мексике доля акций инвестиционного портфеля в 2019 году составила 81,1%. Пенсионные фонды в некоторых странах - членах ОЭСР имели значительную долю своих активов в наличных деньгах и депозитах (Чехия - 23%; Южная Корея - 39%).

В ежегодном обзоре ОЭСР «Пенсионные фонды в цифрах» [401] представлены и результаты инвестирования в пенсионных фондах в странах, не являющимися членами ОЭСР. Так, страны, где пенсионные фонды инвестировали больше всего в облигации в 2019 году - Албания (94,8%), Коста-Рика (84,5%), Казахстан (85,5%) и Сербия (80,9%).

Если брать за основу инвестиционный портфель крупнейших пенсионных фондов (Топ-20), то прослеживается распределение по следующим классам активов: в акциях на фондовых рынках - 41,7%; в альтернативных активах и наличных средствах - 21,1%, в облигациях - 37,2% [170] (*Приложение 14*). Инвестиционная политика крупнейших фондов направлена либо на увеличение доходности за счет бóльшей рискованности, что выражается в расширении инвестиций в акционерный капитал, либо на сохранность активов относительно обязательств (liability driven investment - LDI) при любом сценарии развития экономики.

В ряде стран - членов ОЭСР особое внимание уделено вложению пенсионных активов в инфраструктурные проекты. Инфраструктурные инвестиции отличаются долгосрочностью, капиталоемкостью и сложностью. Биржевым инструментом являются инфраструктурные инвестиционные фонды⁵⁶. Одновременно складываются новые формы долгосрочного инвестирования (например, глобальные инфраструктурные фонды, инфраструктурные платформы и пр.). Примером инфраструктурной платформы является платформа,

⁵⁶ В январе 2016 года компания Standard & Poor's (в сотрудничестве с шестью крупными институциональными инвесторами), объявила о создании индекса долгосрочных инвестиций S&P Long-Term Value Creation Global Index (LTVC), а в 2017 году международная консалтинговая компания McKinsey & Company презентовала также индекс для долгосрочных инвестиций - Corporate Horizon Index (CHI).

созданная в Соединенном Королевстве в 2011 году (Pension Infrastructure Platform /PIP/)⁵⁷. Частные пенсионные фонды этой страны в настоящее время имеют три формата участия в инфраструктурном инвестировании: 1) самостоятельный поиск объектов долгосрочного инвестирования и самостоятельная разработка соответствующей инвестиционной стратегии; 2) участие в Пенсионной инфраструктурной платформе; 3) кооперация Фонда с другими институциональными инвесторами для совместной подготовки инвестиционной стратегии. В Евросоюзе уделяют повышенное внимание инвестициям в инфраструктурные проекты, для чего была сформирована Рабочая группа по продвижению и осуществлению финансирования долгосрочных проектов при Европейском парламенте (Intergroup On Long Term Investment)⁵⁸. В ее задачи входит определение отраслей, которым требуется данное инвестирование, создание диверсифицированных инструментов финансирования экономической и социальной инфраструктуры, поиск инноваций и пр. [118].

Для привлечения средств в инфраструктурные проекты⁵⁹ в рамках стратегии «Европа 2020. Европейская стратегия умного, устойчивого и всеобъемлющего роста» [370] разработаны новые финансовые инструменты, в частности, проектные облигации, выпущенные по инициативе Европейского инвестиционного банка (ЕИБ). Проектные облигации (Project Bonds) являются инструментом проектного финансирования⁶⁰ и выпускаются проектными компаниями.

⁵⁷ Платформа имеет форму 25-летнего фонда, обеспечивает возврат инвестиций с индексацией на уровне «инфляция +2-5%» на период вложений и представляет собой некоммерческую организацию, которая принадлежит основным инвесторам.

⁵⁸ В Евросоюзе отношение частных пенсионных инвестиций к ВВП колеблется от 0,6% (Греция) до 178,4% (Нидерланды) и 205,9% (Дания). 13 стран имеют коэффициент ниже 10%, например, Франция и Италия [128].

⁵⁹ Они представляют энергетические, транспортные и телекоммуникационные проекты.

⁶⁰ Этот финансовый инструмент предназначен для инвесторов с долгосрочными обязательствами (пенсионные фонды, страховые компании). Проектные облигации могут быть как листинговыми, так и не листинговыми инструментами.

В 2011 году были выпущены «зеленые облигации» (Green Bond)⁶¹, за счет которых финансируются проекты в сферах био- и геотермальной энергетике, низкоуглеродного транспорта, а также в гидроэнергетике, сельском и лесном хозяйствах, т.е. проекты, направленные на улучшение экологической ситуации, охрану окружающей среды. «Зеленые облигации» является долговым инструментом с фиксированным доходом.

Мировой опыт управления пенсионными активами включает и разработку новых финансовых технологий (ФинТех /FinTech/). Так, в 2017 году в новые финансовые технологии было вложено \$30 млрд [329]. Однако из-за неопределенности регулирования финансирование ФинТеха ощущает нехватку капитала. В марте 2018 года Европейская комиссия утвердила план развития отрасли финансовых технологий (Fintech action plan [369]), целью которого является создание законодательной базы, регулирующей процессы, происходящие на финансовом рынке Евросоюза под влиянием новых технологий (в частности, технологий блокчейна, Искусственного Интеллекта и облачных сервисов).

В зарубежном опыте инвестирования пенсионных средств широко используются альтернативные инвестиции (между тем, на теоретическом уровне четкое определение таких инвестиций отсутствует⁶²) и производные финансовые инструменты. Пенсионные фонды заинтересованы в данных инвестициях, так как они получают возможность иметь гарантированную прибыль. Минусом указанного инвестирования являются существенные риски (в частности, риски неликвидности, операционные риски), ограниченная прозрачность, невысокая надежность.

Относительно деривативов можно отметить, что их использование весьма привлекательно для пенсионных фондов (например, опционы на покупку

⁶¹ Первоначально их называли «климатическими облигациями» (Climate Bond).

⁶² Как правило, к ним относят: инновационные финансовые продукты и деривативы, хедж-фонды, частные инвестиции, структурированные продукты и секьюритизированные инвестиции в недвижимость. Сюда же могут быть отнесены и нелистинговые активы.

позволяют им получать дополнительный доход, а опционы на продажу - застраховаться от внезапного падения акций в цене и пр.). При негативном развитии финансового рынка использование деривативов может привести к значительным убыткам. Ввиду последнего обстоятельства в большинстве стран - членов ОЭСР использование деривативов пенсионными фондами ограничивается.

Что касается доходности управления пенсионными активами, то возникает проблема нахождения компромисса, с одной стороны, инвестирования в надежные финансовые инструменты и, с другой стороны, получение положительной доходности. В связи с этим поиски альтернативных финансовых инструментов нередко используются фондами именно для того, чтобы обеспечить достаточную доходность.

Показатели номинальной доходности частных пенсионных планов и государственных пенсионных резервных фондов в ряде стран-членов ОЭСР представлены в *таблице 14*⁶³.

Таблица 14

Показатели номинальной доходности частных пенсионных планов и государственных пенсионных резервных фондов в ряде стран - членов ОЭСР за 2016, 2017, 2018 годы, номинальной и реальной⁶⁴ доходностей за 5-летний (2013-2018 гг.), 10-летний (2008-2018 гг.) и 15-летний (2003-2018 гг.) периоды, в %

Страна	2016	2017	2018	2013-2018		2008-2018		2003-2018	
				номинальная	реальная	номинальная	реальная	номинальная	реальная
Польша	8,3	14,6	-10,0	н/д		н/д		н/д	
Ирландия	8,1	н/д	-5,2	н/д		н/д		н/д	
Нидерланды	7,2	4,5	-1,2	5,1	49	7,7	6,0	н/д	4,4
Словения	6,9	0,2	-0,5	5,0	4,3	5,1	3,8	н/д	
Швеция	4,9	н/д	н/д	н/д		н/д		н/д	
Венгрия	4,8	4,7	-1,7	5,0		н/д		н/д	
Канада	4,0	4,6	2,7	6,5	4,7	7,5	5,7	6,6	4,8
Швейцария	3,9	6,2	-3,0	3,1	3,1	4,2	4,2	3,3	2,9
Япония	2,3	н/д	н/д	н/д		н/д		н/д	
США	2,0	1,3	-4,9	4,2	0,8	4,8	3,0	2,6	0,5

⁶³ Составлено автором на основе [398; 399; 400].

⁶⁴ Расчет этого показателя следующий: доходность фонда в номинальном выражении минус уровень инфляции в стране.

Норвегия	2,0	5,9	-0,1	4,9	2,3	6,2	4,0	5,9	3,7
Чили	1,5	5,6	1,5	6,5	3,1	7,4	4,7	6,7	3,3
Испания	1,0	1,5	-3,1	2,2	1,5	3,4	2,1	н/д	
Исландия	-0,3	4,9	5,6	6,4	4,2	7,2	3,7	7,6	2,7
Мексика	-0,4	1,5	-0,3	4,2	0,0	6,4	2,3	н/д	
Чехия	-1,2	-1,8	0,4	0,8	-0,5	1,4	-0,1	2,1	0,0

В большинстве частных пенсионных планах и государственных пенсионных резервных фондах стран - членов ОЭСР в 2016-2017 гг. достигнута положительная номинальная доходность, что касается 2018 года, то, наоборот, в большинстве стран - членов ОЭСР (в 21 из 35-ти) номинальная доходность была отрицательной (до -10%). Что касается 5-летней номинальной накопленной доходности, то во всех странах - членах ОЭСР, предоставивших соответствующую отчетность, такая доходность была положительная и варьировалась от 0,8% (Чехия) до 6,5% (Канада, Чили); реальная доходность также была положительная, за исключением Чехии (-0,5%). 10-летняя номинальная доходность также была положительная: от 1,4% (Чехия) до более 7% (Нидерланды, Исландия, Чили, Канада), что касается реальной доходности, то она была везде положительная, за исключением Чехии (-0,1%); 15-летняя номинальная доходность от 2,1% (Чехия) до 7,6% (Исландия), реальная доходность от 0% (Чехия) до 4,8% (Канада).

В среднем в 2016 году в частных пенсионных планах и государственных пенсионных резервных фондах в странах - членах ОЭСР номинальная доходность инвестиций увеличилась более чем на 2% по сравнению с 2015 годом. При этом высокие показатели доходности в 2016 году были в Польше (8,3%), Ирландии (8,1%), Нидерландах (7,2%) и Словении (6,9%). Между тем, Исландия (-0,3%), Мексика (-0,4%) и Чехия (-1,2%) показали отрицательную доходность. В 2017 году самые высокие показатели наблюдались в Польше (14,6%), Австралии (7,3%), Израиле (7,1%). Напротив, пенсионные фонды в Чехии, Эстонии и Турции не смогли добиться положительной доходности. Хотя доходы в этих странах были положительными в номинальном выражении, они были ниже инфляции (2,4% - для Чехии, 3,4% - для Эстонии, 11,9%

- для Турции). В 2018 году наилучшие показатели номинальной доходности были в Исландии (+5,6%); Канаде (+2,7%). Худшие результаты были зафиксированы в Польше (-10%), Ирландии (-5,2%). Однако годовая доходность неточно отражает инвестиционные показатели фондов. Более точными считаются долгосрочные показатели.

Итогом деятельности пенсионных фондов, а также иных институтов, формирующих пенсионные накопления в рамках трехзвенной системы пенсионного обеспечения в экономически развитых странах, являются представленные на схеме 5 показатели коэффициента замещения пенсией утраченного заработка.

Figure 1.13. Future net replacement rates for full-career average-wage workers

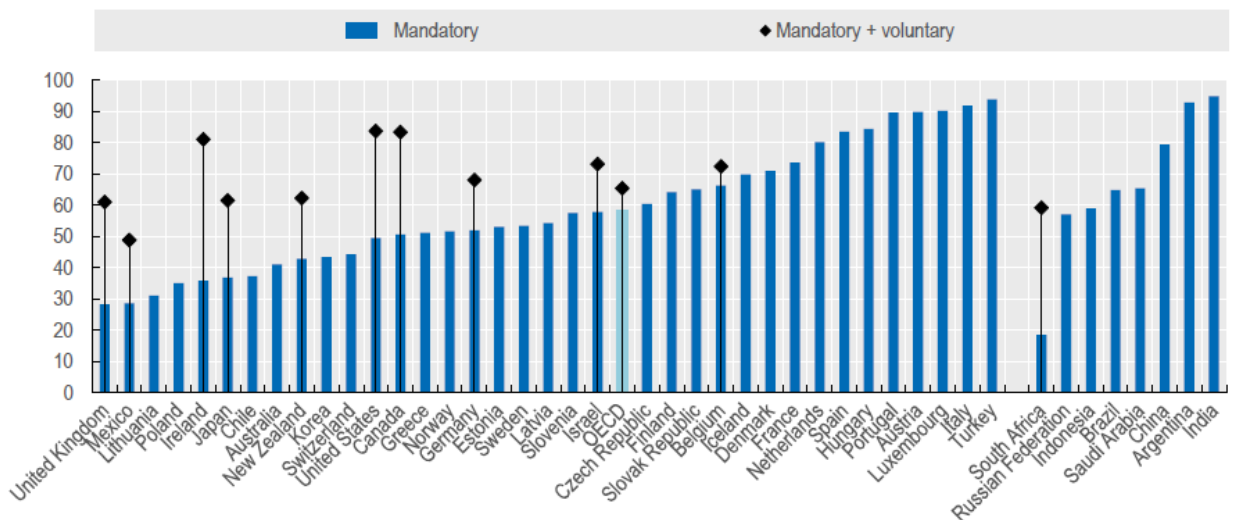


Схема 5

Показатели коэффициента замещения пенсией утраченного заработка в экономически развитых странах на 01.01.2020 [400]

Как видно из приведенной схемы, подавляющее большинство анализируемых стран преодолели уровень коэффициента замещения в 40%, а некоторые страны достигли значения этого коэффициента выше 90%.

Размер пенсий, возраст выхода на пенсию и продолжительность жизни в ряде экономически развитых стран представлены в таблице 15.

Таблица 15

**Размер пенсий, возраст выхода на пенсию и продолжительность жизни
в некоторых экономически развитых странах, данные на 01.02.2020 [311]**

Страна	Размер пенсии в иностранной валюте	В рублевом эквиваленте	Возраст выхода на пенсию м/ж	Продолжительность жизни, лет
Дания	€2800	193200	67/67	80
Кувейт	\$2980	189230	55/50	75
ОАЭ	\$2776	176276	60/55	78
Австрия	€2269	156561	65/60	81
Швейцария	\$2046	129921	65/64	84
Швеция	€1697	117093	65/65	82
Финляндия	€1632	112608	63/63	82
Саудовская Аравия	\$1600	101600	65/60	75
Южная Корея	\$1600	101600	60/60	83
Норвегия	\$1584	100584	67/67	82
Исландия	\$1550	98425	67/67	82
Нидерланды	€1300	89700	66/66	82
Германия	€1260	86940	65/65	80
Япония	\$1366	86741	65/65	85
Израиль	\$1350	85725	67/62	82
Италия	€1140	78660	66/66	82
США	\$1150	73025	67/67	78
Франция	€1000	69000	62/62	81
Канада	\$1066	67691	65/65	81

Сформулируем выводы.

1. Трехзвенная пенсионная система, построенная в большинстве экономически развитых стран, позволяет сформировать (при условии полной занятости со средней заработной платы) высокий коэффициент замещения пенсией утраченного заработка у работника при наступлении общеустановленных пенсионных оснований (в среднем равный почти 60%), что отражается и в реальном исчислении размеров данных пенсий. При этом есть ряд стран, где этот коэффициент доходит до 90% и выше (Португалия, Австрия, Люксембург, Италия, Турция, Аргентина, Индия) [400].

2. Проанализированный опыт экономически развитых стран показал, что практически во всех из них пенсионные активы рассматриваются как значимый инвестиционный ресурс, который способен не только увеличить размеры пенсионных выплат, но и оказать существенное влияние на рост государ-

ственных доходов⁶⁵. Эти выводы имеют огромное значение для России, когда на очередном витке пенсионной реформы здесь решается вопрос о будущем накопительной пенсии, развитии негосударственного пенсионного обеспечения, моделях управления пенсионными активами.

3. Опыт Евросоюза, как наиболее продвинутый в создании общей системы пенсионного обеспечения, демонстрирует, что государства - участники ЕС стремятся выстроить единое пенсионное пространство, в том числе сформировать пенсионные институты, регулируемые на наднациональном уровне. В качестве примера можно привести создание Общеввропейского пенсионного фонда Европейского Союза для научных работников (пенсионная программа RESAVER), действующего на территории стран - участниц Евросоюза⁶⁶. RESAVER - это трансграничный, или паневропейский пенсионный продукт, дающий возможность снизить расходы за счет снижения трансграничных издержек, его цель - обеспечить доступ научных работников «к высококачественным инвестиционным механизмам вне зависимости от страны места нахождения работника» [199].

Пример Евросоюза демонстрирует общие принципы, стандарты, модели, единую политику в области управления пенсионными активами. Цель, которая при этом ставится - это формирование целостного европейского рынка пенсионных услуг, которому свойственны высокая защищенность прав его участников, доверие к финансовой системе, совместимость регуляторного режима в странах - участницах Евросоюза. Основными же задачами управления пенсионными активами являются сохранение пенсионных активов и обеспечение их реальной доходности при приемлемом уровне риска.

⁶⁵ Об этом, в частности, свидетельствует исследование, проведенное в мае 2018 года Национальной ассоциацией пенсионных фондов государственных служащих США (The National Conference on Public Employee Retirement Systems /NCPERS/). В нем, в частности, утверждается, что «в ситуации, когда пенсионная система отсутствовала бы в США, налоговую нагрузку для населения необходимо было бы значительно увеличить для покрытия годового дефицита правительственных доходов» [425].

⁶⁶ Программа профинансирована в рамках Восьмой рамочной программы Европейского союза по развитию научных исследований и технологий «Горизонт 2020» [418].

Вместе с тем, несмотря на созданную в Евросоюзе общую систему по управлению пенсионными активами, здесь существует целый ряд проблем, которые требуют своего решения. Среди последних можно выделить злоупотребления на рынке инвестиций; противоречия между общеевропейским и национальным законодательством стран - участниц ЕС; трансграничные процедуры, требующие сравнительно больших комиссионных расходов и временных затрат.

Тенденция глобализации в области управления пенсионными активами не ограничивается только странами - участницами Евросоюза. Данная тенденция все активнее проявляет себя и в странах - членах ОЭСР, в которых также выстраивается система глобального регулирования пенсионного рынка. Аналогичная тенденция складывается и в рамках ЕАЭС, СНГ.

4. Заслуживает внимания и опыт внедрения в экономически развитых странах разных моделей управления пенсионными активами. В частности, значительный интерес для России представляет внедрение модели управления пенсионными активами, построенной на Правиле разумного лица в сочетании с введением пруденциального надзора. Вместе с тем следует отметить, что практически в большинстве экономически развитых стран установлены ограничения, касающиеся инвестирования пенсионных активов. При этом нельзя не отметить тенденции смягчения данных ограничений на протяжении последних лет. В Российской Федерации переход к системе пруденциального надзора в настоящее время представляется затруднительным. Однако обсуждение Банком России концепции пропорционального регулирования и риск-ориентированного надзора за негосударственными пенсионными фондами можно рассматривать как очередной шаг по пути продвижения к выстраиванию системы такого надзора.

5. В большинстве экономически развитых стран имеет место трехзвенная структура надзора и контроля за деятельностью по управлению пенсионными активами. Особую роль в нем играет негосударственный контроль (в частно-

сти, контроль со стороны депозитария). В контроле за деятельностью по управлению пенсионными активами большое внимание уделяется прозрачности отчетности и ее доступности для всех заинтересованных лиц. В ряде стран введен пруденциальный надзор за деятельностью пенсионных фондов и управлением пенсионными активами. На государство возлагаются задачи активного участия в управлении рисками, возникающими в инвестировании пенсионных активов. Кроме того, пруденциальный надзор уделяет значительное внимание организационным аспектам деятельности пенсионных фондов, качеству корпоративного управления, что влияет на результативность их деятельности, в том числе и по инвестированию/размещению пенсионных средств.

6. Среди объектов инвестирования в зарубежных странах встречаются как традиционные активы (обыкновенные акции, государственные ценные бумаги и пр.), так и сравнительно недавно появившиеся активы (например, «зеленые облигации», проектные облигации, альтернативные инвестиции, долгосрочные облигации, «привязанные к продолжительности жизни»⁶⁷). Следует отметить и то, что акцент в инвестиционной политике в последнее время делается на развитии долгосрочных инвестиций, в частности, на вложениях в инфраструктурные проекты, что также имеет большое значение для Российской Федерации, где ставятся задачи развития данного направления инвестиционной политики.

7. Среди тенденций, имеющих место в последнее время в отношении управления пенсионными активами, следует отметить введение ESG-факторов в категорию обязательных условий инвестиционных стратегий в Европе [157].

8. В странах - членах ОЭСР при расчете доходности от инвестирования пенсионных активов учитывается уровень инфляции, что соответствует многофакторной модели, раскрывающей влияние разных факторов на уровень

⁶⁷ Например, правительство Дании выпустило облигации со сроком погашения 30 лет [203].

доходности фондов. Положительная реальная доходность большинства фондов в странах - членах ОЭСР во многом объясняется весьма невысоким уровнем инфляции в данных странах. Помимо инфляции на доходность влияют особенности национальной экономики (например, макроэкономические факторы, как то, уровень ВВП и пр.), состояние финансовой системы и, в частности, финансового рынка (например, его волатильность), уровень корпоративного управления. Так, уровень развития экономики страны, благосостояние ее населения в целом положительно влияют на доходность инвестирования пенсионных активов. Можно утверждать и о положительном влиянии рыночного индекса на доходность управления пенсионными активами. «На более развитых рынках выше ликвидность, меньше риски, а также шире возможности диверсификации портфеля внутри каждого класса активов и опций для хеджирования» [75, с.38].

Опыт того или иного государства, а равно государственных объединений требует взвешенного и разумного его применения в конкретной стране, так как необходим учет специфики ее исторического и современного развития, состояния экономики, социальной сферы, финансового рынка и пр. Кроме того, как правило, та или иная модель пенсионной системы имеет свои достоинства и недостатки. В связи с этим можно утверждать лишь о некоторых стандартах, лучших практиках в данной области, которые могут быть применимы в другой стране, в частности, в России.

Глава 2. Анализ деятельности негосударственных пенсионных фондов и их роли в повышении уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: мониторинг текущего состояния

Современная российская система пенсионного страхования находится на очередной стадии реформирования. Изначально она выстраивалась как система, базирующаяся на страховых принципах. При этом в ней были предусмотрены разные механизмы и финансовые источники формирования будущих пенсий, что привело к разделению этой системы на обязательное пенсионное страхование (ОПС) и негосударственное пенсионное обеспечение (НПО) [127; 192].

На ранних этапах система ОПС развивалась как распределительная, но с введением в ней накопительного элемента она стала распределительно-накопительной. По разным причинам, в том числе и по причинам низких размеров заработной платы, произвольно изменяемого тарифа страховых взносов⁶⁸, уплачиваемых работодателем, и пр., формируемая в этой системе пенсия по своему размеру для большинства пенсионеров оказалась ниже прожиточного минимума, что потребовало от государственных и муниципальных органов власти принять незамедлительные меры с тем, чтобы с помощью доплат увеличить данный уровень до прожиточного минимума в конкретном регионе, где проживает пенсионер. Это привело к увеличению стоимости системы ОПС, а именно ее распределительной части. Если раньше финансовые потоки, сформированные на базе страховых взносов, предполагали их перераспределение внутри ОПС на накопительную и распределительную ее части, то затем все поступающие страховые взносы стали направляться в распределительную часть. Затем было принято решение о «замораживании» накопительной части, и постепенно система ОПС стала становиться все бо-

⁶⁸ Так, тариф страхового взноса в систему ОПС на протяжении ряда лет то повышался (например, в 2002 году до 28%), то снижался (в 2005 году до 20,0%), затем вновь повышался (в 2011 году до 26%), после опять снижался (в 2012 году до 22%), что позволяет сделать вывод о том, что данный тариф во многом устанавливается не на основе актуарных расчетов, а в силу складывающихся обстоятельств, под влиянием давления бизнеса или иным причинам [254, с.326].

лее солидарно-распределительной. Нередко среди причин отказа от динамичного развития накопительной составляющей системы ОПС называются низкая доходность от инвестирования средств пенсионных накоплений (СПН), и то, что накопленная доходность от данного инвестирования ниже уровня инфляции (что представляется некорректным и требует тщательного анализа). На момент, когда писалась данная работа, дальнейшая судьба накопительной составляющей системы ОПС еще не определена.

Что касается НПО, то оно достаточно интенсивно определенное время развивалось в рамках корпоративных пенсионных программ. Но на каком-то этапе их экстенсивное развитие стало притормаживаться, а число участников таких программ достигло предела. Развитие индивидуальных пенсионных планов еще не получило своего широкого распространения опять же в силу невысокого жизненного уровня большинства россиян и нехватки у них финансовых средств для вложения в эти программы. Поэтому трудно утверждать, что в России (в отличие от большинства экономически развитых стран) сложилась трехуровневая страховая пенсионная система, когда государственное, профессиональное (корпоративное) и индивидуальное пенсионное страхование определяют указанные уровни.

Один из главных выводов настоящей работы в связи с вышеизложенным состоит в том, что путем совершенствования механизмов деятельности негосударственных пенсионных фондов с целью повышения сохранности и доходности пенсионных средств можно решить только часть проблемы, связанной с улучшением уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации. В значительной степени ее решение зависит от роста экономики, производительности труда, повышения уровня номинальной заработной платы и доходов населения. У граждан должны быть финансовые средства, чтобы не тратить их на текущее потребление, а иметь возможность вкладывать в формирование их будущей пенсии.

Не меньшую роль играет и развитие финансового рынка, а именно тех его финансовых инструментов, которые в наибольшей степени подходят для долгосрочного инвестирования пенсионных активов.

Тем не менее, для решения поставленной проблемы требуется и совершенствование механизмов деятельности НПФ по обеспечению сохранности и доходности пенсионных средств, что необходимо для исполнения пенсионных обязательств фондами перед теми, кто уже сейчас являются застрахованными лицами, вкладчиками/участниками пенсионных программ, получателями пенсий в системах ОПС и НПО.

Управление пенсионными активами в НПФ и их управляющих компаниях (УК) предполагает вариативные виды деятельности: организацию поступления и аккумулирование финансовых средств (пенсионных/страховых взносов), их инвестирование/размещение (что требует осуществление инвестиционных операций на финансовом рынке), разнесение полученного результата (доходности-нетто, рассчитанной с учетом необходимых расходов) на индивидуальные лицевые (пенсионные) счета клиентов Фонда, организацию (или участие в организации) пенсионных выплат.

Главные задачи управления пенсионными активами в НПФ - это сохранить и приумножить пенсионные средства клиента Фонда, обеспечить им пенсионные выплаты/выкупные суммы (накопительной части пенсии в рамках ОПС или негосударственной пенсии в рамках НПО), когда они достигнут официально установленного пенсионного возраста или по иным разрешенным (в силу закона или пенсионного договора) основаниям.

2.1 Негосударственные пенсионные фонды и их УК как субъекты современной российской пенсионной системы

В российской системе пенсионного страхования закреплено разделение на субъекты и участников возникающих здесь отношений. Различие между субъектами и участниками проводится в соответствии со значимостью их ролей, выполняемых функций, объема полномочий в этой системе. Вместе с тем в российском пенсионном законодательстве названы разные субъекты и участники пенсионной системы. Так, в Федеральном законе «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» к субъектам ОПС отнесены страхователи (лица, производящие выплаты физическим лицам, индивидуальные предприниматели, адвокаты и пр.), страховщики (Пенсионный фонд России /ПФР/, НПФ) и застрахованные лица [25]. В Федеральном законе «О негосударственных пенсионных фондах» среди субъектов ОПС и НПО названы ПФР, НПФ, специализированные депозитарии (СД), управляющие компании (УК), вкладчики, участники, застрахованные лица и страхователи, а к числу участников отнесены брокеры, кредитные организации, а также другие организации, вовлеченные в процесс размещения средств пенсионных резервов (СПР) и инвестирования средств пенсионных накоплений (СПН) [17].

В зависимости от трактовки понятия управления пенсионными активами, о чем говорилось ранее, также зависит выделение его субъектов и участников. В частности, если рассматривать процесс управления пенсионными активами в его широкой трактовке, то к его субъектам можно отнести и Банк России, так как именно он выступает в роли уполномоченного госоргана, непосредственно осуществляющего регулирование деятельности всех участников пенсионного рынка. В данном параграфе будем использовать узкое понимание процесса управления пенсионными активами и в качестве субъектов (акторов) выделим те, которые принимают непосредственное участие в принятии управленческих решений, связанных с указанным процессом (и в

ОПС, и в НПО): ПФР, НПФ, УК, СД. Страхователи и застрахованные лица, а также вкладчики и участники в той или иной мере вовлечены в отношения по управлению пенсионными активами (как правило, «действуют в таких отношениях опосредованно и своими действиями способствуют исполнению субъектами их обязанностей и осуществлению прав» [92, с.68]). При этом перечисленные ранее субъекты (акторы) осуществляют управление пенсионными активами в целях обеспечения прав застрахованных лиц, вкладчиков и участников, их правопреемников при наступлении страховых случаев.

НПФ играют одну из значимых ролей в пенсионной системе, реализуя управление пенсионными активами, обеспечивая их сохранность и доходность с тем, чтобы выполнить пенсионные обязательства перед своими клиентами. Для этого фонды получили соответствующий правовой статус и официально установленные полномочия. НПФ имеет статус организации финансового рынка⁶⁹. Негосударственные пенсионные фонды, в соответствии со своими исключительными видами деятельности (п.1 ст.2 ФЗ «О НПФ»), аккумулируют пенсионные/страховые взносы, размещают СПР самостоятельно или в соответствии с договором доверительного управления (через договор ДУ с УК), организуют инвестирование СПН (через договор ДУ с УК), определяют инвестиционные стратегии при размещении СПР и инвестировании СПН. Таким образом, НПФ имеют право осуществлять инвестиционную деятельность самостоятельно (при размещении СПР) или путем заключения договоров доверительного управления с УК (при инвестировании СПН в обязательном порядке или при размещении СПР - на добровольной основе).

⁶⁹ То есть организации, «которая в рамках своей деятельности принимает от клиентов денежные средства или иные финансовые активы для хранения, управления, инвестирования и (или) осуществления иных сделок в интересах клиента либо прямо или косвенно за счет клиента» (п.2 ст.142.1 НК РФ) [5].

Роль НПФ в пенсионной системе проявляется на этапах аккумулирования пенсионных средств, их инвестирования и выплаты пенсий (выкупных сумм) и сводится к следующим операциям:

- привлечение и аккумулирование денежных средств юридических и физических лиц в рамках НПО и ОПС (в том числе через агентов, которым выплачивается соответствующее вознаграждение);
- инвестирование СПН;
- размещение СПР;
- инвестирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности/собственных средств;
- получение и перевод СПН (из или в ПФР, другие НПФ);
- заключение/расторжение договоров НПО, расчет и выплата выкупных сумм; негосударственных пенсий;
- распределение дохода и индексация пенсий по ОПС;
- распределение дохода и индексация пенсий по НПО;
- формирование страхового резерва; резерва по обязательному пенсионному страхованию (РОПС);
- организация системы управления рисками;
- реализация функции учета.

Для деятельности на пенсионном рынке НПФ должны получить соответствующую лицензию и отвечать официально установленным требованиям⁷⁰.

НПФ и их УК выступают как институциональные инвесторы, субъекты рынка коллективных инвестиций, которые, с одной стороны, являются коммерческими структурами (с 01.01.2014 создание НПФ может осуществляться исключительно в организационно-правовой форме акционерного общества),

⁷⁰ К размеру долей учредителей (акционеров) НПФ, обладающих определенными признаками (п.1 ст.4.1 ФЗ «О НПФ»); размеру уставного капитала (не менее 120 миллионов рублей, а с 01.01.2020 - не менее 150 миллионов рублей) и собственным средствам НПФ (минимальный размер собственных средств НПФ, рассчитанный в порядке, установленном Банком России, должен составлять не менее 150 миллионов рублей, а с 01.01.2020 - не менее 200 миллионов рублей); к органам управления НПФ и его должностным лицам; к организации внутреннего контроля в Фонде.

но, с другой стороны, выполняют целый ряд значимых социальных функций, связанных с пенсионным обеспечением.

Динамика отрасли НПФ может быть раскрыта рядом показателей. Прежде всего, это динамика количества НПФ (отражена на *схеме 6*).



Схема 6
Динамика количества НПФ за 1996-2019 гг.

В 1996 году (все данные на 01.01) количество НПФ составляло 26; в 2001 г. - 294; в 2005 г. - 296; в 2008 г. - 252; в 2009 г. - 209; в 2011 г. - 149; в 2015 г. - 120; в 2016 г. - 102; в 2017 г. - 74; в 2018 г. - 66; в 2019 г. - 51; на 26.07.2020 - 43 (из них в реестре фондов-участников системы гарантирования прав застрахованных лиц - 29) [280]. В совокупность НПФ вошли только те, которые имели на данный момент действующую лицензию. Если с 1996 по 2005 гг. существовал общий тренд на увеличение количества НПФ, то с 2006 года и по настоящее время их количество стало неуклонно снижаться (так, с 01.01.2020 до 26.07.2020 их количество уменьшилось с 47 до 43).

Среди причин сокращения количества НПФ в последние годы можно выделить изменение конъюнктуры финансового рынка в результате кризиса 2008-2009 гг. (а также как вследствие ситуации, сложившейся из-за введения санкций в отношении России в 2014 году), ужесточение требований госрегулятора к уставному капиталу и собственным средствам фондов, добровольный отказ от лицензий, аннулирование лицензий в связи с нарушениями. Так, с 01.01.2005 минимальный показатель размера имущества для обеспечения уставной деятельности (ИОУД) НПФ должен был составлять не менее 30 млн руб., с 01.01.2009 - не менее 50 млн руб. Переход к процедурам преобразования НПФ как некоммерческих организаций в акционерные общества ужесточил требования госрегулятора, предъявляемые к фондам в части финансовой устойчивости. Минимальный размер собственных средств фондов (показатель чистых активов НПФ, которые должны быть не ниже размера уставного капитала фонда [8]) с 01.01.2014 должен был составлять не менее 150 млн руб., а с 01.01.2020 - не менее 200 млн руб. (в соответствии с ФЗ «О НПФ»).

Следствием всех обозначенных процессов стало усиление концентрации отрасли НПФ в результате слияния фондов или присоединения к более крупным из них. Так, в 2018 году произошло объединение пенсионных фондов группы «Открытие» (в форме присоединения НПФ электроэнергетики и НПФ «РГС» к НПФ «Лукойл-гарант» [333]); в марте 2020 года АО «НПФ «Сафмар» объединился с АО «НПФ «Доверие»; в апреле 2020 года АО «НПФ «Эволюция» завершило процедуру реорганизации в форме присоединения к нему трех фондов: АО «НПФ «Согласие», АО «НПФ «Социальное развитие», АО «НПФ «Образование»; в июне 2020 года произошла реорганизация АО «НПФ «Ростех» путем присоединения к нему АО «НПФ «Росвертол».

Слияние и объединение позволяют выполнить лицензионные требования госрегулятора, снизить общие и административные издержки (например, расходы на управленческий персонал, рекламу, развитие риск-менеджмента,

IT; так, разница в размере расходов на выплату вознаграждения УК, СД и Фонду у Топ-10 по величин СПР по итогам 2019 г. в среднем составляла 1,4 п.п., а у четвертой десятки фондов - 2,4 п.п., что свидетельствует о том, что «объединение фондов в целом способствует повышению эффективности инвестиционной деятельности НПФ» [104]), устранить дублирующие функции и пр. Так, в 2016 г. состоялись 3 реорганизации в форме присоединения, в 2017 г. - 2, в 2018-2019 гг. - 6. В результате реорганизаций в 2017 году количество фондов, имеющих активы более 100 млрд руб., стало 11⁷¹ (с общей суммой активов 3167 млрд руб., что составило 82,9% от суммы активов всех фондов - 3817,8 млрд руб.), в 2018 году таких фондов стало 10 (с общей суммой активов - 3557,3 млрд руб., что составило 87,6% от суммы активов всех фондов - 4056,9 млрд. руб.).

По данным Банка России за 2019 год [104], доля Топ-20 НПФ по объему активов была равна 96,54%; 8 фондов совместно контролировали 80% активов. 3 крупнейших НПФ, работающих в системе ОПС (АО «НПФ Сбербанк», АО «НПФ «ГАЗФОНД пенсионные накопления», АО «НПФ «Открытие») контролировали почти 60% СПН; 2 крупнейших фонда (АО «НПФ ГАЗФОНД», АО «НПФ Благосостояние»), работающих в системе НПО, контролировали 61,5% СПР. Что касается объема капитала, то 25 фондов (на 01.01.2020) имели капитал более 1 млрд руб., 180-300 млн руб. - 5 фондов.

По индексу Херфиндаля-Хиршмана (индекс ХХ) рынок НПФ к началу 2020 года следует обозначить как олигополистический ($1000 < \text{Индекс ХХ} < 1800$) (схема 7).

⁷¹ Активы Фонда включают в себя капитал (собственные средства), предназначенный для ОИУД, а также СПР и СПН. Данный показатель является одним из значимых, так как он характеризует эффективность работы Фонда. Капитал Фонда формируется в основном за счет капитала акционеров и части дохода от размещения СПР и от инвестирования СПН, а также части отчислений от пенсионных взносов в рамках пенсионных договоров. От размера этих средств зависит уровень гарантий исполнения Фондом обязательств, степень защиты прав участников.

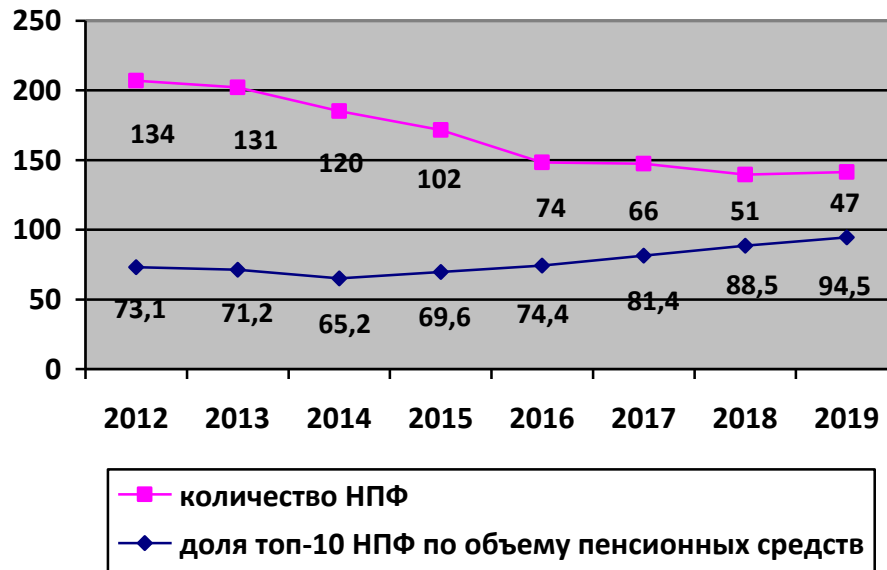


Схема 7

Соотношение количества НПФ и доли топ-10 НПФ по объему пенсионных средств

Тренд на концентрацию пенсионных активов имеет место и в мировой практике. Так, в обзоре «The world's 500 largest asset managers» [423] отмечается, что пенсионные активы под управлением 500 крупнейших УК мира возросли на 15,6% (\$93,8 трлн по итогам 2017 года; годом ранее они составляли \$81,2 трлн). При этом концентрация пенсионных активов под управлением 20 крупнейших УК достигла 43% (\$40,6 трлн - максимальное значение с 2000 года), а доля 50 крупнейших УК возросла на 17,25% (\$62,1 трлн).

Одновременно есть и российские особенности, обуславливающие протекание данного процесса, в частности, связанные с «замораживанием» средств пенсионных накоплений⁷², отсутствием новых источников пополнения активов, что нарушает приток финансовых средств в фонды. В условиях ужесточения требований госрегулятора слияние и объединение остаются почти единственными средствами выживания отрасли.

Вместе с тем на 01.01.2019 из 56 НПФ, у которых была аннулирована лицензия, только в 5-ти ликвидация носила добровольный характер, принуди-

⁷² С 2014 года программу по накопительной части пенсии «заморозили»: все взносы, которые работодатели переводят за своих сотрудников в ПФР, идут на страховую часть ОПС.

тельная ликвидация проводилась в 26 НПФ, 25 находились в состоянии банкротства [113]. По данным Агентства по страхованию вкладов, реализующего полномочия по ликвидации НПФ, на 01.07.2020 находились в процессе ликвидации 29 НПФ, а в отношении 5 НПФ процедура ликвидации была завершена [78].

На 01.01.2020 количество фондов с суммой активов более 100 млрд руб. составило 21,3%, 10-100 млрд руб. - 27,6%, менее 10 млрд руб. - 51,1% (схема 8). Одновременно существует ряд фондов, имеющих сумму активов менее 500 млн руб. (2 фонда).

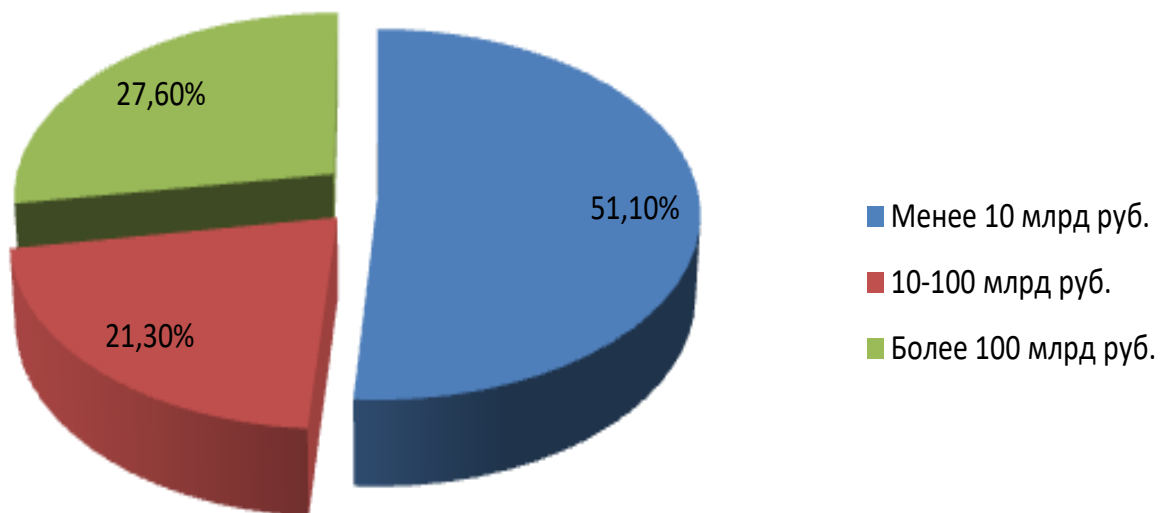


Схема 8
Распределение фондов (в %) по концентрации активов

С одной стороны, монополизация отрасли ведет к повышению устойчивости пенсионного рынка, так как на нем остаются только крупные участники, имеющие значительную сумму активов (среди данных участников значительная часть активов принадлежит фондам, непосредственно и опосредованно контролируемых государственными компаниями; по данным РА Экс-

перт, доля НПФ, связанных с госкомпаниями, госбанками или Банком России, превысила 70% рынка [272], отсюда, процесс «огосударствления НПФ» [182], что можно считать вынужденной мерой в целях сохранения стабильности пенсионной системы).

С другой стороны, снижается конкурентоспособность фондов, исчезает их разнообразие, а, следовательно, их способность удовлетворять вариативные потребности населения на пенсионном рынке. Остаются открытыми вопросы относительно конкуренции (например, крупные пенсионные фонды имеют значительные ресурсы для увеличения клиентской базы, что создает неравные условия для функционирования и развития мелких фондов), укрепления доверия клиентов, повышения качества работы фондов. «Концентрация и огосударствление отрасли ставят под вопрос будущее небольших частных фондов» [272]. Для того чтобы сохранить свое присутствие на пенсионном рынке им придется искать новые пути привлечения клиентов, оптимизировать операционные затраты. Вероятно, тенденция на дальнейшую концентрацию отрасли продолжится.

Одновременно проявляется и тенденция увеличения общей суммы активов и капитала фондов (таблица 16)⁷³. За 2014-2019 гг. активы увеличились на 203,5%, капитал - в 9,1 раза. Однако такой рост из-за отсутствия новых источников поступления пенсионных средств следует назвать инерционным [272].

Таблица 16

Динамика изменения активов и капитала фондов за 2014-2019 гг. (данные на 31.12)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Активы, млрд руб.	2187,3	2886,9	3422,1	3817,8	4056,9	4453,0
Капитал, млрд руб.	50,6 (капитал и резервы)	70,8 (капитал и резервы)	103,9 (капитал и резервы)	154,4	384,7	461,26

⁷³ Составлено автором на основе данных Банка России.

Вместе с тем с 2022 года начнется период массовых пенсионных выплат в НПФ, что приведет к снижению аккумулированных в фондах пенсионных средств. Динамика роста пенсионных выплат в НПФ отражена в *таблице 17*.

Таблица 17
Динамика роста пенсионных выплат в НПФ за 2016-2019 гг.⁷⁴

	2016	2017	2018	2019
Количество застрахованных лиц, получающих пенсию (единовременные выплаты, срочные выплаты, накопительная часть трудовой пенсии) (чел.)	444266	432833	424991	423433
Выплаты пенсий по ОПС (единовременные выплаты, срочные выплаты, накопительная часть трудовой пенсии) (млн руб.)	1144,69	8138,32	11472,90	14399,30
Количество участников, получающих пенсию (чел.)	1568034	1484406	1526119	1543318
Выплаты пенсий по НПО (млн руб.)	16960,14	59553,40	60318,0	70185,90

Как видно из *таблицы 17*, количество застрахованных лиц, получающих накопительную пенсию, сформированную в НПФ, постепенно снижается при одновременном наращивании объемов пенсионных выплат по ОПС (только за 2019 год увеличение на 25,5%). Количество участников, получающих негосударственную пенсию, колеблется около отметки в 1,5 млн чел., но также на фоне увеличения объема пенсионных выплат по НПО (более, чем 4 раза с 2016 по 2019 гг.).

Среди субъектов управления пенсионными средствами особое место отводится УК, участвующим в пенсионной системе (и в НПО, и в ОПС) (на что прямо указывается, в частности, в ФЗ «О НПФ»). Как уже отмечалось, НПФ по договору доверительного управления передает пенсионные средства УК для их инвестирования/размещения. От результатов инвестиционной дея-

⁷⁴ Составлено автором на основе данных Банка России.

тельности УК зависит в данном случае сохранность и доходность пенсионных активов. УК по своему правовому статусу являются коммерческими организациями (на что указано также в ФЗ «О НПФ») в формах акционерного общества, общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью, преследующими цель - извлечение прибыли⁷⁵. Но это не исключает значимости их участия в системах ОПС и НПО. На рынке пенсионных услуг они действуют как доверительные управляющие по управлению пенсионными активами (денежными средствами в рублях и иностранной валюте, а также ценными бумагами) в интересах вкладчиков, участников (застрахованных лиц). В соответствии с действующим российским законодательством, право собственности на данные средства в процессе доверительного управления ими к УК не переходит. В договоре ДУ четко прописываются величина пенсионных средств, переданных в управление, и его сроки. При этом сама УК не является выгодоприобретателем.

В Федеральном законе от 24.07.2002 №111-ФЗ [21] выделены разные виды УК, участвующих в пенсионной системе: 1) управляющая компания, отобранная по конкурсу (частная УК /ЧУК/) (она имеет необходимую лицензию и отобрана по конкурсу, проведенному в официально установленном порядке); 2) государственная управляющая компания (ГУК) (имеющая соответствующие полномочия по инвестированию СПН, переданных ей ПФР)⁷⁶, 3) государственная управляющая компания средствами выплатного резерва (осуществляет инвестирование, переданных ей в доверительное управление ПФР средств выплатного резерва)⁷⁷.

⁷⁵ Имеющие лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

⁷⁶ Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» «осуществляет до 01.01.2019 функции государственной управляющей компании по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений и государственной управляющей компании средствами выплатного резерва» [40].

⁷⁷ Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» осуществляет до 01.01.2024 функции ГУК по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений и ГУК средствами выплатного резерва [39].

Управляющие компании, являясь участниками финансового рынка, руководствуются в своей деятельности также законодательством, регулирующим деятельность данного рынка [15; 19; 24]. УК принято относить к институциональным (согласно Федеральному закону №111-ФЗ), коллективным (согласно актам Банка России), квалифицированным (согласно ФЗ «О рынке ценных бумаг») инвесторам, профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Чтобы работать на пенсионном рынке, управляющие компании должны получить соответствующую лицензию. На 17.06.2020 такую лицензию имели 270 УК.

Динамика количества управляющих компаний, имеющих данную лицензию, за период 2005-2020 (на 17.06.2020) гг. представлена в *таблице 18*.

Таблица 18

Динамика количества УК, имеющих лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами за 2005-17.06.2020 гг.⁷⁸

Год	2005	2008	2010	2012	2014	2016	2017	2019	17.06.2020
Кол-во УК	221	552	457	405	396	338	315	274	270

Из *таблицы 18* видно, что на протяжении последних лет количество УК, имеющих указанную лицензию, уменьшается (с 2008 года по настоящее время почти на 50%). В числе основных причин этого процесса можно выделить: ужесточение требований Банка России к УК, аннулирование лицензий и отказ от них, консолидация отрасли. Так, УК должны соответствовать определенным требованиям, касающимся, в частности, размера собственных средств⁷⁹.

⁷⁸ Составлено автором по данным ФСФР России (с 01.09.2013 упразднена, функции по регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка переданы Банку России) и Банка России.

⁷⁹ Рассчитывается, как разница между стоимостью активов и суммой обязательств УК (в частности, к расчету не принимаются активы и, соответственно, обязательства, связанные с договором ДУ, однако, это не касается активов, в которые размещены средства УК, переданные в доверительное управление [56]).

На протяжении ряда лет госрегулятор ужесточал требования к минимальному размеру собственных средств УК (с 01.09.2016 он составлял 10 млн руб.; с 01.03.2017 - 15 млн руб., с 01.09.2017 - 20 млн руб.⁸⁰). Достаточность собственных средств - один из важнейших показателей, свидетельствующий о стабильности функционирования УК. Количество договоров, заключенных УК с НПФ по доверительному управлению СПН или СПР, также является одним из значимых показателей деятельности УК на пенсионном рынке. Общее же количество договоров ДУ, например, по управлению СПР, на протяжении последних лет снижается (2008 г. - 374 договора ДУ; 2010 г.- 292; 2012 г. - 230; 2018 г. - 81). Это связано с общим уменьшением количества НПФ и концентрацией пенсионного рынка.

Среди лидеров по количеству договоров ДУ по управлению СПР в 2019 году: РЕГИОН ЭСМ УК - 17 договоров; ТКБ Инвестмент партнерс (АО) - 6 договоров. Ряд УК работает только с пенсионными накоплениями по договорам с ПФР («Атон-менеджмент УК», «Промсвязь УК», «Уралсиб УК»). Кроме того, некоторые УК не работают со средствами пенсионных накоплений, переданных из НПФ («Альфа-капитал УК», «БКС УК»).

Расчет средств, находящиеся в доверительном управлении УК⁸¹, представлен в *Приложении 15*. По экспертным оценкам, рынок ДУ и коллективных инвестиций за 2019 год вырос на 18% и составил почти 8,1 трлн руб. [273].

В *таблице 19* представлена динамика за 2018-2019 гг. объема рынка ДУ по сегментам:

Таблица 19
Динамика за 2018 -2019 годы объема рынка ДУ по сегментам

Название сегмента	Абсолютные значение при-	В %
-------------------	--------------------------	-----

⁸⁰ Плюс 0,02% от величины превышения суммарной стоимости средств, находящихся в доверительном управлении УК, над 3 млрд руб., но суммарно не более 80 млн руб. [56].

⁸¹ Доверительное управление УК может осуществлять средствами СПН, накоплениями для жилищного обеспечения военнослужащих, ипотечным покрытием, средствами компенсационного фонда саморегулируемой организации оценщиков, целевым капиталом некоммерческой организации [64].

	роста средств, млрд руб.			
	2018	2019	2018	2019
Пенсионные накопления ПФР	-7	2,4	-16	8,0
Фонды СРО	1	0,7	3	17,9
Эндаумент-фонды	2	3,3	4	12,8
Военная ипотека	14	65,6	6	26,9
ДУ корпоративных клиентов	18	4,1	7	0,9
Пенсионные резервы НПФ	31	96,3	7	9,6
Резервы страховых компаний	47	36,3	10	16,8
ЗПИФы	79	489,6	28	43,5
ОПИФы и ИПИФы	100	163,7	30	50,8
ДУ физических лиц	147	156,2	39	29,6
Пенсионные накопления НПФ	166	271,8	45	10,7

За 2019 год объем средств пенсионных накоплений, переданных ПФР в ДУ УК, увеличился на 2,4 млрд руб. (+8,0% по сравнению с 2018 годом); объем пенсионных накоплений, переданных НПФ в ДУ УК, вырос на 10,7% (+271,8 млрд руб.).

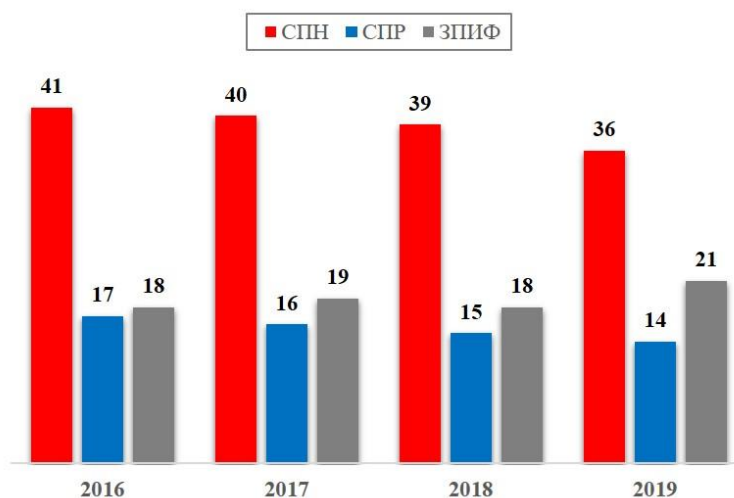


Схема 9
Динамика структуры рынка доверительного управления и коллективных инвестиций за 2016-2019 гг., касающаяся пенсионных средств, в сравнении с динамикой развития ЗПИФ, в %

На схеме 9 [273] отображена динамика структуры рынка доверительного управления и коллективных инвестиций за 2016-2019 гг., касающаяся пенси-

онных средств, в сравнении с динамикой развития ЗПИФ, как одного из крупных сегментов этого рынка.

Из данной динамики следует относительная устойчивость структуры данного рынка, а также то, что СПР и СПН в совокупности занимают в ней долю, равную 50% в 2019 году. Вместе с тем наблюдается тенденция постепенного снижения этой доли.

Выводы и предложения:

1. Отсутствие научно обоснованной стратегии развития пенсионного рынка во многом является фактором, препятствующим росту, как данного рынка в целом, так и позитивному динамичному развитию его институциональных субъектов (в частности, НПФ и их УК). Постоянно меняющиеся цели и принципы функционирования российской пенсионной системы создают ситуацию неопределенности и нестабильности, а порой и противоречивости, что негативно сказывается на участниках и субъектах пенсионного рынка, в том числе и на обеспечении сохранности и доходности пенсионных активов в процессах инвестиционной деятельности, реализуемых НПФ /их УК.

2. При ограниченности денежных поступлений в пенсионные фонды происходит усиление их конкуренции за финансовые потоки, а в условиях ужесточения требований со стороны госрегулятора к фондам, негативных тенденций, периодически имеющих место на финансовых рынках, усиливаются тенденции концентрации и монополизации в отрасли НПФ, что в настоящее время соответствует олигополистическому рынку.

3. Целый ряд механизмов функционирования институциональных инвесторов на пенсионном рынке нуждается в совершенствовании. В частности, требует пересмотра механизм расчета собственных средств фондов. В настоящее время такой расчет осуществляется на основе Указания Банка России от 30.05.2016 [53], в соответствии с которым размер данных средств рассчитывается как разница между стоимостью активов (из которых исключаются СПН и СПР) и суммой обязательств Фонда (за исключением тех, которые

связаны с обязательствами по СПР и СПН). При этом не учитываются в составе активов вложения в собственные акции, денежные средства на расчетных счетах и депозиты в кредитных организациях, являющихся связанными лицами Фонда и его контрагентов, а стоимость активов, недвижимого имущества, указанная в соответствующих разделах Указания Банка России, принимается к расчету в размерах, не превышающих 40% и 50%, соответственно, от стоимости по данным бухгалтерского учета. В целях совершенствования механизма расчета собственных средств фондов представляется целесообразным:

- установить единый коэффициент расчета регуляторного капитала НПФ - 1 либо 0 (убрав промежуточный коэффициент 0,4, который, например, ранее применялся для учета средств, находящихся в банках без кредитного рейтинга и в иных случаях);

- внести изменения в расчет обязательств Фонда в связи с долгосрочными договорами аренды, признаваемыми при применении МСФО (IFRS) 16 «Аренда» (обязательства Фонда уменьшаются на стоимость актива в форме права пользования по аренде).

4. Рассмотреть возможность исполнения обязанности по расчету текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПН⁸², специализированным депозитарием (СД) Фонда. Поручение СД обязанности по осуществлению расчета текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПН, а именно, совокупного портфеля Фонда, без соответствующего нормативного регулирования может иметь правовые риски. Снять этот правовой риск возможно путем принятия Банком России норма-

⁸² В связи со вступлением в силу Федерального закона от 29.07.2018 №269-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях обеспечения права граждан на получение информации о последствиях прекращения договоров об обязательном пенсионном страховании» [6] в ст.14 и абз.7 ст.36.18 ФЗ «О НПФ» внесены изменения. Так, Фонд обязан осуществлять расчет стоимости активов, составляющих СПР, и совокупной стоимости пенсионных резервов Фонда, текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПН, в порядке, определяемом Банком России. В свою очередь, спецдепозитарий обязан осуществлять контроль над определением стоимости чистых активов и стоимости активов.

тивного правового акта или внесения соответствующих дополнений в действующие нормативные правовые акты, предоставляющие Фонду право возложить исполнение своей обязанности по осуществлению расчета текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПН, на СД Фонда, по аналогии с правом Фонда возложить исполнение обязанности по расчету рыночной (текущей) стоимости активов, в которые размещены СПР Фонда, а также совокупной рыночной (текущей) стоимости пенсионных резервов на СД Фонда (в соответствии с п.38 Постановления Правительства России №63 [38]). По сути, речь идет об аутсорсинге этой функции у СД.

2.2 Деятельность НПФ в системе обязательного пенсионного страхования и влияние ее результатов на повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

В соответствии с ФЗ №111 [21] субъектами по формированию и инвестированию средств пенсионных накоплений (СПН) являются ПФР, спецдепозитарий, УК, застрахованные лица и страхователи. При этом инвестирование СПН определено как деятельность УК по управлению СПН. НПФ, осуществляющие деятельность по ОПС, отнесены к участникам данной деятельности. Во многом это объясняется тем, что НПФ в настоящее время лишены права самостоятельного инвестирования СПН. Вместе с тем они принимают участие в организации управления СПН (выбор УК для инвестирования СПН, переданных из ПФР НПФ; определение объема СПН Фонда, передаваемых в доверительное управление конкретной УК; выбор активов, разрешенных действующим пенсионным законодательством для инвестирования СПН; совместное формирование с УК инвестиционного портфеля, отвечающего принципам сохранности, ликвидности, возвратности вложений; регулярная оценка эффективности управления СПН; принятие мер по повышению эффективности управления СПН).

На *схеме 10* представлена общая модель управления СПН в рамках системы ОПС.

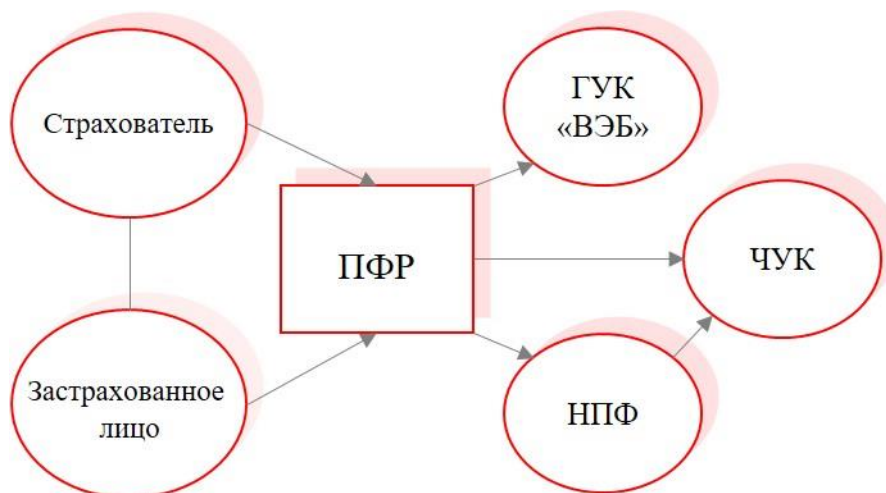


Схема 10
Общая модель управления СПН в рамках системы ОПС

Источниками формирования СПН являются суммы страховых взносов, направляемые (до 2014 года) на формирование накопительной пенсии и уплачиваемые работодателем; суммы дополнительных страховых взносов на накопительную пенсию⁸³; сумма страховых взносов на софинансирование формирования СПН⁸⁴; средства (часть средств) материнского (семейного) капитала, направленные на формирование накопительной пенсии⁸⁵; средства резерва по ОПС; доход от инвестирования СПН. По заявлению застрахованного лица СПН передаются в НПФ или ЧУК, в отсутствие заявления - в ГУК.

Управление пенсионными активами в системе ОПС связано с накопительным компонентом пенсионной системы России, введенным с 01.01.2002 как дополнительный к распределительному (солидарному) компоненту (6% та-

⁸³ Уплаченные в соответствии с Федеральным законом от 30.04.2008 №56-ФЗ «О дополнительных страховых взносах на накопительную пенсию и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений» [14].

⁸⁴ Поступивших в соответствии с отмеченным выше Федеральным законом.

⁸⁵ Поступивших в соответствии с Федеральным законом от 29.12.2006 №256-ФЗ «О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей» (редакция от 13.07.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 31.12.2006; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

рифа страховых взносов). В результате введения накопительной составляющей системы ОПС формируется накопительная пенсия. Этапы развития накопительного компонента системы ОПС отражены на *схеме 11*.

В 2013 году застрахованным лицам было предоставлено право выбора варианта пенсионного обеспечения (направление 6,0% индивидуальной части тарифа страхового взноса на финансирование накопительной пенсии - официальное название с 01.01.2015, до этого накопительная часть трудовой/страховой пенсии) и установлен его срок - до 31.12.2015, накопительная пенсия была выделена в самостоятельный вид пенсии. В 2014 году принято решение о «замораживании» СПН на 2 года (в качестве обоснования такого решения были названы причины необходимости акционирования НПФ и их вступление в систему гарантирования прав застрахованных лиц /на 03.07.2020 таких фондов было 30/) [79].



Схема 11

Основные этапы развития накопительного компонента системы ОПС

Первоначально мораторий на перевод СПН из ПФР в НПФ был введен только на 2015 год, но затем продлевался (в настоящее время до конца 2021 года) [10]. Мораторий на перевод СПН в НПФ существенно ограничил пополнение пенсионных средств для инвестирования. Все страховые взносы

стали направляться на выплату текущих расходов ПФР [9]. СПН, которые были перечислены ПФР в НПФ до 2014 года, в них остались. На тот момент доля СПН, находящихся под управлением ПФР, составляла 63%; 1138,2 млрд руб. находились под управлением НПФ (36,9% в совокупном объеме СПН) [103].

Количество НПФ, работающих в системе ОПС, неуклонно снижается (что связано с общим уменьшением количества НПФ на пенсионном рынке). Так, на 31.12.2012 таких фондов было 99, на 31.12.2019 - 33; с 2012 года их количество уменьшилось на 66% (таблица 20):

Таблица 20
Динамика количества НПФ, работающих в системе ОПС

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Количество НПФ, ед.	99	89	87	65	41	38	35	33

По итогам 1 квартала 2020 года 31 НПФ был задействован в системах ОПС и НПО, 2 НПФ - только в ОПС (т.е. всего 33 НПФ участвуют в ОПС) [111].

Сокращение количества пенсионных фондов в системе ОПС усиливает процессы концентрации (индекс Херфиндаля-Хиршмана - индекс ХХ к началу 2019 года составил 1500, что соответствует олигополии /1000 < Индекс ХХ < 1800/) [321]⁸⁶. На 31.12.2019 доля топ-5 НПФ по обязательствам по договорам ОПС составила 78,1% [102].

Среди крупнейших НПФ в системе ОПС: АО «НПФ Сбербанк», АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления», АО «НПФ Открытие». На их долю в начале 2020 года приходилось почти 60% СПН. За период с 31.12.2013 по 31.12.2019 концентрация СПН в топ-5 НПФ увеличилась с 42,29% до 78,1% (индекс ХХ увеличился с 627 до 1506). На протяжении ана-

⁸⁶ Значения индекса ХХ представлены в *Приложении 16*.

лизируемого периода наблюдается устойчивая зависимость между уменьшением количества фондов, участвующих в ОПС и увеличением индекса концентрации.

На *схеме 12* отражено соотношение количества НПФ, участвующих в ОПС, доля СПН в Топ-5 НПФ, балансовая стоимость СПН в фондах и показатели индекса ХХ. На схеме видно, что количество НПФ, участвующих в ОПС, неуклонно снижается (с 2013 по 2019 гг. почти в 2,7 раза), а доля СПН в Топ-5 увеличивается, объем СПН в НПФ увеличивается, хотя и невысокими темпами (в конце 2019 года по сравнению с концом 2018 года на 9,3% - *таблица 21*).

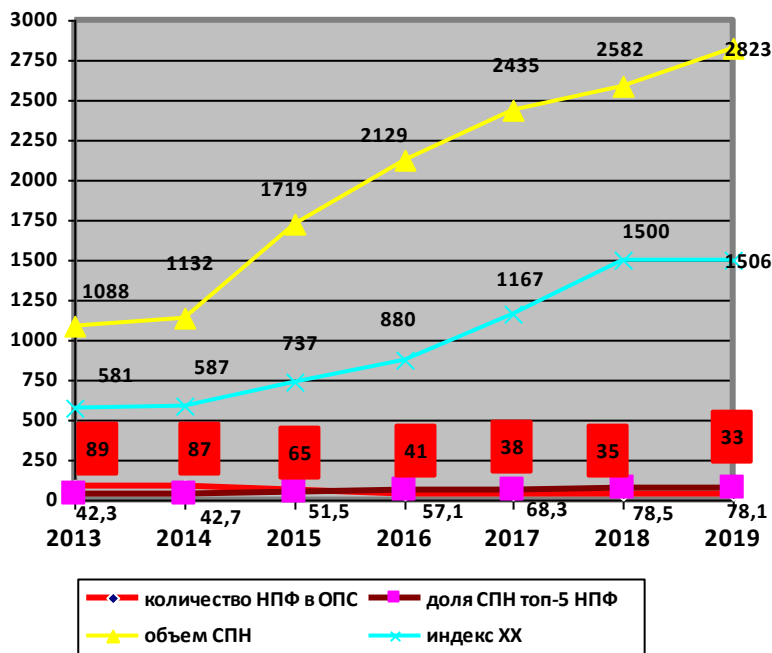


Схема 12
Соотношение количества НПФ в ОПС, объема СПН в НПФ, доли СПН в Топ-5 НПФ и индекса ХХ

Таблица 21
Динамика объема СПН (рыночная стоимость), находящихся в НПФ⁸⁷

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Объем СПН, млрд	1088,4	1132,4	1719,5	2129,9	2435,0	2582,3	2823,05

⁸⁷ Составлена автором на основе [95; 96].

руб.							
------	--	--	--	--	--	--	--

Индекс ХХ также увеличивается. Если в период до 2017 года его значение соответствовало совершенной конкуренции, то с указанного года его значение соответствует рынку олигополии.

Количество застрахованных лиц, которые передали свои СПН в НПФ, возрастает, одновременно количество застрахованных лиц, получающих страховую пенсию, уменьшается (*таблица 22*)⁸⁸:

Таблица 22

Динамика количества застрахованных лиц и застрахованных лиц, получающих страховую пенсию

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Количество застрахованных лиц, млн чел.	22,14	26,32	29,84	34,32	36,97	37,30
Количество застрахованных лиц, получающих страховую пенсию, тыс. чел.	538,4	500,9	444,3	432,8	424,9	423,4

На 31.12.2019 количество застрахованных лиц в НПФ составило 37,3 млн чел., однако прирост клиентской базы фондов за счет ПФР был минимальным за этот год.

Отказ от формирования накопительной пенсии фактически поставил вопрос о необходимости ее сохранения вообще и в случае положительного решения о формате такого сохранения (на обязательной или добровольной основах). Вопрос о дальнейшем развитии накопительной пенсии на дату написания работы остается открытым. На первоначальном этапе решение вопроса связывалось с внедрением концепции индивидуального пенсионного капитала (ИПК). Сегодня предложена концепция Гарантированного пенсионного плана /ГПП/ (которая будет специально проанализирована далее).

⁸⁸ Составлена автором на основе [95; 96].

Замораживание системы СПН породило ряд негативных тенденций, в том числе появление дисбаланса в рамках финансового сектора, замедление его развития. Увеличение объема СПН в НПФ и ЧУК в 2016-2019 гг. обеспечивалось за счет средств от государства по программе софинансирования пенсионных накоплений за 2015 год (порядка 7 млрд руб.), доначислений накоплений по переходным компаниям и дохода от инвестирования СПН. Динамика распределения СПН по субъектам инвестирования в 2012 -2019 гг. представлена в *таблице 23*:

Таблица 23
Динамика распределения СПН по субъектам, млн руб.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Инвестиционный портфель СПН в ПФР	1942677,4	2059632,3	2020403,8	1905535,6	1802015,6	1890569,7
СПН, переданные в ГУК из ПФР	4036,02	303075,05	14190,22	10681,96	15612,22	13115,06
ЧУК: СПН, переданные из ПФР	0,12	5588,15	21,69	1420,68	375,98	309,69
ЧУК: СПН, переданные от НПФ	16291,21	652366,39	404737,3	329424,34	383918,7	н/д
Инвестиционный портфель СПН в НПФ	1138238,7	1734359,0	2148725,5	2467480,3	2595066,4	2853871,0
СПН, переданные в НПФ из ПФР	1302,66	526634,28	278324,62	222835,65	130189,62	45334,05

Исходя из данных, приведенных в *таблице 23*, можно сделать вывод, что инвестиционный портфель СПН в ПФР, за последние годы сокращается (в среднем на 6% в год; за 2018 год он сократился на 5,4% и составил 1802 млрд руб.), лишь в 2019 году можно отметить его небольшое увеличение (+4,9%). С 2015 по 2019 гг. объем СПН, переданных из ПФР в НПФ, уменьшился в 11,6 раза. Вместе с тем инвестиционный портфель СПН в НПФ вырос в указанный период почти в 1,64 раза; в 2019 г. он увеличился на 9,9% по сравнению с предыдущим годом, до 2853,87 млрд руб.

Что касается СПН, переданных в ГУК из ПФР, то их пик пришелся на 2015 год, в дальнейшем их объем резко сократился. Аналогичная ситуация и

с ЧУК. По итогам 2019 года объем СПН ПФР в ДУ УК снизился на 66,20 млн руб. Между тем, с 2016 года инвестиционный портфель СПН в НПФ по объему превысил инвестиционный портфель по объему СПН в ПФР, и этот разрыв продолжает увеличиваться (к 2020 году в 1,5 раза). НПФ по объему переданных СПН стали крупнейшими страховщиками в системе ОПС.

На 31.12.2019 общий объем пенсионных средств НПФ составил 4273 млрд руб., из которых СПН составляют 2858 млрд руб. (в них включен резерв по ОПС - 85 млрд руб.), т.е. 66,9% [111].

Рыночная стоимость активов, в которые инвестированы СПН (2006-2019 гг.)⁸⁹ и которые переданы из ПФР, представлена в *таблице 24*.

Таблица 24
Рыночная стоимость активов, в которые инвестированы СПН, переданные из ПФР, в 2006-2019 годах

Годы	Стоимость активов, в которые инвестированы СПН, переданные УК					СПН в НПФ, млрд руб.	Доля от общей стоимости активов, %	Итого, млрд руб.
	Всего, млрд руб.	в т.ч. ГУК, млрд руб.	Доля от общей стоимости активов, %	в т.ч. УК, отобранные по курсу, млрд руб.	Доля от общей стоимости активов, %			
2006	276.7	267.2	93.2	9.5	3.3	10.0	3.5	286.7
2007	375.4	363.1	90.3	12.3	3.1	26.8	6.7	402.2
2008	352.2	343.1	88.5	9.1	2.3	35.5	9.2	387.7
2009	496.0	480.8	83.9	15.2	2.7	77.2	13.5	573.2
2010	760.0	740.2	80.9	19.8	2.2	155.4	17.0	915.4
2011	1362.9	1334.0	75.9	28.8	1.6	393.7	22.4	1756.6
2012	1678.1	1643.8	70.0	34.3	1.5	669.2	28.5	2347.2
2013	1903.3	1865.5	62.4	37.8	1.3	1088.4	36.4	2991.7
2014	1940.5	1902.8	61.9	37.7	1.2	1132.4	36.9	3072.9
2015	2054.2	2012.9	53.3	41.2	1.1	1719.5	45.6	3773.7
2016	2011.2	1968.6	47.5	42.7	1.0	2129.9	51.4	4141.1
2017	1892.1	1848.4	42.7	43.7	1.0	2435.0	56.3	4327.1
2018	1784.1	1747.9	40.0	36.2	0.8	2582.3	59.1	4366.1
2019	1835.5	1801.9	38.4	33.6	0.7	2858.0	60.8	4693.5

⁸⁹ Составлена автором на основе [209].

Доля ГУК в общей стоимости активов, в которые инвестированы СПН, переданные из ПФР, за последние годы снижается, как снижается и доля ЧУК в данной стоимости. Одновременно возрастает доля СПН в НПФ в общей стоимости активов, в которые инвестированы СПН.

В целях обеспечения сохранности, доходности и ликвидности активов при инвестировании СПН госрегулятор вводит жесткие ограничения на процесс инвестирования. Переход к системе пруденциального надзора потребовал внесения корректив в политику госрегулирования процессов инвестирования СПН. С одной стороны, эта политика строится на ограничениях (закреплены перечень разрешенных активов, в которые инвестируются СПН, структура инвестиционного портфеля, установлены ограничения при использовании СПН на виды сделок), ее цель - снижение рисков потерь СПН, отсюда нацеленность на инвестирование в надежные финансовые инструменты. Вместе с тем опыт управления СПН на финансовом рынке показал, что даже при установленных ограничениях возможны финансовые потери СПН (как показатель - отрицательная доходность ряда НПФ и их УК, особенно в финансовый кризис 2008-2009 гг.). Кроме того, ориентация политики Банка России на надежность финансовых инструментов, в которые инвестируются СПН, формирует инвестиционные портфели с невысокой доходностью.

Следует отметить и заключение сомнительных сделок в ряде НПФ (так, по данным АСВ, на 31.12.2019 в производстве арбитражных судов находились 26 дел об оспаривании сомнительных сделок ликвидируемых НПФ, а в правоохранительные органы направлено 7 заявлений; возбуждено уголовное дело по факту хищения имущества [141]).

С другой стороны, переход к риск-ориентированному надзору со стороны госрегулятора привел к внедрению макропруденциального стресс-тестирования, цель которого - измерение совокупных принятых рисков. С помощью стресс-тестов могут быть рассчитаны риски потерь от инвестирования СПН по классам активов (акциям, облигациям, государственным цен-

ным бумагам и пр.) в инвестиционном портфеле СПН (рыночный риск). Вместе с тем введение стресс-тестов сделало инвестиционные портфели СПН еще более консервативными. В ФЗ «О НПФ», а также в Положении Банка России №580-П [48] обозначены разрешенные активы (разрешенные объекты инвестирования - отражены *на схеме 13*) для инвестирования СПН.



Схема 13

Разрешенные активы для инвестирования СПН, согласно ФЗ «О НПФ»

Нормативная правовая база регламентирует все значимые аспекты, связанные с объектами инвестирования. В частности, в соответствии с Положением Банка России №580-П, инвестирование СПН в акции российских акционерных обществ допускается, если данные акции соответствуют, хотя бы одному из установленных критериев⁹⁰ и т.д. Требования к структуре инвестиционного портфеля СПН (см. *Приложение 17*).

⁹⁰ «Включены в котировальный список первого (высшего) уровня российской биржи»; «включены в список для расчета Индекса МосБиржи»; «акции, отнесенные российской биржей к ценным бумагам высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики, при условии, что такие акции включены в котировальный список первого (высшего) или второго уровня российской биржи и рыночная капитализация эмитента таких акций составляет не менее 6 миллиардов рублей» [48].

Результативность инвестирования СПН в НПФ сравнивают с результатами инвестиционной деятельности ГУК и ЧУК, с которыми ПФР заключили соответствующие договоры. СПН, переданные в ГУК, разделены на расширенный инвестиционный портфель (портфель «по умолчанию») и инвестиционный портфель ценных бумаг (небольшой по объему, на 31.12.2019 его стоимость составила 31,9 млрд руб.). На протяжении последних лет объем разрешенных для инвестирования активов ГУК расширялся (так, в 2009 году было разрешено инвестирование в государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, облигации российских эмитентов, депозиты, ценные бумаги международных финансовых организаций). Распределение СПН по классам активов инвестиционных портфелей ГУК за 2016-2019 гг. представлено в *таблице 25*.

Таблица 25
Динамика инвестиционных портфелей ГУК

Наименование актива (объекта инвестирования)	Расширенный инвестиционный портфель			Инвестиционный портфель государственных ценных бумаг		
	на 31.12.2017 млрд руб.	на 31.12.2018, млрд руб.	на 31.12.2019, млрд руб.	на 31.12.2017, млрд руб.	на 31.12.2018, млрд руб.	на 31.12.2019, млрд руб.
Денежные средства	117.4	26.4	242.5	2.7	4.1	2,2
Депозиты	268.0	430.8	480,8	0-	-	-
Государственные ценные бумаги	695.	645.0	630.2	13.4	12.4	9.3
Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации	1.5	0,3	4.8	-	-	-
Облигации российских хозяйственных обществ	660.2	584.6	644.7	12.7	12.6	12.8
Ценные бумаги международных финансовых организаций	14.5	1,8	7.3	-	-	-
Акции российских эмитентов	0.0	-	-	-	-	-
Облигации с ипотечным покрытием	42.3	30,2	23.8	-	-	-

Наименование актива (объекта инвестирования)	Расширенный инвестиционный портфель			Инвестиционный портфель государственных ценных бумаг		
	на 31.12.2017 млрд руб.	на 31.12.2018, млрд руб.	на 31.12.2019, млрд руб.	на 31.12.2017, млрд руб.	на 31.12.2018, млрд руб.	на 31.12.2019, млрд руб.
Дебиторская задолженность	19.8	16.0	10.3	0.4	2.6	9.8

Из *таблицы 25* следует, что большую часть средств расширенного инвестиционного портфеля на протяжении последних лет составляют государственные ценные бумаги (хотя их объем постепенно снижается), облигации российских хозяйственных обществ; наращиваются вложения в депозиты и денежные средства; уменьшаются вложения в облигации с ипотечным покрытием. Относительно инвестиционного портфеля государственных ценных бумаг следует отметить, что его основу составляют облигации российских хозяйственных обществ и государственные ценные бумаги.

Изменения в структуре инвестиционного портфеля ПФР и НПФ за 2014-2019 гг. отражены в *таблице 26*.

Таблица 26
Изменения в структуре инвестиционного портфеля средств пенсионных накоплений ПФР и НПФ за 2014-2019 гг., в %

Наименование актива	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Денежные средства и депозиты:						
ПФР	15	17	21,7	20,6	25,4	25,5
НПФ	34	23,6	17	11	6,3	5,0
Акции						
ПФР	0	0,1	0,1	0,12	0,1	0,1
НПФ	7	13	17,3	12,8	7,4	6,2
Облигации						
ПФР	32	36	37,6	36,9	34,2	35,9
НПФ	39	47,1	50,1	48,2	44,6	51,4
Государственные ценные бумаги РФ						
ПФР	45	40	34,9	37,8	36,7	34,5
НПФ	2	5	7,1	21,8	30,6	29,9
Государственные ценные бумаги субъектов РФ						
ПФР	1	0,74	0,5	0,38	0,31	0,5
НПФ	6	4,2	3,0	2,02	1,57	1,7
Муниципальные						

ценные бумаги		Меньше	Меньше	Меньше		
ПФР	0	1%	1%	1%	0	0
НПФ	0	0	0	Меньше 1%	0,1%	0
Иностранные ценные бумаги			Меньше			
ПФР	0	1,3	1%	0,8	0,2	0,5
НПФ	0	Меньше 1%	Меньше 1%	0,8	0,1	0,1
Ипотечные ценные бумаги						
ПФР	4	3,3	2,7	2,3	1,7	1,3
НПФ	7	5,2	3,7	2,94	1,13	1,2
Прочие активы						
ПФР	3	1,6	1,2	1,1	1,53	1,8
НПФ	5	1,9	1,7	0,36	8,4	4,8
Всего: ПФР	100	100	100	100	100	100
НПФ	100	100	100	100	100	100

Сравнение объектов инвестирования показывает, что в структуре инвестиционного портфеля СПН ПФР преобладают облигации российских эмитентов и государственные ценные бумаги (в совокупности более 70%); вложения в денежные средства и депозиты в 2019 году они составили более 25% в структуре инвестиционного портфеля. Что касается инвестиционного портфеля СПН НПФ, то значительную его часть (более 50% в 2019 году) составляют облигации российских эмитентов; доля государственных ценных бумаг Российской Федерации за последние два года остается на уровне 30%; доля денежных средств и депозитов также за это время не изменилась и составляет 25%.

Вложения НПФ в высокорисковые активы составили в 2019 году менее 100 млрд руб. (в среднем 6,2% при лимите 10%). Во многом данные тенденции объясняются изменениями, введенными госрегулятором, в частности, необходимостью прохождения фондами стресс-тестирования, что потребовало улучшения кредитного качества инвестиционных портфелей НПФ. Инвестиционные портфели стали еще более консервативными.

Вместе с тем изменения, внесенные в Положение Банка России №580-П [52], расширили возможности фондов по инвестированию в долгосрочные

проекты (НПФ могут теперь инвестировать СПН в концессионные облигации без кредитного рейтинга при условии, что третьей стороной выступает субъект Российской Федерации).

21.05.2020 вступило в силу Указание Банка России от 20.04.2020 №5445-У [51], которым разрешается инвестирование СПН, переданных в НПФ, в паи биржевых паевых инвестиционных фондов. В связи с этим, как представляется, можно ожидать рост котировок биржевых паевых инвестиционных фондов в России, специально созданных для негосударственных пенсионных фондов (формирование пенсионных индексов). Вложения в паи биржевых фондов - это наглядный пример реализации пассивной стратегии управления портфелем, которая является наиболее успешной для институциональных инвесторов в мировой практике. По состоянию на 04.06.2020 количество биржевых фондов в России - 26, с совокупной стоимостью чистых активов 28,7 млрд руб. Изменения, внесенные законодателем в перечень разрешенных объектов для размещения СПР, также включают паи биржевых фондов. Причем НПФ могут осуществлять такое размещение самостоятельно, без УК.

Доходность инвестирования СПН за 2004-2019 гг. отражена в *таблице 27*.

Таблица 27⁹¹
Доходность инвестирования СПН за 2004-2018 гг., % годовых

	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ГУК	7,33	5,67	-0,46	7,2 расш. ИП*	9,21 рас ш. ИП	2,68 расш. ИП	13,15 расш. ИП	10,53 расш. ИП	8,6 расш. ИП	6,1 расш. ИП	8,7 расш. ИП
				8,17 ИП ГЦБ**	8,47 ИП ГЦБ	-2,05 ИП ГЦБ	15,31 ИП ГЦБ	12,2 ИП ГЦБ	11,1 ИП ГЦБ	8,7 ИП ГЦБ	12,14 ИП ГЦБ
Част- ные УК: показа- тели;	от -8,87 до 42,2	от 5,95 до 39,17	от -55,09 до 2,2	от 0,00 до 33,21;	от - до 0,66 до 13,5	от -9,89 до 7,49	от 1,94 до 23,57	от 8,29 до 27,62	от 3,15 до 13,49	от 1,94 до 23,57	от 10,7 до 18,6

⁹¹ Составлена автором на основе данных Банка России (ФКЦБ, ФСФР - ранее).

средне- взвеш. доход- ность	27,5	15,42	-29,89	16,59	8,67	1,30	15,53	13,77	10,82	4,9	13,6
НПФ показа- тели;		от 0 до 24,3	от -71,26 до 50,2	от 0,1 до 23,91	от - 0,01 до 14,2						
средне- взве- шенная доход- ность				11,24	7,39	4,8	10,8	9,6	4,6	0,08	10,7
Инфля- ция	11,7	9,0	13,3	8,8	6,6	11,36	12,9	5,4	2,5	4,3	3,0

*расширенный инвестиционный портфель

**инвестиционный портфель государственных ценных бумаг

Средневзвешенная доходность инвестирования СПН в НПФ за 2018 год оказалась минимальной за 2010-2018 гг., но в 2019 году ее показатель значительно вырос, достигнув 10,7%. Среди причин низкой доходности инвестирования СПН в НПФ в 2018 году можно выделить следующие факторы: переоценка активов отдельными фондами, ухудшение динамики облигационного рынка (индекс полной доходности корпоративных облигаций RUCBITR за 2018 год увеличился на 4,4%, для сравнения; в 2017 году он увеличился на 12,3%) [100]. Вместе с тем большинство НПФ (три четверти) показали доходность (до выплаты вознаграждений - доходность брутто) выше инфляции; с учетом чистой доходности - 50% НПФ. За 2018 год 15 из 22 ЧУК, отобранных по конкурсу и заключивших договор ДУ с ПФР, показали доходность выше инфляции. Средневзвешенная доходность инвестирования СПН в НПФ за 2018 г. была равной 0,11% (доходность брутто), чистая доходность составила -1,54%.

В 2019 году средневзвешенная доходность (брутто-доходность) СПН в НПФ составила 10,7%, а средневзвешенная доходность, разнесенная по счетам клиентов НПФ - 8,2% годовых (доходность ГУК, управляющая средствами «молчунов» составила 8,7% годовых). На счета застрахованных лиц в

2019 году НПФ перевели более 200 млрд руб., а средний счет клиента НПФ по ОПС увеличился на 8%, составив 75242 руб. [353].

Накопленная среднерыночная доходность СПН в НПФ за 3-х летний период (2017-2019 гг.) составила 15,9% (брутто-доходность), 12,1% - доходность, разнесенная по счетам застрахованных лиц, что выше накопленной инфляции за этот период (10,1%) [99].

Накопленная среднерыночная доходность СПН во многом зависит от анализируемого временного интервала. Так, накопленная среднерыночная доходность брутто НПФ по ОПС за пятилетний период с 2014 по 2018 гг. составляла 33,7% (индекс потребительских цен - потребительская инфляция за этот период составила 41,6%). В ряде НПФ она оказалась отрицательной (-16,81% в НПФ «Телеком-Союз»; -16,49% в НПФ «Социальное развитие»; -15,28% в НПФ «Будущее»; -11,05 в НПФ «Сафмар»; -10,8% в НПФ «Открытие»; -10,38% в НПФ «Доверие»). Среди причин низкой доходности этих фондов, прежде всего, масштабная «расчистка» инвестиционных портфелей от т.н. «токсичных» активов и пр.

Накопленная среднерыночная разнесенная доходность НПФ за пятилетний период с 2015 по 2019 гг. составила 33,5%, что на 2,5 процентных пункта (п.п.) превысило накопленную инфляцию за данный период (31%).

Средневзвешенная доходность инвестирования СПН управляющими компаниями (ГУК и ЧУК, отобранными по конкурсу и заключившими договор ДУ с ПФР) представлена в *таблице 28*.

Таблица 28
Динамика средневзвешенной доходности инвестирования СПН УК

	Средневзвешенная доходность за 2019 год	Средневзвешенная доходность инвестирования СПН за предшествующие 3 года, % годовых	Средневзвешенная доходность инвестирования СПН за период действия договора доверительного управления пенсионными накоплениями, % годовых (с 2003 г.)

ЧУК	13,9	9,42	8,47
ГУК:			
Расширенный портфель	8,7	7,78	7,39
Портфель государственных ценных бумаг	12,14	10,62	8,32
Инфляция (в среднем), %	3,0	3,3	8,52

Средневзвешенная доходность за 2019 год и ЧУК, и ГУК была выше уровня инфляции. Она выше и среднего уровня инфляции за 3 года. Однако доходность инвестирования СПН и ЧУК, и ГУК оказалась ниже уровня инфляции за период действия договора доверительного управления СПН с ПФР. При этом 11 (из 19) инвестиционных портфелей ЧУК, обобранных по конкурсу и заключивших договор с ПФР, показали доходность, превышающую средний уровень инфляции за анализируемый период. Средняя доходность инвестирования СПН за период действия договора доверительного управления СПН в ЧУК оказалась выше, чем в ГУК. Волатильность доходности инвестирования СПН ЧУК в 2004-2017 гг. представлена на *схеме 14* [206].

Волатильность доходности инвестирования средств пенсионных накоплений ЧУК в 2004 - 2017 годах

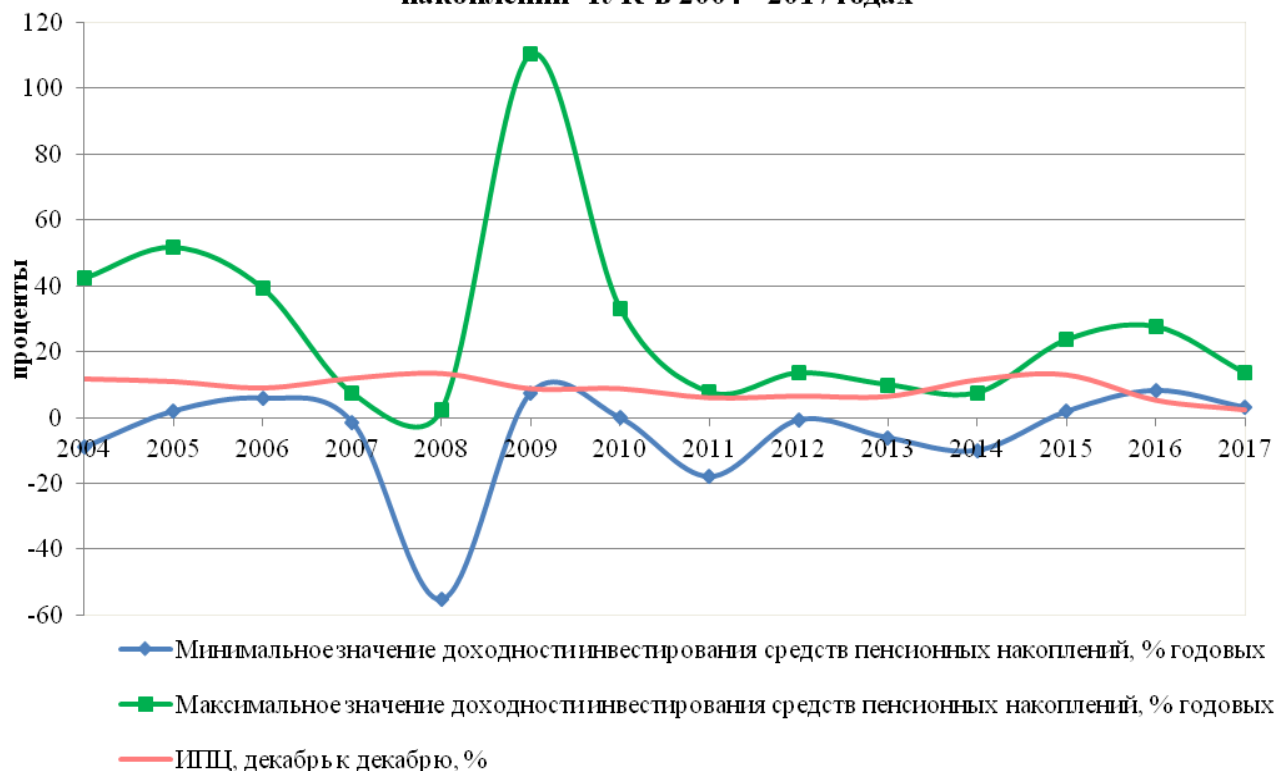


Схема 14

Волатильность доходности инвестирования СПН ЧУК в 2004-2017 гг.

На длительных горизонтах инвестирования СПН (превышающих 3 года) установленные госрегулятором ограничения сокращают возможности диверсификации инвестиционных портфелей. Кроме того, большую роль играет уровень инфляции (положительная доходность может быть при условии, если уровень инфляции во внутренней экономике не превышает 4,5%).

Введение фидуциарной ответственности НПФ [8] за результаты инвестирования СПН, когда Фонд обязан восполнить объем СПН на величину уменьшения средств или величину недополученного дохода фонда за счет собственных средств, подталкивает к тому, чтобы сделать инвестиционную политику Фонда еще более консервативной.

На 31.12.2019 Резерв по обязательному пенсионному страхованию (РОПС) в НПФ⁹² составил 74,2 млрд руб. (или 2,6% всех СПН в НПФ) [256; 257]. Среди лидеров по величине РОПС: АО «ГАЗФОНД пенсионные накопления» (20 млрд руб.; 26,9% от РОПС всех НПФ); АО «НПФ «Открытие» (13,3 млрд руб.; 18,0% от РОПС всех НПФ), АО «НПФ Сбербанк» (12,1 млрд руб.; 16,3% от РОПС всех НПФ). Вместе с тем АО «НПФ «Согласие» не выполнил норматив (0,2% от всех СПН Фонда). В среднем рыночная доля РОПС составила 3,4% от всех СПН в НПФ.

Проведенный анализ показал, что:

1. Уровень пенсионного обеспечения в системе ОПС зависит от сохранности СПН и доходности их инвестирования. Именно негосударственные пенсионные фонды являются в настоящее время одними из основных акторов этой системы, результаты деятельности которых (по выбору УК для инвестирования СПН, переданных из ПФР НПФ, совместному формированию с УК инвестиционного портфеля, отвечающего принципам сохранности, ликвидности, возвратности вложений; регулярной оценки эффективности управления СПН и принятию мер по повышению этой эффективности) влияют на уровень пенсионного обеспечения застрахованных лиц.

Между тем, система ОПС, как и ее накопительная составляющая, нуждаются в реформировании. Однако данное реформирование не может ограничиться рамками одной только пенсионной системы, так как последняя в своем функционировании затрагивает и работу фондового рынка, и динамику потребительских цен, и ряд иных аспектов экономического развития (например, на развитие системы ОПС оказывают влияние высокая волатильность результатов функционирования экономики, банковской и финансовой систем, динамика начисленной и реальной заработной платы и пр.). Накопи-

⁹² Норматив по размеру этого Резерва - не менее 1 и не более 10% от всех пенсионных накоплений, исключая РОПС.

тельная система гораздо в большей мере, чем распределительная, зависит от условий функционирования российской экономики.

Необходимо определиться с развитием накопительной составляющей системы ОПС. Очевидно, что принятие государством решения о прекращении новых поступлений СПН с 2014 года в НПФ привело к изменению тенденций в их развитии.

2. Много вопросов вызывает и концепция Гарантированного пенсионного плана (ГПП), в частности, насколько оправдан добровольный характер взносов в эту систему со стороны граждан; каков предполагаемый охват данной системой населения страны. Возможности для накоплений у большинства россиян ограничены низким уровнем их доходов, высокой долей теневой занятости, нестабильностью материального положения по причине проблем с трудоустройством, высокой закредитованностью, усилением налогового бремени (введением новых налоговых и неналоговых платежей).

3. НПФ показали высокую эффективность инвестирования СПН за 2019 год и на трехлетнем этапе. На пятилетнем периоде (2014-2019 гг.) данная эффективность была ниже. Так, разнесенная доходность по счетам клиентов НПФ за этот период только на 2,5 п.п. превысила уровень накопленной инфляции (но, тем не менее, эта доходность превосходила показатели 2013-2018 гг., когда НПФ не смогли преодолеть уровень накопленной инфляции). Вместе с тем показатели фондов на анализируемом временном интервале оказались ниже показателей ГУК (по расширенному портфелю начисленная доходность составила 57,4%, а по портфелю госбумаг - 69,3%).

Относительно низкий уровень доходности инвестирования СПН (в частности, в долгосрочном инвестиционном интервале) может служить препятствием для успешного функционирования системы ГПП, так как негативно скажется на добровольном вложении в эту систему взносов застрахованных лиц. С одной стороны, использование высокодоходных вариантов инвестиций сопряжено с большими рисками, с другой стороны, низкая доходность

(или ее отсутствие) приводит к варианту инвестирования СПН только с целью их сохранения.

4. В России отсутствуют финансовые инструменты, позволяющие стабильно и долговременно накапливать пенсионные средства. Последние должны иметь гарантии сохранности, быть защищены от инфляционного обесценивания и приносить доход. Необходимо создание финансовых инструментов с фиксированной доходностью на долгосрочную перспективу. В частности, это могут быть государственные облигации для НПФ и ПФР.

5. Для развития накопительной системы ОПС должен быть приток новых финансовых средств. Однако приток в эту систему СПН из ПФР фактически остановился. Инерционный сценарий развития системы ОПС становится доминирующим.

6. Требуется пересмотра и практика формирования единого инвестиционного портфеля для всех возрастных групп застрахованных лиц. Необходимо предлагать разные по степени риска инвестиционные портфели для представителей разных возрастных групп застрахованных лиц, что повышает роль последних в системе ОПС, а НПФ делают данную систему индивидуализирующей. Требуется расширение и списка активов, законодательно разрешенных к инвестированию СПН, о чем речь пойдет в последующих главах работы.

2.3 Деятельность НПФ в системе НПО в ракурсе повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

Система НПО позволяет участникам пенсионных программ сформировать негосударственную пенсию и, тем самым, повысить свой уровень пенсионного обеспечения при наступлении установленных законодателем пенсионных оснований. Величина негосударственной пенсии во многом зависит от сохранности и доходности размещения пенсионных средств (средств пенсионных резервов /СПР/). Управление средствами пенсионных резервов осуществляют либо непосредственно НПФ, либо фонды передают аккумулиро-

ванные СПР в доверительное управление УК (нередко Фонд осуществляет отдельные инвестиционные операции, но по большей части передает СПР в управление одной или нескольким УК).

Размещение СПР предполагает выстраивание ряда договорных отношений:

- 1) вкладчик/участник НПО - НПФ (пенсионный договор);
- 2) НПФ (при самостоятельном размещении СПР) - финансовые участники пенсионного рынка (заключение договоров по приобретению или отчуждению активов);
- 3) НПФ (при передаче СПР в доверительное управление) - УК (договор ДУ);
- 4) УК - финансовые участники пенсионного рынка (заключение договоров по приобретению или отчуждению активов);
- 5) заключение договора об оказании услуг со спецдепозитарием.

Количество НПФ, участвующих в НПО, сокращается, причем если сравнивать динамику этого сокращения с динамикой уменьшения количества НПФ, участвующих в ОПС, то можно сделать вывод, что сокращение НПФ в НПО идет более быстрыми темпами, чем в ОПС (*таблица 29*):

Таблица 29
Динамика изменения количества НПФ, работающих в ОПС и НПО

Дата	НПО		ОПС	
	Количество НПФ, ед.	Динамика изменения за год, %	Количество НПФ, ед.	Динамика изменения за год, %
31.12.2016	70		41	
31.12.2017	62	-11,4	38	-7,3
31.12.2018	50	-19,4	35	-7,9
31.12.2019	45	-11,1	33	-6,0

Процессы концентрации и монополизации имеют место и в системе НПО, причем даже в бóльшей степени, чем в системе ОПС (значение индекса ХХ более 2000, что соответствует монополистической конкуренции) [320, с.15]. В частности, Топ-5 НПФ сконцентрировали почти 78,2% СПР (по обязатель-

ствам по договорам НПО только за 2018 год такая концентрация выросла на 1,8%, но затем замедлилась, а по данным за 2019 год даже незначительно уменьшилась на 0,7%). В *таблице 30* перечислены Топ-10 НПФ по объему СПР в 2019 году. В 3-х крупнейших НПФ сосредоточены почти 60% СПР.

Таблица 30
Топ-10 НПФ по объему средств пенсионных резервов в 2019 году⁹³

№ п/п	Наименование НПФ	Объем СПР, млн руб.	Динамика за год, %
1	АО НПФ ГАЗФОНД	436142,1	+7,4
2	АО НПФ БЛАГОСОСТОЯНИЕ	414920,1	+7,2
3	АО НПФ Транснефть	98873,1	+10,7
4	АО НПФ Эволюция/ АО НПФ НЕФТЕ-ГАРАНТ	86711,1 65910,3	+31,5
5	АО НПФ ОТКРЫТИЕ	67406,0	+5,3
6	АО НПФ Сбербанк	45292,7	+20,0
7	АО НПФ Алмазная осень	30408,7	+19,6
8	АО НПФ ГАЗФОНД пенс. накопления	22215,3	+17,1
9	АО НПФ Ренессанс пенсии	20385,2	+20,2
10	АО НПФ Сургутнефтегаз	19542,6	+12,4

В *таблице 31* перечислены крупнейшие УК (Топ-10) по объему средств пенсионных резервов НПФ, переданных в ДУ управляющим компаниям за 2019 год:

Таблица 31
Крупнейшие УК (Топ-10) по объему пенсионных резервов НПФ в ДУ за 2019 г. [283]

№ п/п	Наименование УК	Стоимость пенсионных резервов НПФ, млн руб.
1	ЛИДЕР	443933
2	ТАНСФИНГРУП	263351
3	ГРУПП УК «РЕГИОН»	132167
4	КОМПАНИИ БИЗНЕСА УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ «ОТКРЫТИЕ»	68048
5	СБЕРБАНК УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ УК	53540
6	ПРОГРЕССИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ	19266
7	ГАЗПРОМБАНК - УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ	17155
8	ТКБ ИНВЕСТМЕНТ ПАРТНЕРС	13436
9	ПЕНСИОННАЯ СБЕРЕГАТЕЛЬНАЯ КОМПАНИЯ	11795
10	НАЦИОНАЛЬНАЯ УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ	10425

⁹³ Источник: Банк России, расчеты: НРА.

Несмотря на периоды, когда наблюдалось довольно резкое уменьшение количества участников НПО (например, в 2015 году - на 8,9%), в целом, их количество варьируется в отметке около 6 млн чел. (схема 15).

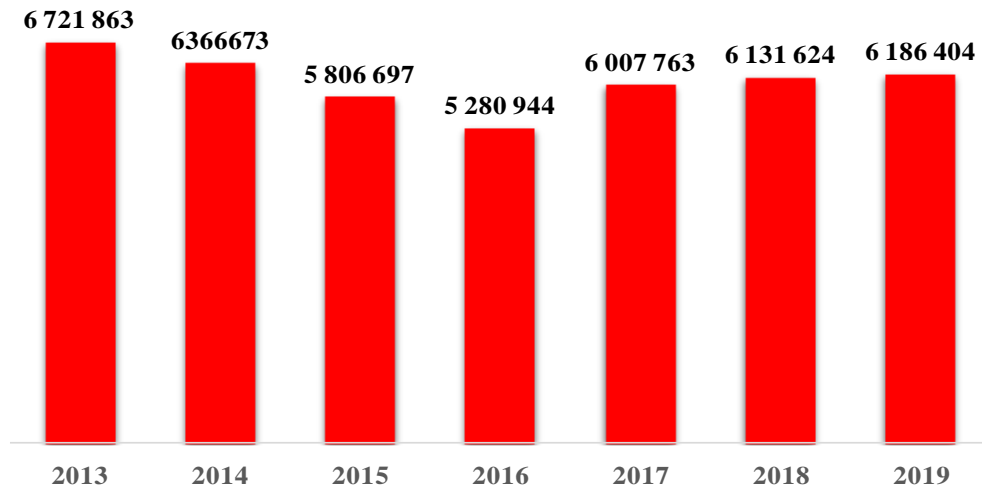


Схема 15
Количество участников НПО (2013-2019 гг.), чел.

Вместе с тем в 2019 году число участников НПО увеличилось на 0,9% по сравнению с 2018 годом и составило почти 6,2 млн чел. Размер среднего счета одного застрахованного лица в 2019 году вырос на 20,4% по сравнению с 2018 годом и достиг 224,3 тыс. руб. [104]. 58,8% участников сосредоточены в 3-х крупнейших негосударственных пенсионных фондах. Основу НПО в настоящее время составляют корпоративные пенсионные программы. Так, в 2019 году в общем количестве участников НПО в НПФ 64% составили участники корпоративных пенсионных программ. 65% взносов в данные программы уплачивает работодатель. В 7,5 раз СПР по корпоративным программам превышают СПР по индивидуальному НПО (при этом средний счет участника открытого рынка НПО снизился с 58 тыс. руб. в 2016 году до 42 тыс. руб. в 2018 году и до 23 тыс. руб. в 2019 году [235]). СПР включают в себя резервы покрытия пенсионных обязательств и страховой резерв. Финансовыми источниками СПР являются пенсионные взносы, доход от размеще-

ния пенсионных резервов, целевые поступления, иное имущество, определяемое по решению совета директоров (ФЗ «О НПФ»).

Динамика изменения объема СПР за 2013-2019 гг. представлены в таблице 32 и на схеме 16.

Таблица 32
Динамика изменения объема СПР

Год	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Объем СПР, млрд руб.	768,1	900,1	991,6	1020,3	1184,1	1267,9	1414,0
Динамика изменения за год, %		+17,2	+10,1	+2,9	+16,1	+7,1	+11,5

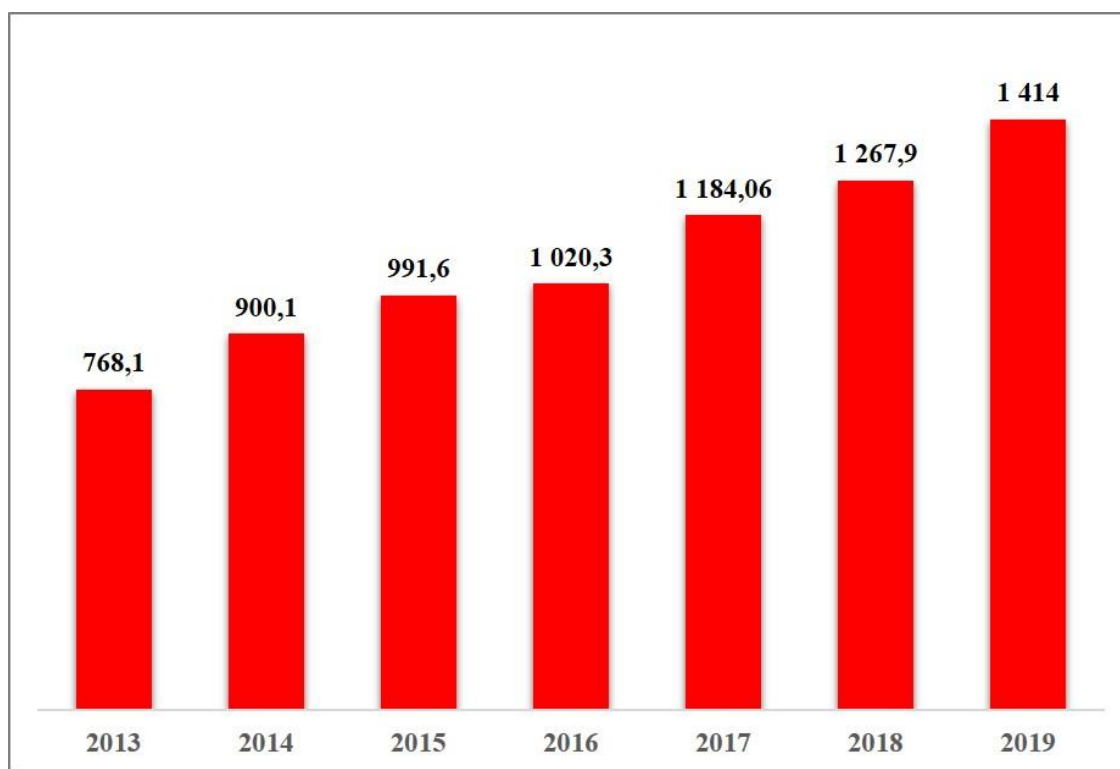


Схема 16
Динамика изменения объема СПР (2013-2019 гг.), млрд руб.

Таким образом, на протяжении анализируемого периода объем СПР постоянно увеличивался, хотя темпы прироста были разнонаправленные: они

то резко замедлялись (в 2016, 2018 гг.), то повышались (2017, 2019 гг.), общий объем СПР за этот период вырос на 84%. Прирост СПР в среднем с 2013 по 2019 гг. составлял 9,9% в год. Он обеспечивался в основном за счет пенсионных взносов работодателей и инвестиционного дохода.

Отношение СПР к ВВП (в %) представлено на *схеме 17*. Динамика данного соотношения также разновекторная (возрастание доли СПР в ВВП на 0,1% в 2016 году и снижение на 0,2% в 2017 году; нулевое изменение в 2018 году и рост на 2,5% - в 2019 году).

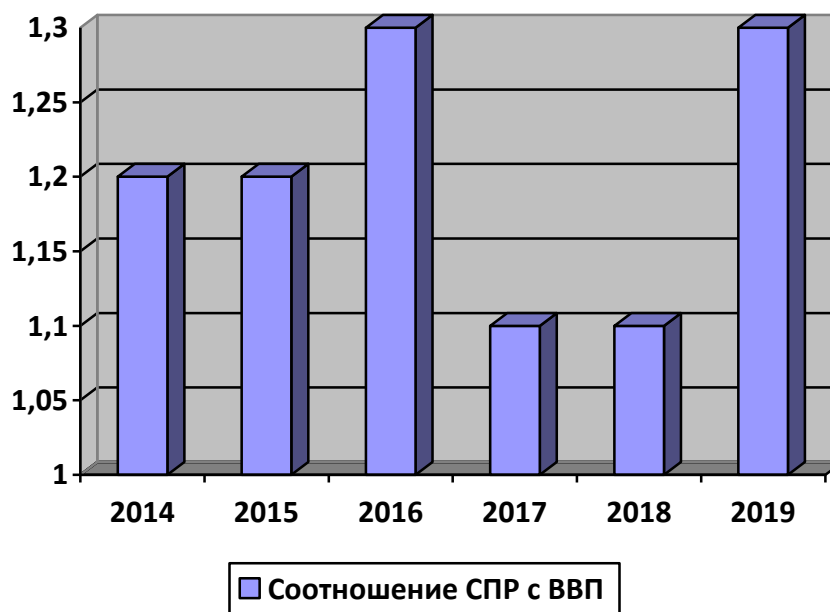


Схема 17
Соотношение СПР и ВВП (НПО; 2014-2019 гг.)

Доля СПР в структуре сегментов рынка ДУ составляла: в 2013 году - 22%; в 2016 году - 17,25%, в 2017 году - 15,94%, в 2018 году - 15,24%, в 2019 году - 14%⁹⁴. Таким образом, постепенно эта доля уменьшается в общем сегменте средств ДУ.

⁹⁴ Составлена автором на основе данных Банка России.

В соответствии с ФЗ «О НПФ» в настоящее время фонды имеют право самостоятельно размещать СПР в государственные ценные бумаги Российской Федерации, банковские депозиты и иные объекты инвестирования, предусмотренные Банком России. Перечень разрешенных активов для размещения СПР через доверительное управление представлен в упомянутом ранее *Приложении 17*.

Системой гарантирования прав застрахованных лиц защищены только пенсионные накопления граждан, средства и накопления в НПО этой системой не охвачены. Кроме того, действующее пенсионное законодательство не предусматривает гарантии возвратности вкладчику/участнику денежных средств в размере не менее переданных НПФ в качестве пенсионных взносов [188]. Однако ФЗ «О НПФ» предусматривает механизм восполнения отрицательного результата от размещения СПР путем направления Фондом собственных средств в размере величины уменьшения СПР или величины недополученного дохода Фонда.

В соответствии с Указанием Банка России от 31.10.2018 №4954-У [54] НПФ должен рассчитывать (в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности) совокупную стоимость СПР как разницу между стоимостью активов, составляющих СПР фонда, и величиной всех обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов⁹⁵. Так, эффективная ставка доходности долговой ценной бумаги от цены P определяется по формуле:

$$P + NKD = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1 + YTM)^{t_i - t_0}},$$

365

⁹⁵ За исключением обязательств по договорам НПО и обязательств, сформированных для обеспечения устойчивости исполнения указанных обязательств, на момент расчета совокупной стоимости СПР.

где:

YTM - искомая эффективная ставка доходности;

P - цена, от которой рассчитывается эффективная ставка доходности долговой ценной бумаги;

NKD - накопленный купонный доход на дату оценки (прибавляется в том случае, если цена P не включает НКД);

N - количество оставшихся на дату оценки платежей процентов и/или основной суммы долга по долговой ценной бумаге;

CF_i - величина i -го платежа;

t_i - дата i -го платежа,

t_0 - дата оценки.

Приведенная стоимость денежных потоков на дату оценки рассчитывается по формуле:

$$PV = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1+r)^{\frac{t_i - t_0}{365}}},$$

где:

r - ставка дисконтирования;

N - количество оставшихся на дату оценки платежей процентов и/или основной суммы долга по договору (депозиту, долговой ценной бумаге);

CF_i - величина i -го платежа;

t_i - дата i -го платежа,

t_0 - дата оценки.

Размещение СПР должно давать возможность НПФ выполнить свои обязательства перед вкладчиками/участниками по гарантированной выплате негосударственной пенсии (согласно пенсионному договору), то есть обязательства Фонда не должны превышать стоимости СПР. Управление СПР при формировании инвестиционного портфеля должно исходить из определенно-

го уровня гарантированной фиксированной доходности того или иного разрешенного для размещения СПР объекта. Отсюда, предпочтение при формировании инвестиционного портфеля отдается именно таким объектам.

Подход со стороны госрегулятора к финансовой устойчивости НПФ за последнее время изменился. В первую очередь, учитывается сбалансированность активов с учетом финансовых рисков и пассивов (пенсионных обязательств) и с учетом актуарных рисков на срок пять лет (в соответствии с методикой макропруденциального стресс-тестирования). Эксперты называют данный подход промежуточным между стандартами Базель для банков и стандартами Solvency для страховых организаций [282].

Увеличение стоимости инвестиционного портфеля составило за 2016 год - 10,5%; 2017 год - 8,9%; 2018 год - 4,2%; 2019 год - 12,1% (в абсолютных значениях - увеличение на 51,2 млрд руб.; на 31.12.2018 стоимость инвестиционного портфеля - 1261,1 млрд руб.; на 31.12.2019 - 1414,0 млрд руб.).

Изменения в структуре инвестиционного портфеля СПР за 2014-2019 гг. представлены в *таблице 33*.

Таблица 33
Изменения в структуре инвестиционного портфеля СПР за 2014-2019 гг., в %

Наименование актива	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Денежные средства и депозиты	19,4	16,3	12,3	12,5	9,5	6,9
Акции	25,2	23,4	25,6	19,8	12,2	11,3
Облигации корпоративные	22,1	24,3	28,9	35,3	39,0	44,5
Государственные ценные бумаги РФ	0,8	3,1	5,1	9,1	14,2	12,9
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	2,6	3,4	2,3	2,6	3,4	2,4
Муниципальные ценные бумаги	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Иностранные ценные бумаги	2,8	2,8	2,0	0,3	1,9	1,2
Инвестиционные паи ПИФ	15,8	16,5	11,5	17,5	17,9	17,0
Недвижимость	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1

Ипотечные ценные бумаги	1,8	2,3	3,4	2,1	1,4	1,0
Прочие активы	9,3	7,6	8,5	0,6	0,3	2,6
Всего:	100	100	100	100	100	100

Анализируя приведенную таблицу, можно сделать выводы, что с 2014 по 2019 гг. в структуре инвестиционного портфеля СПР произошло увеличение (на всем исследуемом периоде) доли корпоративных облигаций (+100,4%); государственных ценных бумаг (увеличение с 2014 по 2018 гг., что было связано с привлекательным для НПФ соотношением риск/доходность, затем снижение в 2019 году на 1,3%); уменьшение доли вложений в денежные средства и депозиты (на 65%), акции (в 2,2 раза). Относительно иных активов тенденции разнонаправленные: период уменьшения доли вложений в тот или иной объект инвестирования чередуется с периодом увеличения данной доли (государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации; муниципальные ценные бумаги; иностранные ценные бумаги; ипотечные ценные бумаги; недвижимость).

Инвестиционные портфели СПР большинства НПФ являются консервативными. Одной из причин является внедрение с 01.01.2019 макропрudenциального стресс-тестирования по инвестиционному портфелю СПР (первоначально норматив прохождения такого тестирования был установлен Банком России в 50% от общего числа расчетных случаев, а с 01.07.2019 он был увеличен до 75% при одновременном ужесточении требования к концентрации активов⁹⁶). Мера по ужесточению требований к концентрации активов направлена на стимулирование их диверсификации и снижение рисков концентрации.

Средневзвешенная доходность размещения СПР за 2014-2019 гг. отражена на схеме 18.

⁹⁶ Банк России установил четыре позиции по концентрации активов: более 10% инвестиционного портфеля, 7,5-10%, 5-7,5% и до 5%. К 01.07.2019 для эмитентов, активы которых в инвестиционных портфелях НПФ превышают 10%, понижение рейтинга составит три ступени, до 10% - две, до 7,5% - одну ступень.

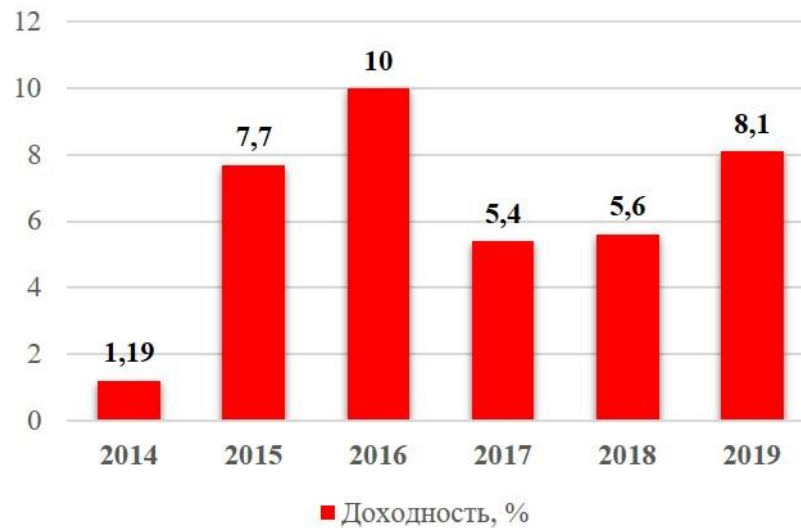


Схема 18
Доходность размещения СПР (2014-2019 гг.)

Накопленная доходность СПР в НПФ за 3-х летний период (2017-2019 гг.) составила 20,2%, что выше уровня накопленной инфляции за этот период (10,1%) [99].

Для сохранности СПР важен размер страхового резерва, который формируется, в том числе за счет части дохода от размещения СПР; части пенсионных взносов по НПО (до 3%). Среди НПФ, имеющих большой объем страховых резервов АО «НПФ «Благосостояние» (57,5 млрд руб., или 39,7% совокупного объема страховых резервов всех НПФ), АО «НПФ «ГАЗФОНД» (50,0 млрд руб., 34,5%), а также у АО «НПФ «Транснефть» (8,8 млрд руб., 6,1%). В совокупности у названных НПФ 80,2% всех страховых резервов НПФ. Страховые резервы всех НПФ на 31.12.2019 составили 145 млрд руб. [256].

Проведенный анализ позволил сформулировать следующие выводы:

1. В Российской Федерации негосударственное пенсионное обеспечение еще не получило своего широкого распространения и не стало основой для повышения уровня пенсионного обеспечения большинства граждан России. В основном его участники - это работники, включенные в корпоративные

пенсионные программы, индивидуальные пенсионные программы развиты слабо. Рынок НПО развивается неравномерными темпами, то убыстряется, то замедляется, но резкого увеличения количества участников НПО, несмотря на в целом положительную динамику его развития, не происходит. Причины этого, в первую очередь, макроэкономического характера, а именно, невысокие темпы развития российской экономики, падение реальных доходов населения, отсутствие четкой концепции развития национальной пенсионной системы России и, в частности, НПО, что создает ситуацию неопределенности, снижает степень доверия к этой системе потенциальных клиентов. Корпоративные пенсионные программы фактически подошли к пределам в своем развитии на данном этапе, а рынок индивидуального пенсионного страхования в НПО в силу объективных и субъективных факторов стагнирует.

2. Представляется, что введение ГПП, в рамках представленной на сегодняшний день концепции, не повлияет на систему НПО. Вместе с тем следует принять комплекс мер, с тем, чтобы дать новый импульс развитию корпоративных пенсионных программ и индивидуальному пенсионному страхованию в целях повышения жизненного уровня будущих пенсионеров. Так, на динамику развития системы НПО способно повлиять предоставление новых налоговых льгот для работодателей и работников, участвующих в корпоративных пенсионных программах (в частности, это может быть освобождение негосударственных пенсий от уплаты налога на доходы физических лиц вне зависимости от источника формирования данных пенсий: за счет паритетных взносов работника и работодателя или только на основе пенсионных взносов работодателя; установление точного перечня случаев, при которых выкупные суммы можно получать без фискальных последствий для всех сторон договора НПО и др.). Необходимо предусмотреть и участие государства в корпоративных пенсионных программах (например, уплата на паритетных началах пенсионных взносов работника и работодателя по 2% от заработной платы + 1% - участие государства).

3. Для того чтобы поднять уровень доверия граждан к участию в НПО необходимо повысить надежность и привлекательность данной системы, что возможно сделать путем включения последней в систему гарантирования АСВ (как это сделано для ОПС). Требуется создание государственной программы защиты прав вкладчиков/участников по аналогии с системой гарантирования прав застрахованных лиц.

4. Развитие системы НПО требует и дальнейшего развития финансового рынка, расширения линейки финансовых инструментов, в частности, дающих возможность вложения пенсионных средств на длительную перспективу с доходностью на уровне или выше уровня инфляции. Кроме того, расширение такой линейки возможно и за счет включения в нее иных активов (например, расширение списка иностранных государств, в облигации которых можно размещать СПР; приобретение доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью и др.). Требуется пересмотра и лимит вложений СПР в те или иные финансовые инструменты с целью либерализации ограничений (о чем речь пойдет в 3 главе работы).

5. Потенциал рынка негосударственных пенсионных услуг используется слабо, в частности, потенциал НПФ в качестве долгосрочного институционального инвестора. Речь может идти о широкомасштабном участии НПФ в финансировании инфраструктурных проектов.

6. Введение макропруденциального стресс-тестирования (МСТ), с одной стороны, необходимо, так как оно направлено на повышение надежности НПФ, контроля над кредитным качеством СПР, но, с другой стороны, оно сделало инвестиционные портфели СПР еще более консервативными, с финансовыми инструментами с достаточно невысоким уровнем доходности. Необходим анализ всех последствий введения МСТ в деятельность НПФ.

7. Представляется целесообразным вернуться к созданию профессиональных пенсионных программ для отдельных категорий работников с учетом региональной/отраслевой специфики.

8. Для стимулирования физических лиц следует создать систему налоговых преимуществ (освободить негосударственные пенсии от НДФЛ независимо от источника их финансирования, разрешить в случае жизненной необходимости /в исключительных случаях/ получать выкупные суммы без фискальных последствий для участника и вкладчика).

Глава 3. Повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: механизмы поддержания сохранности пенсионных средств в деятельности НПФ и их УК

Повышение уровня пенсионного обеспечения граждан предполагает реализацию разных механизмов, в том числе касающихся деятельности НПФ и их УК. Один из таких механизмов - обеспечение сохранности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения. Сохранность данных средств означает недопущение их потери, а, следовательно, позволяет сформировать накопительную/негосударственную пенсию у клиентов Фонда, что будет в дальнейшем являться дополнением к страховой пенсии и повысит, тем самым, уровень их пенсионного обеспечения.

Обеспечение сохранности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения - комплексная задача, решение которой предполагает как государственное, так и негосударственное регулирование данных процессов. В мировой практике сложились две модели такого регулирования:

а) модель, основанная на концепции «rule-based», в которой главенствующая роль принадлежит государственному регулированию и где незначительная часть полномочий передана негосударственным организациям (например, СРО /саморегулируемым организациям/, в частности, именно такая модель создана в США);

б) модель, построенная на концепции «principle-based», в которой приоритеты в подобном регулировании отданы СРО, чья роль в этом случае лишь корректируется государством (например, такая модель имеет место в Великобритании [196]).

Российская модель регулирования процессов, связанных с сохранностью пенсионных средств, предполагает как государственное, так и негосударственное участие. Вместе с тем, именно, государственному регулированию в настоящее время принадлежит ведущая роль. Тем не менее, среди направлений дальнейшего совершенствования сложившейся модели данного регули-

рования - все бóльшая передача функций от государственного к негосударственному механизму, что предполагает повышение роли СРО, спецдепозитариев, независимых актуариев и аудиторов, служб внутреннего контроля и риск-менеджмента фондов, а также их УК.

3.1 Переход к риск-ориентированному надзору в государственном регулировании деятельности НПФ в целях повышения сохранности пенсионных средств

Одна из важнейших задач государственного регулирования деятельности НПФ - обеспечение сохранности пенсионных средств клиентов фондов. Важно, с одной стороны, избежать наступления риска потерь данных средств, с другой стороны, обеспечить стабильное функционирование и позитивное развитие самих фондов, в том числе предотвратить риск их банкротства путем пруденциального надзора.

Государственное регулирование применительно к управлению пенсионными средствами включает комплекс мер по контролю и надзору за деятельностью организаций, осуществляющих указанное управление. Значительная часть полномочий по регулированию, контролю и надзору за деятельностью некредитных финансовых организаций (куда отнесены и субъекты рынка коллективных инвестиций) в соответствии с действующим законодательством передана Банку России, который нередко называют мегарегулятором финансового рынка. Вместе с тем есть целый ряд и иных органов государственной власти, также осуществляющих меры государственного регулирования пенсионной системы: Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации, Министерство финансов Российской Федерации, ПФР, ФНС России и пр.

В последние годы Банк России стал активно осуществлять макропруденциальную политику в отношении институциональных участников пенсионного рынка. Так, в 2018 году Банк России получил полномочия принимать

решения по макропруденциальной политике без внесения изменений в нормативные правовые акты. Цель указанной политики - обеспечение финансовой стабильности и надежности функционирования как отдельных финансовых институтов (в том числе и институтов рынка коллективных инвестиций), так и финансовой системы страны в целом за счет формирования запаса капитала, который может быть в случае необходимости направлен на покрытие возможных убытков, а также за счет ограничения рисков.

Для проведения макропруденциальной политики применительно к рынку коллективных инвестиций Банк России использует целый ряд секторальных инструментов, основанных, в частности, на требованиях к достаточности капитала и количественных ограничениях на объекты и структуру инвестиционного портфеля пенсионных активов.

Пруденциальное регулирование предполагает переход к риск-ориентированному регулированию деятельности институциональных участников управления пенсионными активами. В соответствии с принципами IOPS [382], риск-ориентированным называют структурный подход, направленный на выявление потенциальных рисков, например, в деятельности НПФ, а также факторов (в частности, финансовых, операциональных), способных минимизировать данные риски. Соответственно, и надзор Банка России за деятельностью НПФ/его УК должен носить пруденциальный характер, основываться на оценке потенциальных рисков для их деятельности и пенсионной системы в целом. При этом важно использовать инструменты для измерения резистентности фондов и их УК к различным рискам.

Понятие «пруденциальный надзор» (заимствовано из зарубежной практики и происходит от англ. «prudential» - благоразумный; нередко им обозначают ранний, предварительный надзор, выявляющий проблемы еще на начальных стадиях процесса) в настоящее время широко используется в российской практике государственного управления. Так, в «Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года» в каче-

стве одной из важнейших задач по устойчивому развитию национальной финансовой системы указано «совершенствование регулирования деятельности финансовых организаций, развитие системы пруденциального надзора и методик стресс-тестирования» [31].

К числу основных принципов пруденциального надзора в государственном управлении следует отнести минимизацию регуляторного воздействия (регулирование направлено только на те стороны деятельности, например, негосударственных пенсионных фондов, где могут возникнуть значимые по своим последствиям риски), минимизацию количества контролирующих органов, риск-ориентированность, открытость и пр.

Несмотря на то, что понятие пруденциального надзора сейчас широко используется в российской практике государственного управления, тем не менее, данное понятие нуждается в теоретическом осмыслении, так как используется нередко в разных значениях. Обобщая различные концептуальные подходы к его трактовке, выделим повторяющиеся в них признаки, раскрывающие сущностные черты данного надзора применительно к финансовым организациям (к которым относятся и негосударственные пенсионные фонды как некредитные финансовые организации) в целом:

- его основной целью является создание условий, при которых бы финансовая организация осуществляла эффективное управление рисками;
- имеет превентивный, профилактический характер, направлен на выявление на ранних стадиях процесса проблем в деятельности финансовой организации; при этом ряд действий потенциально рискованного характера могут ограничиваться или запрещаться; позволяет оперативно реагировать на возникающие проблемы в деятельности финансовых организаций;
- базируется на постоянном мониторинге рисков, оценке их параметров (отсюда его риск-ориентированная направленность), формулирует пруденциальные нормы - требования к финансовым институтам (предельные величины рисков, нормы по созданию резервов, методики расчета уровня риска в

зависимости от величины капитала и пр.), выполнение которых «обеспечивает надежность, ликвидность, платежеспособность, управление рисками, защиту интересов акционеров и вкладчиков» [137];

- разрабатывает стандарты для финансовых институтов, нормы которых имеют контрциклический (динамический) характер;

- может сочетаться с нормативным (строго ограничительным) подходом.

В настоящее время Банк России осуществляет переход к пруденциальному надзору за участниками пенсионного рынка, который основывается на оценке потенциальных рисков их деятельности и пенсионной системы в целом. При этом активно используются инструменты для измерения резистентности к различным рискам. Надзорные органы начинают реагировать не на возникшие проблемы, а на потенциальные риски, исходя из анализа ситуации на пенсионном рынке, деятельности его акторов в лице НПФ и их УК.

Банк России разработал и внедрил Стандарт надзора за НФО (некредитными финансовыми организациями) [101], который отражает риск-ориентированный характер указанного надзора. К числу требований Стандарта относятся введение режимов надзора; учет при надзоре размера и значимости НФО; создание риск-профилей для конкретных НФО; введение триггеров (показателей, автоматически рассчитанных на основе официальной отчетности НФО, появление которых или отклонение порогового значения от которых свидетельствует о проблемах в конкретной организации); состав и периодичность представления отчетности, проведения проверок на базе пропорционального регулирования.

Однако в Российской Федерации, как и в целом ряде стран, риск-ориентированный подход к управлению НФО сочетается с нормативным, при котором госрегулятор устанавливает определенные (нередко жесткие) требования к тем или иным показателям деятельности этих организаций. До внедрения модели пруденциального, риск-ориентированного надзора превалировала нормативная модель надзора за деятельностью НПФ и их УК, базирующая-

яся на разработке требований, связанных с установлением ограничений (в частности, эти ограничения касались объектов инвестирования/размещения пенсионных средств, структуры инвестиционного портфеля, совершаемых сделок и пр.) и контроле за их соблюдением.

Переход к пруденциальному надзору потребовал внесения корректив в политику госрегулирования процессов инвестирования/размещения пенсионных средств. С одной стороны, в настоящее время эта политика продолжает строиться на ограничениях, по-прежнему заметна ее нацеленность на инвестирование/размещение пенсионных средств НПФ и их УК в надежные финансовые инструменты. Вместе с тем имеющийся опыт государственного регулирования процессов управления пенсионными средствами на финансовом рынке показал, что даже при установленных ограничениях и неукоснительном их соблюдении не исключены ощутимые финансовые потери пенсионных средств (как показатель - отрицательная доходность большинства УК и НПФ в финансовый кризис 2008-2009 годов). С другой стороны, выстраиваемая модель риск-ориентированного надзора предполагает либерализацию установленных ограничений, что уже нашло отражение в соответствующих нормативных правовых актах Банка России [48; 57].

Риск-ориентированный надзор применительно к деятельности разных субъектов пенсионного рынка имеет свои особенности. В частности, для НПФ к числу таких особенностей можно отнести:

- длинный горизонт инвестирования/размещения пенсионных активов;
- наличие УК, являющихся активными участниками процесса управления (доверительного управления) пенсионными средствами, аккумулированными в НПФ или ПФР;
- контроль со стороны спецдепозитария за процессами управления пенсионными активами;
- наличие специфических рисков в деятельности пенсионных фондов, УК (например, биометрических рисков, рисков смертности и долголетия);

- пониженная (по сравнению с другими финансовыми институтами, например, банками) потребность в ликвидности на стадии формирования пенсионных средств.

Информация о деятельности фондов и их контрагентов должна позволять госрегулятору отслеживать возникающие и потенциальные риски в процессах управления пенсионными активами.

Итак, риск-ориентированный надзор предполагает либерализацию инвестиционных ограничений, хотя и не исключает при этом наличия строгих ограничений на определенные объекты инвестиций (например, ценные бумаги связанных лиц), а также установление максимальных уровней инвестиций по видам. Конкретно риск-ориентированный надзор за управлением пенсионными активами в Фонде включает (схема 19)⁹⁷:

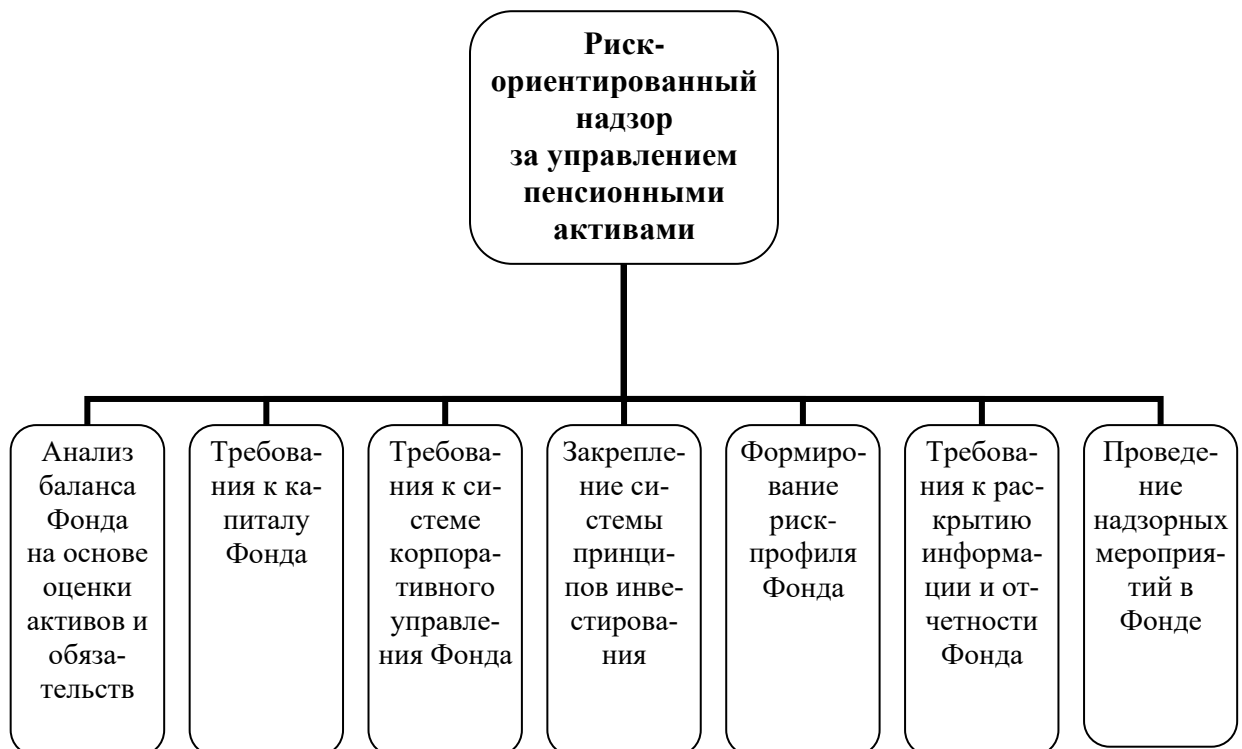


Схема 19
Риск-ориентированный надзор за управлением пенсионными активами в НПФ

⁹⁷ Составлена автором на основе [101; 383].

- анализ баланса Фонда, сформированного в рамках риск-ориентированного подхода (Market Consistent Balance Sheet), а именно на основе принципа оценки активов и обязательств Фонда по их рыночной стоимости (mark-to-market) [186];

- установление госрегулятором минимальных требований к капиталу (Minimum Capital Requirements, MCR) Фонда (размер капитала должен обеспечивать выполнение Фондом своих обязательств в течение последующих 12 месяцев с вероятностью 85%);

- закрепление в нормативных правовых актах требования со стороны госрегулятора по созданию системы корпоративного управления в Фонде, адекватной масштабу и уровню рисков, связанных с деятельностью Фонда;

- закрепление соответствующих принципов инвестирования/размещения пенсионных средств («правило разумного инвестора»);

- формирование риск-профиля, включающего матрицу основных рисков, с которыми сталкивается Фонд (составляется на основе анализа финансового состояния фондов, показателей их деятельности, показателей поведенческого надзора, оценки рисков, наличия надзорных мер и их исполнения и пр.);

- установление требований к раскрытию информации о деятельности Фонда, включая отчетность (в частности, это общие формы отчетности о деятельности Фонда, а также специальные формы отчетности Фонда по ОПС и НПО [58]);

- проведение надзорных мероприятий, периодичность и содержание которых зависят от категории финансовой организации (в данном случае НПФ).

Так, требования к капиталу Фонда включают минимальные требования к капиталу для выполнения обязательств Фонда; требования к капиталу Фонда для обеспечения его платежеспособности; порядок расчета собственных средств (капитала). Система корпоративного управления Фонда выстраивается в соответствии с управлением рисками и с учетом постепенного перехода при инвестировании/размещении пенсионных средств от разрешенного пе-

речня активов к принципу осмотрительности (свободы инвестирования), стандарту разумного лица (*prudent person*), правилу разумного инвестора (что предполагает осторожность и осмотрительность в инвестировании пенсионных активов, должный экспертный уровень, предварительный анализ объектов инвестирования). При этом портфельные ограничения могут эффективно сочетаться с применением пруденциального подхода. Общая архитектура риск-менеджмента при пруденциальном подходе включает риск-менеджмент НПФ и соответствующие действия надзорного органа, иных участников финансового рынка (спецдепозитария, независимых аудитора, актуария, риск-менеджмент УК и пр.).

Пруденциальный надзор при этом смещается от надзора за соблюдением установленных требований к анализу пруденциального поведения участников рынка коллективных инвестиций. Периметр регулирования в рамках риск-ориентированного подхода устанавливается согласно концепции пропорционального регулирования [101]. Цель последнего - оптимизация регуляторной нагрузки участников финансового рынка на основе дифференцированного подхода, учитывающего уровень развития финансового сектора, его специфику, риски и пр. Методы регулирования, тем самым, становятся зависимыми от уровня риска. На основе этого критерия происходит и категоризация субъектов финансового рынка, хотя четких критериев такой категоризации нет (о чем, в частности, свидетельствует и международный опыт), но имеют место рамочные критерии (характер или вид деятельности НФО /некредитной финансовой организации/, масштаб данной деятельности и ее сложность). Отсюда и специфика надзорных режимов: от упрощенного до максимально контролируемого [101].

На *схеме 20* отражены основные направления пропорционального регулирования деятельности НФО, включая и деятельность субъектов по управлению пенсионными активами.

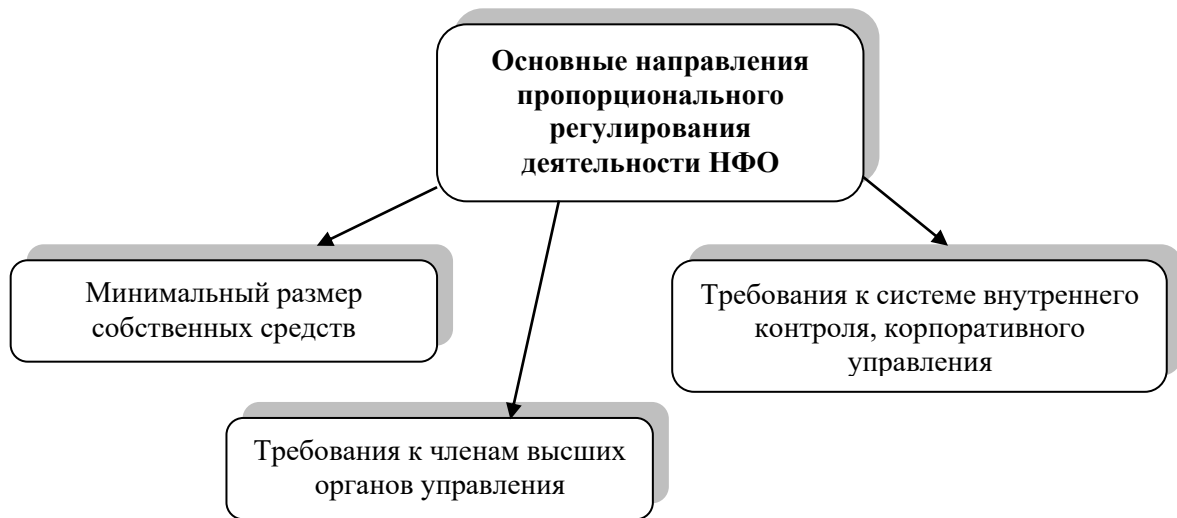


Схема 20
Основные направления пропорционального регулирования деятельности НФО⁹⁸

Итак, риск-ориентированный надзор за участниками финансового рынка предполагает проведение категоризации последних (в зависимости от степени риска в деятельности НФО: от высокорискованных до менее рискованных; по риск профилю: от «зеленого» до «красного»; в зависимости от воздействия на финансовую систему, размера бизнеса, социальной значимости и прочих факторов: крупные и системно значимые, средние, малые). Для УК, участвующих в пенсионной системе, базовым критерием выступает объем заключенных сделок для НПФ предусмотрены качественные критерии, в результате чего все они попадают в категорию средних; отсюда - разная периодичность и интенсивность надзорных мероприятий, объем и периодичность представления отчетности («режим надзора») [101].

В *таблице 34* представлены четыре режима надзора госрегулятора за деятельностью финансовых организаций.

⁹⁸ Составлена автором на основе [101; 383].

Таблица 34
Режимы риск-ориентированного надзора⁹⁹

Режимы	Содержание надзора
№1	Мониторинг сигнальных показателей (триггеров), реагирование на надзорные факты
№2	Стандартный режим надзора
№3	Для НФО с повышенным уровнем риска и большим объемом бизнеса
№4	Вывод компании с рынка при наличии соответствующих оснований

Таким образом, характер, содержание надзора за деятельностью субъектов управления пенсионными активами зависит от объема рисков, возникающих в их деятельности, который определяется на основе видов совершаемых операций (ОПС или НПО) и объема таких операций (количественный критерий). Указанный надзор реализуется по следующему принципу: чем выше риски, тем выше требования (без деления на категории в зависимости от количественных критериев). В качестве дальнейшего совершенствования госрегулирования планируется развитие пропорционального регулирования в зависимости от вида операций. Так, в настоящее время в зависимости от вида совершаемых НПФ операций (ОПС или НПО) установлены разные требования к инвестированию средств пенсионных накоплений /СПН/ и размещению средств пенсионных резервов /СПР/. Введение стресс-тестирования позволит в перспективе отказаться от ряда ограничений при инвестировании/размещении пенсионных средств, значительно расширить перечень объектов инвестирования. При этом госрегулятор исходит из того, что клиенты НПФ являются неквалифицированными инвесторами.

Вместе с тем для некоторых НФО (в частности, для спецдепозитариев, выполняющих контролирующие функции по отношению к НПФ и их УК) не устанавливаются специальные требования пропорционального надзора. Они являются одинаковыми для страховых организаций, брокеров, перестраховочных компаний, акционерных инвестиционных фондов. Одной из целей введения риск-ориентированного надзора в рамках пропорционального регу-

⁹⁹ Составлена автором на основе [101; 383].

лирования является снижение объема предоставляемой отчетности, частоты проверок, что в целом позволило бы существенно сократить регуляторную нагрузку на НПФ и иные некредитные финансовые организации, о чрезмерности которой высказываются многие участники пенсионного рынка.

В настоящее время по инициативе Правительства России начал действовать регулятивный инструмент, получивший название в международной практике государственного регулирования «регуляторная гильотина». Его цель - масштабный пересмотр нормативных правовых актов, тормозящих развитие того или иного сектора экономики, отрасли.

В связи с этим применительно к управлению пенсионными средствами «регуляторная гильотина» должна затронуть целый ряд нормативных правовых актов (или их отдельных положений, статей).

В частности, это затронуло Постановление Правительства Российской Федерации от 01.02.2007 №63 [38], так как введение стресс-тестирования и риск-ориентированного надзора привели к пересмотру требований к размещению СПР.

Нуждается в пересмотре и требование, закрепленное ФЗ «О НПФ», об обязанности НПФ обеспечить сохранность переданных им в управление пенсионных средств. Представляется, что данное требование должно обеспечиваться не только НПФ, но и госрегулятором, а именно созданием условий для развития финансового рынка, инвестирования/размещения пенсионных средств в более широкий круг финансовых инструментов с целью получения стабильной доходности при приемлемом уровне риска. Другие предложения по совершенствованию пенсионного законодательства в рамках «регуляторной гильотины», которые были разработаны и при участии автора настоящего исследования, представлены в *таблице 35*.

Предложения по совершенствованию пенсионного законодательства¹⁰⁰

СРО, автор инициативы	Ссылка на пункт отменяемого или изменяемого нормативного правового акта	Решение Подгруппы
НАУФОР	Постановление Правительства РФ от 27.12.2004 №853 «О порядке поддержания достаточности собственных средств (капитала) управляющей компании и специализированного депозитария относительно объема обслуживаемых активов».	Обратиться в государственный орган, обладающий правом законодательной инициативы, с предложением об исключении из ст.36.14 и 36.18 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» обязанности УК и СД поддерживать достаточность собственных средств (капитала) относительно объема обслуживаемых активов, а также полномочий Банка России по утверждению порядка поддержания указанной достаточности и о последующей отмене постановления Правительства РФ от 27.12.2004 №853.
НАПФ АНПФ	П.3 ст.14 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» и абз.6 п.4 Приложения 2 к Указанию Банка России от 27.11.2017 №4623-У «О формах, сроках и порядке составления и представления в Банк России отчетности о деятельности, в том числе требованиях к отчетности по обязательному пенсионному страхованию, негосударственных пенсионных фондов».	Обратиться в государственный орган, обладающий правом законодательной инициативы, с предложением об исключении из п.3 ст.14 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» обязанности НПФ уведомлять Банк России о заключении, изменении и прекращении договоров на проведение обязательного аудита и об актуарном оценивании деятельности НПФ.
АНПФ	П.17 ст.36.2 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах».	Обратиться в государственный орган, обладающий правом законодательной инициативы, с предложением об исключении п.17 ст.36.2 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах», предусматривающего избыточную обязанность НПФ, осуществляющего деятельность по ОПС, публиковать не реже одного раза в год в СМИ и (или) на своем официальном сайте в сети «Интернет» отчет о формировании СПН.
НАУФОР	Приказ ФСФР России от 19.07.2007 №07-83/пз-н «Об утверждении Положения о порядке и сроках раскрытия информации о составе и структуре акционеров (участников) управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление средствами пенсионных накоплений на основании договора с негосударственным пенсионным фондом».	Обратиться в государственный орган, обладающий правом законодательной инициативы, с предложением об исключении из ст.36.14 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» обязанности УК, осуществляющей инвестирование СПН, раскрывать информацию о структуре и составе акционеров (участников) и полномочия Банка России по установлению порядка и сроков такого раскрытия. Отменить приказ ФСФР России от 19.07.2007 №07-83/пз-н после внесения указанных изменений в Федеральный закон.

¹⁰⁰ Составлена автором на основе [201].

«Регуляторная гильотина» - это лишь один из механизмов совершенствования системы госрегулирования. Важно не только сокращение устаревших или дублирующих, но и принятие эффективных нормативных правовых актов и документов в будущем. Так, реформирование пенсионной системы, включая и механизмы управления пенсионными активами, невозможно без создания полноценной стратегии развития пенсионной системы, финансового рынка, экономики в целом. Одновременно ликвидация устаревших нормативных правовых актов не должна приводить к огромному числу внедрения новых (так, только в 2019 году Банк России предложил внедрить 160 новых нормативных правовых актов) [332]. За последние шесть лет регуляторная нагрузка на участников финансового рынка увеличилась в 2,5 раза [332]. Скорость внедрения правовых новелл не позволяет участникам данного рынка перестраивать свою деятельность столь же быстро. Более того, речь идет и о значительных расходах, которые несут участники рынка в связи с этим (в частности, для ряда участников она составляет 50-70 млн руб. в месяц: это и зарплаты сотрудников, вложения в развитие цифровых информационных технологий, упущенная выгода и пр.) [332]. Проведение «регуляторной гильотины» поможет снизить данные издержки. Регулирование и надзор за всеми составляющими пенсионной системы, несмотря на передачу значительного числа полномочий Банку России, по-прежнему, как отмечалось ранее, сосредоточены между разными госорганами. Из-за такой раздробленности имеют место отставания в реагировании со стороны госорганов на возникающие ситуации в пенсионной системе (в частности, в системах ОПС или НПО). Следует отметить, что государственное регулирование, контроль и надзор за участниками финансового рынка предполагает и направленность на совершенствование данного рынка. Так, в настоящее время финансовый рынок ориентирован на краткосрочные выгоды и большую маржинальность, а это - основной риск развития отрасли [215].

К числу нововведений со стороны госрегулятора на рынке коллективных инвестиций следует отнести и переход на электронный формат сбора и обработки отчетных данных на базе XBRL¹⁰¹, позволяющий получать и анализировать информацию в разных ракурсах (в частности, переход НПФ на данный стандарт произошел в начале 2018 года). XBRL объединил данные единого плана счетов (ЕПС), бухгалтерской финансовой отчетности (БФО), элементы МСФО и иные показатели. Это позволило госрегулятору получать всю необходимую информацию о деятельности участников пенсионного рынка, т.е. разработать инструмент, оптимальный с точки зрения контроля. Язык XBRL позволил упростить и обработку полученной информации, сделать ее прозрачной. Данный формат удобен не только для контролирующих и надзорных органов, но и для инвесторов, так как они получают возможность получать построенную на одних основаниях отчетность разных компаний.

Одновременно внедрение XBRL показало и целый ряд проблем: необходимость финансовых затрат на специальное программное обеспечение, отсутствие необходимых специалистов для работы в таком формате, сложность подготовки первичных данных и показателей, которые затем должны быть преобразованы в формат XBRL¹⁰².

Внедрение XBRL потребовало построения в организациях НФО соответствующей инфраструктуры, с помощью которой осуществляется подготовка отчета XBRL (от расчета показателей в учетных системах до генерации и валидации отчетного файла). XBRL значим не только для госрегулятора, но и для самих НФО, в которых он успешно внедряется. В частности, с помощью XBRL происходит унификация передаваемой информации, устранение избыточности последней, «переход от "форма-центричного" подхода к "дата-центричному" подходу» [327].

¹⁰¹ EXtensible Business Reporting Language - расширяемый язык деловой отчетности.

¹⁰² В России был внедрен формоцентрический подход XBRL, когда таксономия повторяет бланки форм (дублирование данных и расчеты в формах) [154].

Среди механизмов перехода к риск-ориентированному надзору за участниками рынка коллективных инвестиций - механизм макропруденциального стресс-тестирования (МСТ), цель которого оценить устойчивость финансовых организаций в шоковых условиях, «обеспечить наличие у них достаточного капитала и ликвидных активов для сохранения устойчивости при реализации стресса» [98]. Применительно к НПФ механизм МСТ состоит в моделировании негативных сценариев развития рыночной конъюнктуры на определенных временных интервалах в целях проверки возможностей фондов исполнять свои обязательства перед вкладчиками, участниками, застрахованными лицами и их правопреемниками. Вообще МСТ стало одним из важнейших аналитических инструментов по оценке системных рисков. Кроме того, НФО могут инициировать «горячие продажи», что ведет к угрозе стабильности финансовой системы в целом. Поэтому МСТ включает не только оценку чувствительности деятельности НФО к факторам риска, но и влияния внутрисекторальных и межсекторальных связей на стабильность финансовой системы.

МСТ проводится на основе заданий различных стрессовых сценариев, включающих воздействие неблагоприятных факторов на устойчивость той или иной финансовой организации (оценка финансовой устойчивости данной организации к шоку, для чего особое внимание уделяется достаточности капитала и ликвидных активов). МСТ дает возможность целостного видения всей финансовой системы, что позволяет вовремя раскрыть потенциальные причины системных рисков. НПФ и иные участники рынка коллективных инвестиций могут быть как получателями шока от финансовой системы, так и источниками заражения. Процессуальный аспект проведения МСТ отражен на *схеме 21*¹⁰³.

¹⁰³ Составлена автором на основе [98].

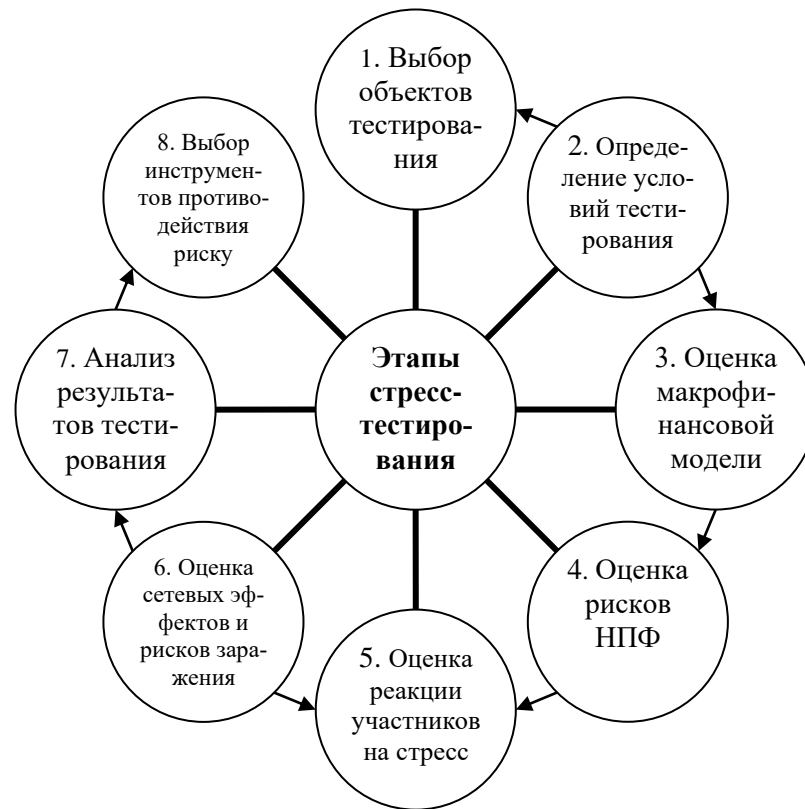


Схема 21

Этапы макропруденциального стресс-тестирования

С февраля 2018 года процедура МСТ инвестиционного портфеля СПН для НПФ стала обязательной, а с 2019 года - и для СПР. Вводные параметры Банк России публикует в стресс-тестах. Цель данного тестирования - «определение условий накопления финансовой системой рисков, усиливающих потенциальные угрозы для рынка НПФ» [98].

Ряд условий, заложенных в сценарии, касается макропоказателей, например: падение цен на нефть и их сохранение на этом уровне в течение 2-х лет; уровень инфляции (от 4% до 5,4%) при одновременном шоке предложения (например, со стороны рынка США) и шоке спроса (снижение мирового спроса на нефть); динамика ВВП (например, от -2,3% до +1,9%); изменение курса доллара США и пр. Часть условий сценария касается доходности финансового рынка: изменение показателей доходности ОФЗ, цен на недвижимость, и еще одна часть условий - изменений внутренних показателей (отток

застрахованных лиц, вкладчиков и участников; приостановка продажи активов и пр.). Каждая позиция в инвестиционном портфеле Фонда должна быть протестирована на вероятность дефолта 30 тыс. раз (по методу Монте-Карло). НПФ обязаны выполнить обязательства в 75% расчетных случаев при негативном сценарии развития экономики (требование Банка России, установленное с 01.07.2019)¹⁰⁴. Горизонты стресс-тестирования и виды рисков для НПФ отражены в *таблице 36*:

Таблица 36
Горизонты стресс-тестирования и виды рисков для НПФ

Горизонт стресс-тестирования	Виды оцениваемых рисков
1 квартал	Рыночный риск
1 год от начала кризиса	Среднесрочный рыночный и кредитный риски
2 года	Долгосрочный рыночный и кредитный риски
5 лет	Долгосрочный рыночный, процентный, кредитный риски

Макропруденциальное стресс-тестирование НПФ реализуется в разрезе рыночных средне- и долгосрочных (неблагоприятное изменение ценовых параметров финансовых инструментов), процентного (неблагоприятное изменение процентных доходов в результате сдвига процентных ставок), кредитного рисков.

На первом этапе стресс-тестирования (1 квартал) - реализация рыночного риска, один год от начала кризиса - среднесрочного рыночного и кредитного рисков; 2 года - долгосрочного рыночного и кредитного рисков; 5 лет - долгосрочного рыночного, процентного и кредитного рисков. На первом этапе (1 квартал) переоценке подвергаются все инструменты финансового рынка с учетом рыночного риска. Рассчитывается и коэффициент нагрузки на устав-

¹⁰⁴ Итерация теста считается непройденной, если в результате нее уставной капитал фонда опустился ниже 150 млн руб. (с 01.01.2020), если резерв по ОПС составил меньше 1% от среднегодовой стоимости чистых активов пенсионных накоплений и нет возможности его пополнить за счет собственных средств, не хватает ликвидности для исполнения текущих обязательств, гарантийного восполнения, отчислений в Агентство по страхованию вкладов и ряда других требований.

ной капитал¹⁰⁵. Анализируется дефицит капитала НПФ (в частности, его дефицит возникает при значении ниже 150 млн руб. /с 01.01.2020/ - официально установленный уровень достаточности уставного капитала Фонда).

Проанализируем сценарии стресс-тестирования финансовой устойчивости негосударственных пенсионных фондов, утвержденные Приказом Банка России от 20.09.2019 №ОД-2201 [50].

В частности, в данных сценариях расширены возможности инвестирования пенсионных активов в корпоративные облигации (по авторским расчетам, по сравнению с предыдущими версиями стресс-тестов спред между доходностью ОФЗ и корпоративных облигаций на большем промежутке времени более узкий; улучшены показатели дефолта корпоративных бумаг), что отвечает направленности Банка России на стимулирование вложений данных активов в реальный сектор экономики.

Однако это сложно реализовать на практике ввиду отсутствия предложений высококачественных эмитентов и финансовых инструментов на финансовом рынке.

Проведенный анализ показал, что МСТ имеет как свои достоинства, так и недостатки, что отображено в *таблице 37*¹⁰⁶.

Таблица 37
Достоинства и недостатки МСТ

Достоинства МСТ	Недостатки МСТ
1. Соответствует построению системы риск-ориентированного надзора.	1. Модель отражает не все характеристики актива (например, в ней не отражена вся значимая информация об эмитентах).
2. Выявляет достаточность активов и способность Фонда исполнять свои обязательства в полном объеме и в установленные сроки.	2. Небезупречность применения методик рейтингования (в частности, корреляция рейтингования международными рейтинговыми компаниями и российскими аналогичными компаниями).

¹⁰⁵ Нагрузка на капитал = Отрицательная нетто-позиция НПФ/Капитал НПФ с учетом стресс-тестирования. Если рассчитанный таким образом коэффициент больше 1, то это свидетельствует о недостатке собственных средств для покрытия убытков, которые могут иметь место при реализации рыночного и кредитного рисков.

¹⁰⁶ Составлена автором на основе [49; 50; 98; 183; 186].

3. Выявляет уровень надежности и ликвидности портфелей СПН, СПР и собственных средств на текущем уровне.	3. Несостыковки с действующим пенсионным законодательством (в частности, возможность восполнения резервов по ОПС /РОПС/) ¹⁰⁷ .
4. Способствует совершенствованию стратегии предупреждения и смягчения рисков.	4. Жесткость сценариев и условий успешного прохождения стресс-тестирования (повышение с 20% до 75% за год).
	5. Не нацеливает на долгосрочность инвестирования, анализируется только соотношение текущих финансовых поступлений к текущим пенсионным обязательствам (баланс денежных потоков)

Подведем итоги.

1. В процессах государственного регулирования деятельности НПФ по управлению пенсионными средствами создана достаточно эффективная система обеспечения сохранности данных средств, что способствует повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов.

2. Современный надзор за деятельностью НПФ можно охарактеризовать как пруденциальный, риск-ориентированный, основанный на пропорциональном регулировании, одним из базовых принципов которого становится принцип зависимости объема регуляторных требований от объема рисков, принимаемых субъектами управления пенсионными средствами. Основные направления и инструменты риск-ориентированного подхода со стороны госрегулятора к участникам пенсионного рынка изображены на *схеме 22* [98; 101].

3. Среди основных направлений совершенствования государственного регулирования управления пенсионными средствами в целях повышения их сохранности и доходности в настоящее время особое значение придается новой концепции реорганизации системы накопительной пенсии - введение «гарантированного пенсионного плана» (ГПП) [266]. Согласно этой Концепции, формирование накопительной пенсии будет иметь добровольный характер,

¹⁰⁷ «Excel-модель, предложенная Банком России, не допускает возможности восполнения величины резерва по обязательному пенсионному страхованию (РОПС) до норматива после того, как был допущен дефицит в одном из тестируемых периодов, что также искажает полученные результаты и, кроме того, несколько не соответствует нормам действующего законодательства» [183].

размер отчислений участник пенсионной системы будет устанавливать самостоятельно, получая при этом налоговую льготу на выплаченный взнос: при максимальном размере взноса в 6% от заработной платы при ставке НДФЛ 13% экономия составит 0,78% заработной платы. Предусмотрена также возможность софинансирования со стороны работодателя. Существующие пенсионные накопления могут быть конвертированы в новый план. В связи с этим целесообразно создание единой системы требований со стороны госрегулятора к инвестированию/размещению пенсионных средств, то есть об объединении систем ОПС и НПО в части такого инвестирования.



Схема 22

**Основные направления и инструменты риск-ориентированного
подхода со стороны госрегулятора к участникам пенсионного рынка**

В связи с этим предлагается:

а) закрепить право НПФ на самостоятельное инвестирование пенсионных резервов, относимых в настоящее время к НПО, а также поэтапное разрешение НПФ самостоятельного инвестирования (начиная с простых финансовых инструментов) и средств пенсионных накоплений в ОПС. Для этого имеются достаточные основания, а именно: проведение акционирования НПФ, прохождение ими строгой процедуры соответствия определенным требованиям, установленным Банком России при вступлении фондов в систему АСВ, создание в фондах собственных систем риск-менеджмента, необходимость успешного прохождения фондами процедур МСТ, формирование эффективных механизмов контроля за НПФ как со стороны госрегулятора, так и негосударственных структур, в частности, спецдепозитария, повысили надежность деятельности фондов и уровень их профессионализма в управлении пенсионными активами, что сделало возможным и целесообразным расширение их прав на самостоятельное размещение пенсионных средств, без обязательного участия УК в качестве доверительного управляющего;

б) расширить возможности инвестирования пенсионных средств, включая расширение перечня разрешенных для инвестирования активов, например, в паи ЗПИФов и др.; при этом повысить требования к качеству активов со стандартным уровнем риска. Создание единой системы инвестирования/размещения пенсионных средств не исключает необходимости разработки и внедрения долгосрочных финансовых инструментов, позволяющих получать стабильную гарантированную доходность на вложенные средства.

4. Ввиду внедрения процедуры МСТ предлагается рассмотреть (по результатам стресс-тестов) возможность снижения установленного требования к минимальному размеру собственных средств НПФ, не снижая при этом требований к достаточности активов для исполнения его обязательств. По причине сближения систем ОПС и НПО, о чем говорилось выше, предлагается отказаться от пропорционального регулирования деятельности НПФ в зави-

симости от вида деятельности (а именно от различения видов деятельности по ОПС и НПО); учитывать в сценариях МСТ инвестирование пенсионных средств в долгосрочные проекты и в связи с этим отказаться от фиксинга величины пенсионных средств на 5-летнем интервале.

5. Целесообразно унифицировать интенсивность и периодичность надзорных мероприятий для всех НПФ (независимо от их участия в ОПС и НПО); оптимизировать стандарт надзора со стороны госрегулятора за участниками пенсионного рынка.

6. Необходимо при принятии новых законов и подзаконных актов акцентировать внимание на эффективности уже принятых и целесообразности принятия новых; стабилизировать правовые основы деятельности участников пенсионного рынка.

7. Переместить акцент в госрегулировании с соответствия деятельности НПФ нормативным требованиям на выполнение пенсионных обязательств, в том числе на «коэффициент пенсионных выплат» («coverage ratio»), о котором говорилось ранее во введении работы. Представляется, что эта мера позволит повысить уровень пенсионного обеспечения клиентов фондов.

8. Установить материальную ответственность рейтинговых агентств и прочих агентов за необоснованные рейтинги и последствия своих действий.

3.2 Совершенствование негосударственных механизмов контроля за управлением пенсионными средствами в НПФ в целях обеспечения их сохранности (на примере специализированного депозитария)

Повышению уровня пенсионного обеспечения граждан способствует и реализация механизмов негосударственного контроля за управлением пенсионными средствами в НПФ. Негосударственный контроль также нацелен на недопущение потери пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения, реализуемых НПФ и их УК.

Таким образом, помимо механизма государственного контроля за управлением НПФ и их УК пенсионными активами в российской пенсионной системе выстроен и механизм негосударственного контроля. Он представлен контролирующими функциями специализированного депозитария (СД), независимых актуария и аудитора, службами внутреннего контроля и риск-менеджмента НПФ и/или УК, участвующей в пенсионной системе и заключившей договор доверительного управления пенсионными средствами с НПФ (и/или с ПФР).

Одно из главных звеньев в данном механизме - СД, среди основных задач которого поддержание надежности функционирования НПФ и УК, являющихся клиентами СД, а, следовательно, и пенсионного рынка в целом, что позволяет, в конечном итоге, фондам выполнять пенсионные обязательства перед их вкладчиками, участниками, застрахованными лицами и их правопреемниками в срок и в полном объеме.

Выполняя свои функции, СД, в конечном итоге, действует в интересах застрахованных лиц по договорам ОПС, вкладчиков и участников НПФ, которые «нуждаются в независимом "контролере" своих контрагентов» [108]. Это достигается СД с помощью учета, хранения и контроля за имуществом, в которое размещены/инвестированы пенсионные средства; ежедневного контроля за соответствием деятельности НПФ и УК по распоряжению пенсионными средствами требованиям соответствующих нормативных правовых актов; направления Банку России уведомлений о выявленных нарушениях данных требований, а также отчетности о выполненных операциях с пенсионными активами, видах и стоимости ценных бумаг [17; 45].

СД заключает с НПФ и УК договоры об оказании услуг, согласно которым получает вознаграждение. Создание механизма контроля со стороны СД делает пенсионную систему не только более надежной, но и сбалансированной, так как позволяет сформировать эффективную схему взаимодействия участников пенсионного рынка. СД в этой системе выступает как связующее звено

государственного и негосударственного механизмов контроля. «Спецдепозитарий должен быть надежной организацией, поскольку хранит активы клиентов, несет с ними солидарную финансовую ответственность, и от него требуется объективность и независимость в принятии решений» [168, с.20].

На 26.07.2020 имели лицензию специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов 24 СД (при этом все они - профессиональные участники рынка ценных бумаг, что подтверждает наличие у них лицензии на осуществление депозитарной деятельности) [110]. В соответствии с Федеральным законом «О негосударственных пенсионных фондах» СД, участвующие в пенсионной системе, должны иметь правовую форму акционерного общества (АО) либо общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью (ООО). Де-юре размер собственных средств СД не может быть меньше 80 млн руб. Представление о стоимости контролируемого СД имущества, включая и пенсионные средства, дает следующий рейтинг СД (ТОП 10) (по состоянию на 30.06.2019) (таблица 38) [281]:

Таблица 38
ТОП 10 специализированных депозитариев
по стоимости контролируемого имущества на 31.12.2019

№	Наименование	Стоимость контролируемого имущества, руб.	в т.ч. стоимость чистых активов АИФ и ПИФ, руб.	в т.ч. средств пенсионных резервов, руб.	в т.ч. средств пенсионных накоплений, руб.
1	АО «Специализированный депозитарий «ИН-ФИНИТУМ»	4659694445308	1945375202661	580413055977	1239416560166
2	ЗАО ВТБ Специализированный депозитарий	3284655805326	267576660579	564892717420	2047748220761
3	ООО «СДК «Гарант»	2431767179319	600737242105	204280165161	912946675683
4	АО «ДК РЕГИОН»	1094387946458	331367125000	-	-
5	АО «Объединенный специализированный депозитарий»	908520500745	577702845808	9377457349	262998473931
6	АО «Рыночный Спецдепозитарий»	835409570557	936678809		
7	АО «Независимый специализированный депозитарий»	403240594968	91100233485	24369140509	277267945860

8	ООО «РБ Спецдепозитарий»	390596479864	-	-	-
9	АО «Национальная кастодиальная компания»	120525416364	120525416364	-	-
10	Газпромбанк (АО)	106302091660	-	-	-

На сегодня из 24 организаций, имеющих лицензию специализированного депозитария, реально имеют договоры с НПФ только 6 СД. Согласно материалам Аналитического ежегодника, изданного ПАРТАД в 2019 году [171], по данным 21 СД (членов ПАРТАД), несмотря на сокращение общего количества НПФ, тем не менее, произошло незначительное увеличение стоимости контролируемого СД имущества в следующих сегментах: средств пенсионных накоплений (на 3,4%) и средств пенсионных резервов (на 7,2%). Хотя до сих пор в структуре контролируемого СД имущества общая стоимость СПН почти в 2 раза превышает стоимость СПР. Среди СД - лидеров по количеству НПФ, находящихся на обслуживании в СД: ООО «СДК «Гарант» - 32 НПФ; ЗАО «ВТБ Специализированный депозитарий» - 25 НПФ; АО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ» - 23 НПФ [171, с.40]. На примере ООО «СДК «Гарант» рассмотрим динамику изменения СПР и СПН, находящихся на обслуживании указанным СД (схемы 23 и 24) [293]:

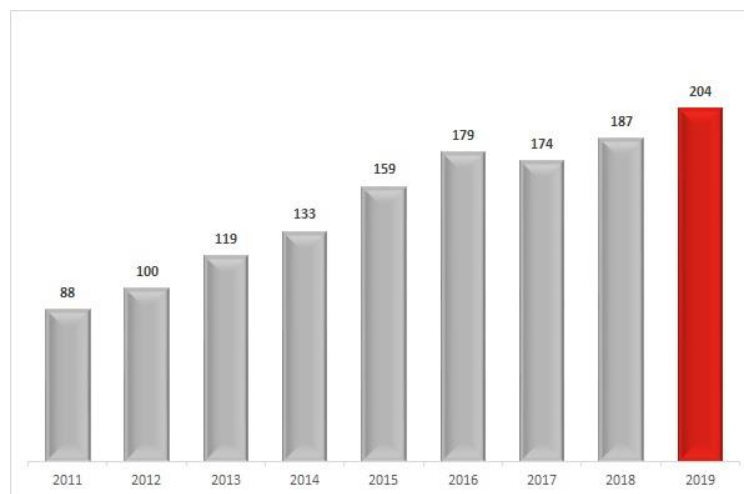


Схема 23
Динамика роста СПР,
находящихся на обслуживании в ООО «СДК «Гарант», млрд руб.

Как видно из *схемы 23* на протяжении 2010-2015 гг. произошло существенное увеличение объема СПР, находящихся на обслуживании в данном СД (прирост составил почти 280%). Однако в 2017 году произошло незначительное уменьшение объема СПР, находящихся на обслуживании в этом СД (на 3%). В 2018 и в последующем году рост возобновился (на 31.12.2019 - СПР, находящиеся на обслуживании в данном СД, составили 204 млрд руб.).

Что касается СПН, находящихся на обслуживании в данном СД, то в период 2010-2016 гг. их прирост увеличился более чем в 17 раз. Вместе с тем с 2016 по 2018 гг. объем СПН, находящихся на обслуживании в этом СД, уменьшился (на 8% по сравнению с 2016 г.). Однако в 2019 году их объем вновь стал возрастать. На 31.12.2019 объем СПН, находящихся на обслуживании в данном СД, составил 905 млрд руб.

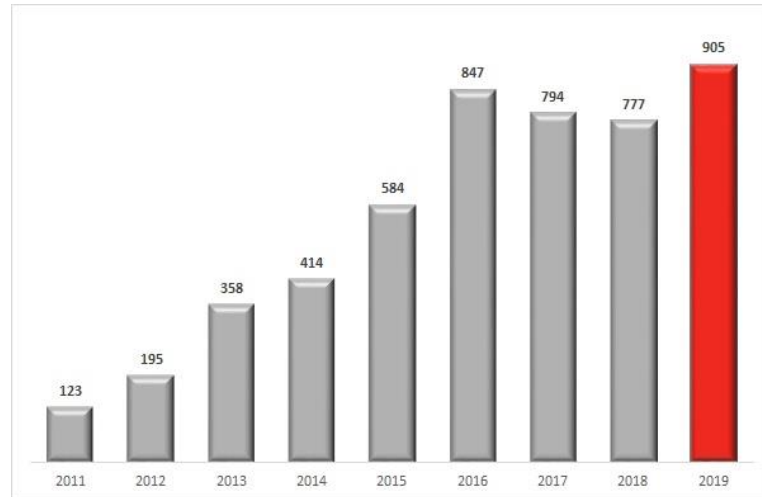


Схема 24
Динамика роста СПН, находящихся на обслуживании в «СДК «Гарант», млрд руб.

В пенсионной системе Российской Федерации СД отнесены к субъектам отношений по негосударственному пенсионному обеспечению (НПО) и обязательному пенсионному страхованию (ОПС). СД выполняет следующие функции:

1) *учетные функции:*

а) прием и хранение копий всех первичных документов в отношении имущества, в которое размещены пенсионные средства НПФ, а также подлинных экземпляров документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;

б) депозитарный учет пенсионных активов, который включает в себя прием, учет и хранение имущества, в которое размещены/инвестированы пенсионные средства НПФ/его УК.

Так, СД осуществляет учет ценных бумаг (сертификатов ценных бумаг) и/или учет и удостоверение прав на ценные бумаги, в которые размещены пенсионные активы НПФ; хранение документарных ценных бумаг, в которые размещены пенсионные активы НПФ, в частности, хранение сертификатов документарных ценных бумаг; учет и переход прав на ценные бумаги, в которые размещены СПР и СПН; обеспечение прав НПФ как владельца ценных бумаг, составляющих пенсионные средства;

в) предоставление услуг, сопутствующих депозитарной деятельности;

г) стоимостный учет пенсионных активов в соответствии с учетной политикой НПФ;

д) расчет рыночной стоимости активов в целях определения их доли в пенсионных резервах Фонда и расчет совокупной рыночной стоимости пенсионных резервов в случае возложения Фондом этой обязанности на специализированный депозитарий; формирование и предоставление НПФ/его УК аналитической отчетности.

Система учета спецдепозитарием имущества НПФ отражена на *схеме 25*.



Схема 25
Система учета СД имущества НПФ

2) контрольные функции:

а) предварительный контроль за распоряжением имуществом СПР и СПН в соответствии с требованиями нормативных правовых актов Российской Федерации и договора доверительного управления; под данный контроль подпадают все сделки, за исключением биржевых;

б) контроль за определением текущей (рыночной) стоимости активов и стоимости чистых активов в соответствии с Правилами расчета стоимости чистых активов фонда;

в) контроль за соответствием состава, структуры и порядка размещения/инвестирования имущества и осуществление иных видов контроля, предусмотренных действующим законодательством;

г) при необходимости формирование уведомлений о нарушении/устранении нарушения /неустранении нарушений и передача уведомлений в НПФ /его УК и Банк России о нарушениях, выявленных при осуществ-

лении контроля за размещением/инвестированием пенсионных средств, не позднее 1 рабочего дня с даты их выявления;

д) дополнительный контроль за действиями брокеров, совершающими операции с пенсионными средствами, путем сопоставления информации, указанной в выписке из реестра сделок, принятых в клиринг, с данными, содержащимися в отчете брокера; возможен дополнительный уровень контроля в соответствии с пожеланиями Фонда; ежедневный контроль ограничений по лимитам вложений в различные активы, установленные Фондом для УК; предварительный анализ сделок на предмет возникновения нарушений требований законодательства в части ограничений на инвестирование активов.

Таким образом, СД осуществляет ежедневный контроль за соблюдением НПФ/его УК ограничений на размещение/инвестирование пенсионных средств; распоряжением НПФ/его УК этим имуществом на основе предоставленных документов в отношении указанных средств, являющихся необходимым и достаточным подтверждением их размещения; определением стоимости чистых активов и стоимости активов; перечислением в Фонд средств на выплаты за счет СПН; несет солидарную ответственность с УК перед НПФ в случае неисполнения установленных действующими нормативными правовыми актами обязанностей, а также административную ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей¹⁰⁸. Основные контрольные функции СД отражены на *схеме 26*.

¹⁰⁸ Речь идет об обязанностях по учету и хранению имущества, а также по осуществлению контроля над распоряжением имуществом, а также о ненаправлении либо несвоевременном направлении СД уведомления в Банк России о нарушениях, выявленных в ходе осуществления контроля (данные деяния предусматривают административный штраф в отношении должностных лиц в размере от 20 до 30 тыс. руб. или дисквалификацию на срок до одного года; на юридических лиц - от 500 тыс. до 700 тыс. руб.). Помимо этого, неисполнение предписаний Банка России является основанием для аннулирования лицензии.

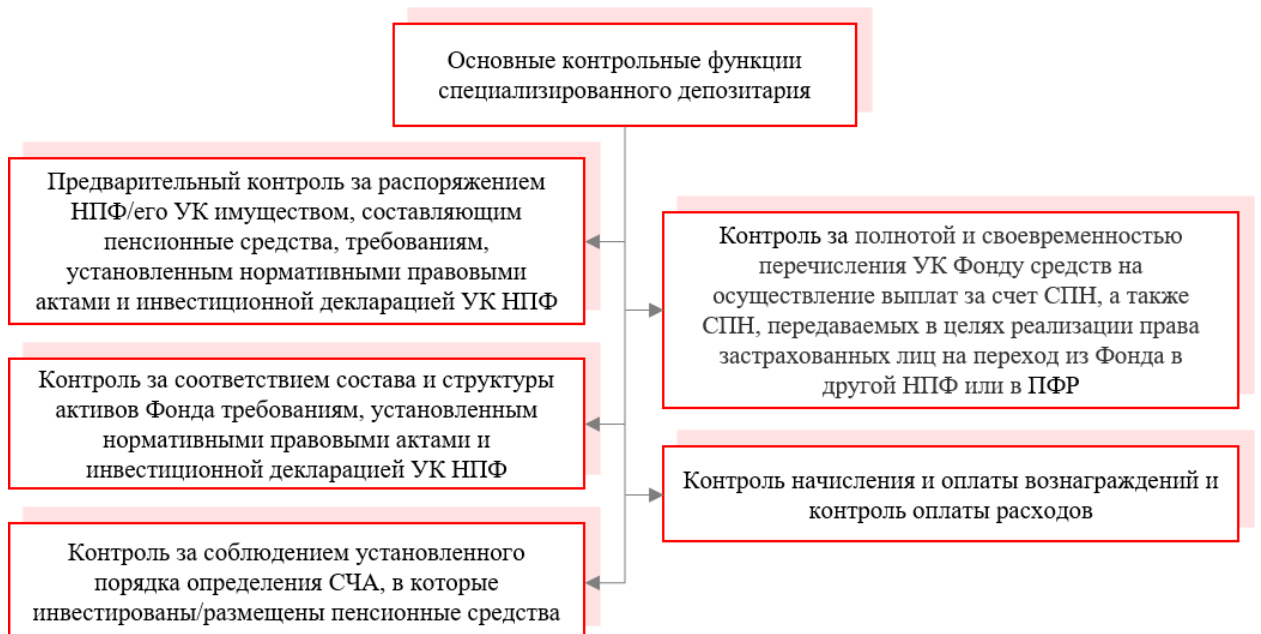


Схема 26

Основные контрольные функции специализированного депозитария

Осуществление СД контроля за распоряжением Фондом/его УК СПН Фонда при выдаче предварительного согласия и последующий контроль представлены на *схеме 27*¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Составлена автором на основе документов ООО «СДК «Гарант», прежде всего - [294].

СИСТЕМА КОНТРОЛЯ СД ПО НПФ



Несмотря на то, что СД выполняет контролирующие функции, позволяющие повысить степень сохранности пенсионных активов, сформулируем ряд предложений по совершенствованию указанных и иных функций, выполняемых СД:

1. Необходимо совершенствовать инфраструктуру пенсионного рынка, с этой целью важно устранить дублирование функций его участников, определить четкие границы ответственности между ними [249; 387]. В связи с этим именно спецдепозитарию могла быть полностью передана функция учета

пенсионных активов при их инвестировании/размещении. СД - это не только один из основных инструментов, способствующих повышению надежности пенсионного рынка, но и делающий последний более эффективным (например, передача в СД всех функций по учету пенсионных средств, а также собственных средств Фонда, предоставления отчетности контролирующим органам в значительной степени могли бы снизить издержки НПФ и УК. Так, доля расходов УК /как и НПФ/ «на поддержание учетного функционала доходит до 30% расходной части баланса» [108]).

2. Для реализации этих целей уже сейчас возможна передача от НПФ в СД обязанности по расчету рыночной стоимости активов, в которые размещены СПР Фонда, совокупной рыночной стоимости пенсионных резервов. Полагаем, что снятие данных обязанностей с Фонда позволит последнему больше сконцентрироваться на управлении рисками и организации процессов инвестирования пенсионных средств, оптимизировать трудозатраты и снизить издержки. Согласно п.38 Постановления Правительства №63 [38], продолжающего действовать в 2020 году, Фонд может возложить исполнение своей обязанности рассчитывать рыночную стоимость активов, в которые размещены средства пенсионных резервов Фонда, а также совокупную рыночную стоимость пенсионных резервов на его СД. Однако Указание Банка России №5343-У [57], которое начнет действовать с 2021 года, не позволит фондам в будущем передавать на аутсорсинг обозначенную выше обязанность. Данное ограничение права Фонда на передачу одной из своих обязанностей на аутсорсинг СД представляется излишним и не отвечающим рыночным ожиданиям. Практика показывает, что фонды в большинстве своем используют предоставленную законодателем возможность, однако в будущем они могут быть ее лишены.

3. Передача на аутсорсинг в СД всех учетных функций - это будущий тренд, позволяющий участникам рынка перепоручить исполнение части своих обязанностей профессиональному участнику рынка - СД, который в силу

своей основной деятельности наделен достаточными знаниями, опытом и ресурсами для исполнения указанных обязанностей. Это целесообразно для фондов, так как позволяет им уже сейчас не отвлекать свои силы от исполнения своих основных функций.

В качестве паллиативной меры можно предложить следующее: функции учета пенсионных средств могут иметь место и в Фонде (в частности, это необходимо для формирования общего баланса, отчета деятельности Фонда). Вместе с тем предлагается, чтобы учет пенсионных средств в Фонде строился на основе данных, передаваемых из СД (например, в виде оборотной ведомости по счетам бухгалтерского учета), что позволило бы сформировать их общий учет. Ответственность за такой учет ложится на СД. Фонд при этом получает возможность больше сосредоточиться на основных направлениях своей деятельности и повышении качества риск-менеджмента. В последующем все учетные функции Фонда/его УК, связанные с пенсионными средствами (расчет стоимости активов, СЧА, формирование отчетности для Банка России), могли бы быть переданы СД. Тем самым, исключается дублирование учета и отчетности. Введение требований к учету и хранению собственных средств НПФ должно быть аналогично требованиям, предъявляемым к пенсионным средствам.

4. Автоматизация всех технологических процессов деятельности СД (включая, в первую очередь, механизмы учета и контроля), в том числе и его взаимодействие с клиентами, приведет не только к существенному повышению качества работы СД, но и к уменьшению издержек. Автоматизация деятельности СД предполагает предоставление Фонду/его УК различных дополнительных электронных сервисов: в частности, по предварительному контролю при заключении сделок, основанному на автоматической экспертизе с помощью справочных данных СД; при формировании любой аналитической (включая управленческую) отчетности по инвестированию/размещению пенсионных активов. Речь идет о формировании экспертных систем, объединя-

ющих системы управления активами, сценарии стресс-тестирования Банка России и экспертизу СД, что давало бы возможность просчитывать сценарии размещения/инвестирования пенсионных средств в те или иные активы при изменении их качества, прогнозировать их доходность. В свою очередь, это позволило бы обеспечить бóльшую сохранность пенсионных средств на длительных горизонтах инвестирования. Кроме того, введение электронных сервисов и экспертных систем упорядочило бы и перечень документов, необходимых для реализации учетных и контрольных функций СД (в частности, это освободило бы НПФ и УК от предоставления тех документов, которые СД мог бы получить самостоятельно, и одновременно позволило бы получать те документы, которые необходимы СД).

Целесообразно создание Личного кабинета НПФ, в котором могла бы быть отражена в режиме реального времени вся информация Фонда по своим активам, корпоративная информация по ценным бумагам, рейтинги, справочники, котировки и др. информация, касающаяся финансовых рынков. Целесообразна и разработка мобильного приложения, через которое будет возможен доступ к этим сервисам. Совершенствование системы управления рисками Фонда возможно также через объединенную систему управления пенсионными активами.

5. Услуги по проведению макропруденциального стресс-тестирования (МСТ) для НПФ (оценка портфеля на устойчивость, ликвидность, кредитное качество, риски и т.д.) возможно переложить на СД. С введением риск-ориентированного надзора изменяются и ожидания фондов по отношению к функционалу специализированного депозитария. Так, для системы риск-менеджмента Фонда СД может оперативно составлять перечни альтернативных вариантов вложения средств по определенным критериям, делать расчет доходности актива и предоставлять первичную информацию и исходные данные для формирования информации о рыночных рисках (предоставление в Фонд информации о текущей рыночной ситуации /котировки по ценным

бумагам, рейтинги выпусков/эмитентов ценных бумаг, процентные ставки, значение инфляции, курсы валют и пр./); о кредитных рисках (предоставление в Фонд информации о неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательств лицами, обязанными по ценным бумагам, составляющим активы Фонда /эмитентами/); информации по ценам на активы Фонда [293].

6. Необходимо, чтобы СД мог напрямую получать от банков, брокеров первичные документы для целей оперативного контроля операций и отражения их в отчетности (сейчас напрямую этого сделать нельзя, а только через УК и НПФ). Целесообразно законодательно закрепить право СД самостоятельно получать информацию, необходимую ему для реализации выполняемых функций. Одновременно ответственность СД за недостоверные данные, полученные из официальных источников, должна быть исключена, что не исключает обязанности СД в перепроверке полученных данных. Это бы позволило значительно ускорить сроки занесения, обработки информации и подготовки отчетности СД по итогам операционного дня. Сейчас СД, как правило, предоставляют отчеты НПФ на день T+2 или некоторые даже за день T+3, при возможности напрямую получать всю первичную информацию от банков и брокеров, что позволит предоставлять отчеты на T+1.

7. Необходимо распространить положительный опыт СД (в частности, ООО «СДК «Гарант»), например, по предоставлению Фонду расширенной услуги «Контроль лимитной ведомости». Так, ООО «СДК «Гарант» предоставляет такую услугу Фонду не только в рамках одного портфеля УК или НПФ по определенному виду активов (СПР или СПН), но и по совокупности всех активов (СПР+СПН) и по совокупности всех УК и т.д.

8. Разработать для НПФ информационный сервис, позволяющий перед заключением сделки с пенсионными активами осуществить ее предварительную проверку на выполнение условия по обеспечению приобретения и реализации пенсионных активов на наилучших доступных для фонда условиях

(в том числе в отношении соотношения риска и ожидаемой доходности) на момент заключения сделки.

3.3 Управление рисками в НПФ и их УК при инвестировании/размещении пенсионных средств как механизм повышения их сохранности

Деятельность НПФ и их УК по управлению пенсионными средствами сопряжена с множеством рисков, при реализации которых может возникнуть угроза потери пенсионных средств, что неизбежно повлечет за собой снижение уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда. В связи с этим важно формирование в фондах эффективной системы управления рисками.

Система управления рисками при инвестировании/размещении пенсионных средств складывалась по мере формирования российской пенсионной системы. Выделим ряд этапов становления данной системы:

1 этап (с начала 1990-х по 2008 гг.) - формирование нормативной правовой базы, касающейся процессов управления рисками (Указ Президента Российской Федерации «О негосударственных пенсионных фондах» [29], Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» [17]).

На этом этапе Указом Президента России была сформирована на основе нескольких министерств и Госкомимущества Российской Федерации Межведомственная комиссия по оценке рисков инвестиций НПФ, которой вменялся надзор за процессами инвестирования и, соответственно, за управлением рисками, возникающими в указанных процессах (тем самым, такое управление не вменялось в обязанности фондов).

Аналогичная идея постулирована и в «Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» [33], которой, по сути, была сформулирована государственная политика в области управления рисками, основанная на ужесточении нормативной правовой базы, регулирующей выпуск и обращение производных ценных бумаг, а также требований к профессиональным

участникам рынка, обслуживающим все формы коллективных инвестиций. Как следствие этой политики - лишение права фондов самостоятельного управления средствами пенсионных резервов (СПР) (в 2003 году пенсионные фонды официально получили право самостоятельного размещения СПР в определенные классы активов [11]), введение института спецдепозитариев (СД) с соответствующими контролирующими функциями.

2 этап (2008-2010 гг.) - после кризиса 2008 года сложились две модели управления рисками в фондах:

- в рамках одной модели управление рисками было полностью передано УК, заключившей с Фондом соответствующий договор;

- в другой модели - управление рисками стало совместной деятельностью Фонда и его УК; официально устанавливаются требования по размещению СПР [38], а также требования, связанные с организацией управления рисками [65].

3 этап (2010-2016 гг.) - постепенное формирование системы риск-менеджмента в НПФ (первоначально на добровольной основе)¹¹⁰, а затем введение обязательного требования по созданию системы управления рисками в НПФ (Указание Банка России №4060-У [55]). Каждый фонд обязан создать такую систему, задачами которой являются выявление, оценка и управление рисками, связанными с основными направлениями деятельности фонда (НПО, ОПС).

4 этап (2016 г. - по настоящее время) - принятие Указания Банка России №4332-У (2017 год) [59], устанавливающего обязательные условия договора доверительного управления (ДУ) пенсионными средствами, заключенного между Фондом и управляющей компанией, включая требования к системе управления рисками, а также требования по взаимодействию управляющей компании и НПФ; введение обязательного стресс-тестирования для негосу-

¹¹⁰ Внесение в 2013 году в п.1 ст.14 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» положения, обязывающего НПФ организовать систему управления рисками.

дарственных пенсионных фондов; принятие Положения Банка России №580-П [48], устанавливающего дополнительные ограничения на инвестирование средств пенсионных накоплений /СПН/ негосударственного пенсионного фонда и пр.

Переход к риск-ориентированному надзору со стороны госрегулятора существенно повышает значимость деятельности риск-менеджмента в фондах. Именно на систему риск-менеджмента в фондах перекладывается бóльшая часть ответственности по выявлению, оценке и управлению рисками. Госрегулятор оценивает качество этой деятельности и формирует в соответствии с этой оценкой собственную позицию. На основе разработанных Банком России нормативных правовых актов каждый Фонд формулирует политику управления рисками. Схематично система управления рисками в НПФ изображена на *схеме 28*:

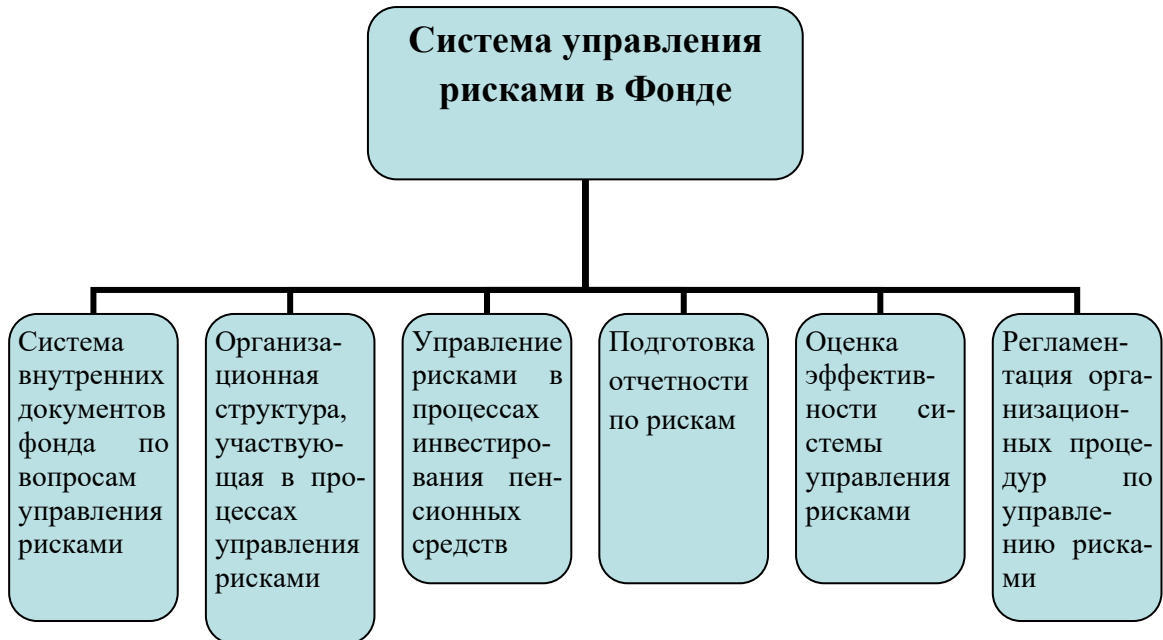


Схема 28
Система управления рисками в НПФ

Данная система охватывает как необходимые внутренние документы по вопросам управления рисками, соответствующую организационную структу-

ру, так и, собственно, процессуальные моменты, связанные с управлением рисками, подготовку отчетности по рискам, оценку эффективности системы управления рисками и регламентацию организационных процедур по управлению рисками.

Среди внутренних документов Фонда - реестр рисков. В соответствии с требованиями Банка России [55] в реестре рисков должны быть отражены следующие группы рисков (схема 29):

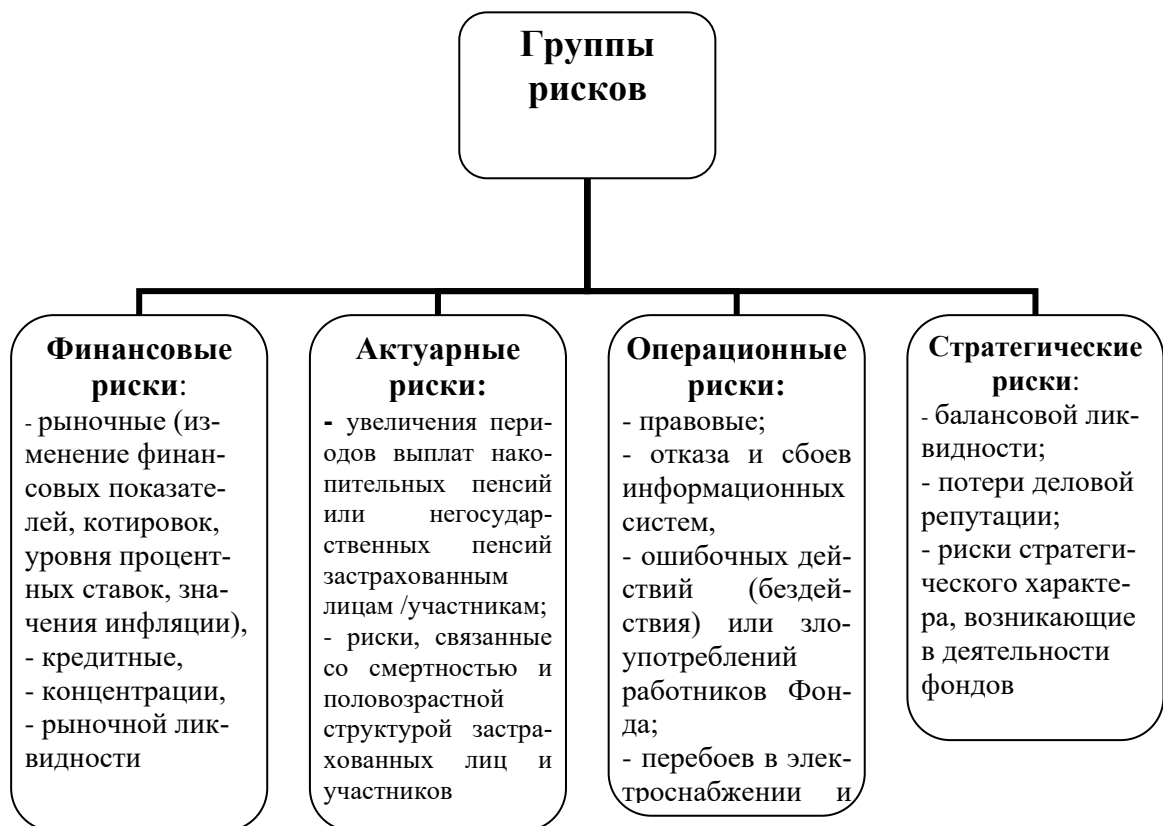


Схема 29

Риски, которые НПФ обязаны учитывать, согласно требованиям Указания Банка России №4060-У¹¹¹

Сравним риски, которые необходимо учитывать, согласно требованиям Банка России и карты рисков НПФ (на примере ряда НПФ) (таблица 39).

¹¹¹ Деление рисков на: финансовые, актуарные, стратегические дано в [115].

Таблица 39
Анализ карты рисков в ряде НПФ

Название НПФ	Финансовые риски	Актуарные риски	Операционные риски	Стратегические риски	Иные риски, не указанные Банком России
АО «НПФ «Алмазная осень»	+	+	+	Не выделены в качестве самостоятельной группы	Риски, связанные с появлением непредвиденных расходов, а также изменением политической и экономической ситуаций в стране и мире
АО «Национальный НПФ»	+	+		Не выделены в качестве самостоятельной группы	Особо выделены: операционный риск, риск потери деловой репутации, комплаенс-риск, инвестиционные риски (кредитный риск, риск ликвидности, рыночный риск), риск концентрации, актуарные риски
АО «НПФ ВТБ Пенсионный фонд»	+	+	+	Не выделены в качестве самостоятельной группы	Выделяются следующие основные виды рисков: инвестиционные (кредитные риски, риски ликвидности, рыночные риски и риски концентрации), актуарные (демографические, риск увеличения продолжительности жизни и размера выплат, экономический риск, риск покрытия обязательств взносами, риск стоимости обслуживания), операционные, регуляторные (комплаенс), модельный риск и бизнес-риски (репутационный риск), риски недвижимости и страхования
АО «Негосударственный пенсионный фонд «Гефест»	+	+	+	Не выделены в качестве самостоятельной группы	Все риски поделены на 2 группы: финансовые и нефинансовые. К нефинансовым отнесены: операционные, репутационные, актуарные риски, риски концентрации

Проведенный анализ показал, что в анализируемых фондах в карте рисков перечислены основные риски, зафиксированные в Указании Банка России от 04.07.2016 №4060-У. Кроме того, выделены риски, помимо тех, которые названы в данном Указании: например, риски, связанные с управлением недвижимостью; риски страхования (АО «Негосударственный пенсионный фонд «Гефест»); комплаенс-риск (АО «Национальный НПФ», АО «НПФ ВТБ

Пенсионный фонд»). По-разному в фондах произведена и типологизация рисков, например, в АО «НПФ ВТБ Пенсионный фонд» выделены 6 групп рисков, в АО «Негосударственный пенсионный фонд «Гефест» - 2 группы (финансовые и нефинансовые).

Тем не менее, стратегии риск-менеджмента фондов предполагают выявление всех рисков применительно к деятельности НПФ. Например, среди рисков особо выделяют риски правового характера (что подтверждает практика законодательных изменений за последние годы, «стрессовая ситуация в индустрии НПФ была обеспечена не снижением курса акций в портфелях НПФ (фондовый риск), не ростом процентной ставки (процентный риск), не падением курса российского рубля (валютный риск), не ухудшением кредитного качества инвестиционных портфелей НПФ (кредитный риск), а именно изменением российского законодательства и тремя годами пенсионных мораториев (риск, который нефинансовый, но и не операционный)» [114, с.63]. Модель карты рисков НПФ представлена в *Приложении 18*.

В связи с анализируемой темой исследования особо выделим инвестиционные риски, а также требования госрегулятора по ограничению рисков, включая и совокупный предельный размер рисков инвестиционного портфеля (рыночные и кредитные риски, риски ликвидности, которые обозначены в Указании Банка России №4332-У [59]). Указание позволяет фондам переложить контроль за рисками, возникающими в процессах инвестиционной деятельности, непосредственно на УК. Кроме того, Фонд имеет право сформулировать и более жесткие ограничения для процесса инвестирования пенсионных средств, осуществляемого УК (например, это можно сделать через лимитную ведомость, перечисляя все допустимые активы, в которые могут быть инвестированы УК пенсионные средства; через ограничения кредитного качества долговых финансовых инструментов и пр.). В отсутствии прямых требований госрегулятора к риск-менеджменту УК данное Указание может

выступить тем нормативным правовым актом, в котором в косвенной форме такие требования сформулированы.

Выбор методов управления рисками зависит от ряда факторов: влияния данных рисков на деятельность НПФ; вероятности наступления события, связанного с риском; затратности того или иного метода управления риском; сравнения показателей риск/доходность, риск/риск-аппетит Фонда.

Базисные методы управления рисками в Фонде представлены на *схеме 30*.



Схема 30
Основные методы управления рисками в Фонде

Непосредственно управление рисками включает идентификацию рисков, измерение и их оценку (не реже 1 раза в месяц), установление лимитов, мониторинг соблюдения ограничений (контроль уровня риска, эффективности мероприятий по управлению рисками). Мониторинг дает возможность корректировки мероприятий по снижению уровня риска, включая и разработку набора дополнительных мероприятий.

Управление инвестиционными рисками должно строиться на основе соблюдения следующих принципиальных положений: уточнения целей владения каждым активом, входящим в состав пенсионных средств, условий инвестирования в тот или иной актив; мониторинга ключевых показателей данного актива; прогнозирования его доходности; целесообразности владения данным активом и предельными сроками такого владения; управления в случае реализации рисков.

Одним из механизмов применения риск-ориентированного подхода к оценке рисков в деятельности НПФ является механизм стресс-тестирования, обязательное применение которого началось с 01.02.2018. Основная цель проведения стресс-тестирования - анализ возможностей исполнения обязательств перед вкладчиками, участниками, застрахованными лицами, их правопреемниками, Агентством по страхованию вкладов в полном объеме и в установленный срок на предположительном горизонте инвестирования в случае реализации стресс-сценария. Среди тестируемых показателей: наличие необходимых ликвидных активов на выплату пенсий в прогнозируемый период; на передачу пенсионных средств в другие фонды при наличии соответствующего заявления клиента Фонда; на покрытие убытков. Этапы проведения стресс-тестирования в Фонде, определенные на основе соответствующих нормативных правовых актов, разработанных госрегулятором, представлены *на схеме 31*.

Стресс-тестирование строится на выделении денежных потоков по срочности (с разбивкой по годам и кварталам):

- по классам активов (отдельно по НПО и ОПС, собственным средствам): в частности, процентный доход по депозитам, погашение депозитов, поступления от полного/частичного погашения облигаций, купонный доход по облигациям, выплата дивидендов и пр.;

- обязательствам (разбивка по видам обязательств НПО, ОПС, собственным средствам), в частности, ожидаемые суммы выплат пенсии, выплат правопреемникам, ожидаемые суммы выплат выкупных средств;

- ежеквартальная переоценка баланса с учетом макроэкономического сценария, а также остаточной стоимости ликвидных активов (необходимых для покрытия обязательств в момент t /квартал/).

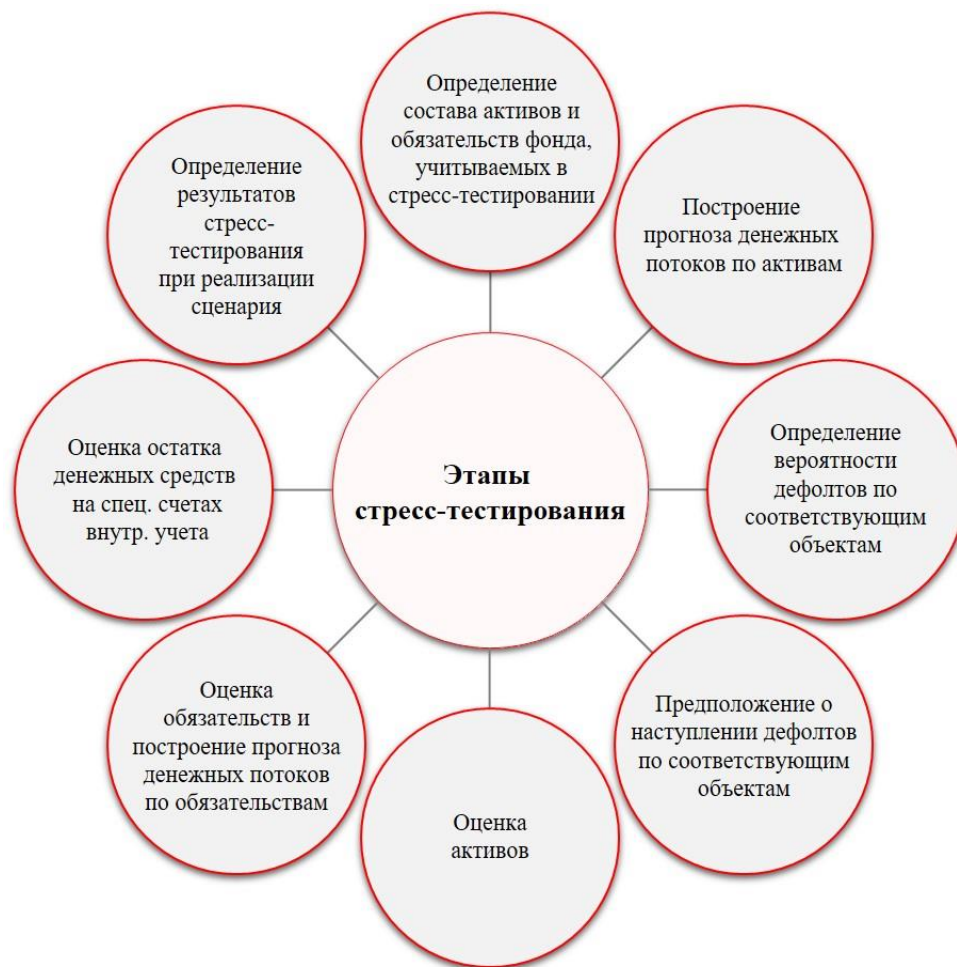


Схема 31
Этапы стресс-тестирования

Стресс-тестирование предполагает учет фиксации обязательств на пятилетнем горизонте инвестирования (фиксинг). При отрицательной величине на момент фиксинга НПФ должен покрыть убыток за счет собственных средств (капитала) и РОПС.

Вводятся следующие общие условия модели стресс-тестирования: не учитывается реинвестирование, предполагается отсутствие новых поступлений, Банк России разрабатывает стресс-сценарий (это динамика макроэкономических показателей, прогноз и условия дефолтов по кредитному риску), прогнозы денежных потоков в Фонде согласуются с аудитором и актуарием. Сценарии включают неблагоприятные (то есть приводящие к снижению стоимости активов, составляющих имущество Фонда, и /или/ росту обязательств Фонда), редкие, но возможные события. Базовые вводные параметры (в частности, снижение стоимости барреля нефти, рост курса доллара США и пр.) задаются госрегулятором 2 раза в год. Каждая позиция в портфеле должна быть протестирована по методу Монте-Карло на вероятность дефолта 30 тыс. раз. Временной интервал стресс-теста - пять лет. При этом НПФ обязан выполнять обязательства в 75% расчетных случаев.

Например, в сценарии, утвержденном Приказом Банка России от 20.09.2019, среди макроусловий на 5-летний период названы изменения цены на нефть марки Urals в диапазоне от 0% до -20,6%; инфляции от 3,93% до 5,85%; ВВП от 0,76% до 3,23% и пр.; вероятность дефолта по ГЦБ, а также дефолта Минфина России, являющегося гарантом по данным бумагам, равную 0.

В Приложении к Приказу Банка России от 27.05.2020 [49] были опубликованы обновленные сценарии обязательного стресс-тестирования НПФ, в том числе с учетом изменившейся ситуации в экономике в связи с распространением коронавирусной инфекции и волатильностью на мировых финансовых рынках в последние три месяца. В сравнении с предыдущими сценариями новые сценарии предполагают более короткий период доходности ОФЗ, близкий по масштабу рост спреда корпоративных облигаций, но на более коротком промежутке времени, менее существенное снижение индекса МосБиржи до уровня минимальных значений в марте 2020 года с дальнейшим восстановлением. Приближены периоды роста вероятностей дефолта акти-

вов, что отражает возможное ухудшение финансового состояния компаний с начала года. Кроме того, для ипотечных ценных бумаг добавлена возможность учета рейтингов по национальной шкале сектора структурного финансирования (.sf) агентств «Эксперт РА» и АКРА.

Среди рисков, которые должны учитываться в стресс-тестировании, выделяются следующие: рыночный риск (риск ликвидности, процентный, валютный, фондовый риски); кредитный риск (оценка данного риска должна учитывать как минимум два дефолта), риск изъятия средств пенсионных накоплений, пенсионных резервов (при переходе клиента в другой фонд, ПФР).

Общая модель макропруденциального стресс-тестирования (МСТ), проводимого Фондом, включает:

I. Общие параметры модели:

- дата проведения стресс-тестирования;
- дата окончания первого квартала;
- число кварталов в прогнозном периоде;
- пенсионные накопления;
- пенсионные резервы.

II. Панель управления:

- число повторений (итераций) - 30001;
- тип проводимого теста (сценарий Банка России) - 1.

III. Общие параметры сценария¹¹²:

- дисконт к ставке реинвестирования, в % - 50%
- надбавка по займу, в % - 50%.

IV. Поквартальные параметры сценария (на примере 3-х летнего периода)

(таблица 40):

¹¹² Модель разработана для прохождения стресс-тестирования на основе сценария, утвержденного Приказом Банка России от 20.09.2019 №ОД-2191 [50].

Вероятность дефолта 10 группы кредитного качества	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00	100,0 00
---	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

V. Общие параметры ОПС (*таблица 41*) (на основе предположительных данных НПФ):

Таблица 41
Общие параметры ОПС

№ п/п	Параметр	Значение
1	Величина постоянной части вознаграждения, выплаченная с начала года	-
2	Переменное вознаграждение Фонда, % от дохода	15,0
3	Постоянное вознаграждение Фонда, % от СЧА	0,750
4	Ежегодные отчисления в РОПС, % от СЧА	0,250
5	Отчисления в АСВ, % от СЧА	0,020
6	Взвешенная ставка вознаграждения УК, % от дохода	4,6
7	Необходимые расходы (в т.ч. УК, оценщиков, НРД, НКО), % от СЧА	0,12
8	Ставка вознаграждения СД, % от СЧА	0,09
9	Необходимые расходы СД, % от СЧА	0,01
10	Максимальный переток застрахованных лиц в другие фонды за последние 5 лет, % от СЧА	16,50
11	Доход по СПН с начала года, еще не распределенный по счетам, руб.	208785943
12	Норматив РОСП, % от СЧА ПН	3

Снижение рейтингов крупнейших эмитентов и контрагентов (*таблица 42*):

Таблица 42
Снижение рейтингов крупнейших эмитентов и контрагентов

Доля	Число ступеней
более 10%	3
с 7,5% до 10%	2
с 5% до 7,5%	1
до 5%	0

VI. Поквартальные параметры ОПС (*таблица 43*):

Таблица 43
Поквартальные параметры ОПС (на примере гипотетического НПФ)

Год	1	1	1	1
№ квартала	1	2	3	4
Дата	30.09.2019	31.12.2019	31.03.2020	30.06.2020
Пенсионные выплаты	5681536	6442038	2258407	166592

Выплаты право- преемникам	5373391	5373391	5678634	5678634
------------------------------	---------	---------	---------	---------

VII. Фиксинги (таблица 44):

Таблица 44
Фиксинги

Фиксинг 2019 (договоры, вступившие в силу в 2015 г., а также договоры, у которых закончился 5-летний период)	Фиксинг 2020 (договоры, вступившие в силу в 2016 г., а также договоры, у которых закончился 5-летний период)	Фиксинг 2021 (договоры, вступившие в силу в 2017 г, а также договоры, у которых закончился 5-летний период)	Фиксинг 2022 (договоры, вступившие в силу в 2018 г, а также договоры, у которых закончился 5-летний период)
<p>Величина СПН, которые должны быть отражены на счете застрахованного лица на 31.12.2015 в соответствии с требованиями ч.10.1 и 10.2 ст.11 №410-ФЗ</p> <p>СПН, поступившие в Фонд за период.</p> <p>Результат инвестирования СПН за период</p>	<p>Величина СПН, поступивших в Фонд при вступлении в силу договора об ОПС, и фиксинг по итогам предыдущего 5-летнего периода.</p> <p>СПН, поступившие в Фонд с момента вступления в силу договора об ОПС /предыдущего фиксинга</p> <p>Результат инвестирования СПН за период.</p>	<p>Величина СПН, поступивших в Фонд при вступлении в силу договора об ОПС, и фиксинг по итогам предыдущего 5-летнего периода.</p> <p>ПН, поступившие в Фонд с момента вступления в силу договора об ОПС /предыдущего фиксинга.</p> <p>Результат инвестирования СПН за период.</p>	<p>Величина СПН, поступивших в Фонд при вступлении в силу договора об ОПС, и фиксинг по итогам предыдущего 5-летнего периода.</p> <p>СПН, поступившие в Фонд с момента вступления в силу договора об ОПС /предыдущего фиксинга.</p> <p>Результат инвестирования СПН за период.</p>

VIII. Общие параметры НПО:

- количество портфелей, активы которых управляются отдельно;
- страховой резерв, общий для всех схем;
- совместно с каким портфелем инвестируется страховой резерв;
- консолидируются ли СЧА и финансовые результаты по портфелям при расчете вознаграждения УК;
- консолидируются ли СЧА и финансовые результаты по портфелям при расчете вознаграждения СД;
- консолидируются ли СЧА и финансовые результаты по портфелям при расчете вознаграждения Фонда.

IX. Портфели активов и расходы по НПО:

- вознаграждение Фонда по СПР;
- вознаграждение и необходимые расходы УК по СПР;
- вознаграждение и необходимые расходы спецдепозитария по СПР;
- вознаграждение Фонда по страховому резерву;
- вознаграждение и необходимые расходы УК по страховому резерву;
- вознаграждение и необходимые расходы спецдепозитария по страховому резерву.

X. Прочие параметры НПО:

- расходы на оценщиков, брокеров, НРД, НКО, выплачиваемые из СПР, % от СЧА;
- доля дохода от инвестирования, распределяемая в страховой резерв;
- максимальный переток участников в другие фонды за последние 5 лет, % от СЧА;
- доход по СПР с начала года, еще не распределенный по счетам, руб.

XI. Пенсионные программы + доходы НПО.

XII. Резерв покрытия пенсионных обязательств (РППО без гарантированной доходности, руб.; РППО с гарантированием безубыточности).

XIII. Поквартальные параметры НПО (№ квартала, дата; пенсионные выплаты).

XIV. Баланс (*Приложение 19*) и его переоценка с учетом макроэкономических показателей. Переоценка баланса происходит с использованием рыночных показателей (для облигаций - через кривую бескупонных доходностей; для акций - индекс ММВБ. *ОПС*: денежные потоки по активам (по годам и кварталам); денежные потоки по пассивам; *НПО*: денежные потоки по активам (по годам и кварталам); денежные потоки по пассивам).

XV. Активы и определение рисков. Пример представлен в *таблице 45*.

Тип	класс	код	Наим. актива	Офорта/погашение	Recovery Rate	Стоимость	№ гр.	Гл. орг-я	Финансовый результат итого	Рыночный риск
СПР	Денежные средства на расчетных счетах	4,07018E+19	Газпромбанк		0,35	2220519,95	2	Газпром		0
СПН	Акции	RU0007661625	Газпромбанк		0	15666750	2		2965707,07	56400,3
СПН	Облигации корпоративные	RU000A0JTM28	Башнефть	31.01.23	0,35	65228618	1	Роснефть	40109494,75	1262243,585

Среди рисков выделяются рыночный риск (процентный, валютный, фондовый, риск ликвидности); кредитный риск (стресс-тестирование данного вида риска должно учитывать минимум 2 дефолта); риск изъятия СПН и СПР (о чем говорилось ранее).

XVI. Дефолты (в частности, дефолт топ-2 компаний по объему вложений пенсионных средств с максимальным рейтингом не ниже 3 ступеней странового рейтинга России от международных рейтинговых агентств и RAEX; дефолт эмитентов, у которых данные рейтинговые показатели отсутствуют).

XVII. Крупнейшие инвесторы в ОПС.

XVIII. Крупнейшие инвесторы в НПО.

XIX. Наиболее доходные активы.

XX. Наименее доходные активы.

XXI. Анализ. Результаты анализа заносятся в таблицу (таблица 46):

Таблица 46
Результаты анализа (пример таблицы для заполнения)

Портфели	СС	ПН	РОПС	ПР	СР
Размеры портфелей					
Размер портфеля, руб.					
Доля,% (РОПС от СПН, СР от СПР, СС от всего)					
Кредитный риск					
PD активов с учетом гарантов и погашений, %					
PD активов средний с учетом гарантов, %					
Концентрация активов					
ТОП 5 крупнейшие контрагенты, доля % от активов в ОПС/НПО					
Изменение стоимости портфеля за 20 кварталов					
Доход с начала года (% от активов ОПС/НПО)					
Рыночная переоценка					
Недополученная прибыль					
Кредитный риск					
Recovery					
Доход по аналитическому счету					
Обязательства					
Накопленная прибыль по обязательствам, % от СПН без РОПС					
МГД, %					
Доля выплат пенсий за 5 лет, % от активов ОПС/НПО					
Денежные потоки					
Вознаграждения УК, СД					
Вознаграждение фонда					
Гарантийное восполнение					
Восполнение до норматива РОПС, СР					
Иные пополнения/отчисления					
Ликвидность					
Возможность привлечения ликвидности за 1 квартал					
Проблемные активы					
Крупнейшие активы без рейтинга/в дефолте (доля от СПН+РОПС, СПР+СР)					
Прочие					
Классы активов					
Акции					
ГЦБ РФ					
Прочие облигации					
Дебиторская задолженность по РЕПО					
Депозиты					
Денежные средства					
ИСУ					
Кредиторская задолженность					
Недвижимое имущество					

Производные финансовые инструменты					
Прочая дебиторская задолженность					
Прочие активы					
Активы по группам рейтингов					
BBB-					
BB+					
BB					
BB-					
B+					
B					
B-					
CCC					
NR					
D					

Сводная таблица результатов стресс-тестирования Фонда представлена ниже (таблица 47):

Таблица 47
Сводная таблица результатов стресс-тестирования (пример)

№	Описание сценария теста финансовой устойчивости Фонда	Общее количество испытаний	Доля испытаний, в которых выявлена достаточность активов	Требование ЦБ	Величина недостатка СС
1	Изменение рыночных условий, отсутствие кризиса ликвидности и продаж	30 001	98,0%	не менее 75%	0 руб.
2	Кризис ликвидности в I квартале	30 001	100%	не менее 75%	0 руб.
3	Кризис ликвидности во II квартале	30 001	98,8%	не менее 75%	0 руб.
4	Кризис ликвидности в III квартале	30 001	98,0%	не менее 75%	0 руб.
5	Кризис ликвидности в IV квартале	30 001	98,0%	не менее 75%	0 руб.

Приведенная модель стресс-тестирования НПФ разработана автором в соответствии с требованиями Банка России (п.4.5. Указания Банка России №4060-У по состоянию на 30.08.2019). Представленная в качестве примера таблица итоговых результатов стресс-тестирования свидетельствует о достаточности активов и способности Фонда исполнять свои обязательства в полном объеме и в установленные сроки со значительным превышением требований регулятора.

Однако необходимость дальнейшего прохождения стресс-тестирования, а также наличие иных проблем (например, присутствие в инвестиционном портфеле проблемных активов; тенденция снижения доходности финансовых инструментов в составе инвестиционных портфелей фондов вслед за снижением ключевой ставки Банка России) требуют от Фонда не только поддерживать уровень надежности и ликвидности портфелей пенсионных резервов, пенсионных накоплений и собственных средств на текущем уровне, но и иметь размер собственных средств не менее 300 млн руб.¹¹³ в соответствии с Указанием Банка России от 30.05.2016 №4028-У [53].

Рассмотрим это на примере АО «Негосударственный пенсионный фонд «Стройкомплекс» [89]. Структура инвестиционного портфеля пенсионных накоплений Фонда представлена на *схеме 32*.

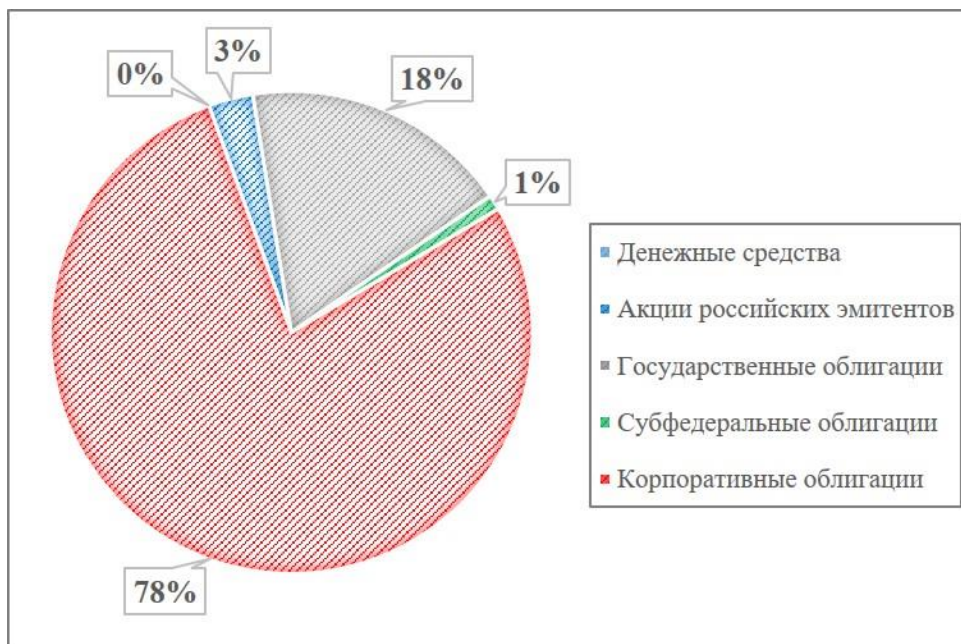


Схема 32
Структура инвестиционного портфеля СПН на примере АО «Негосударственный пенсионный фонд «Стройкомплекс»

¹¹³ Значение рассчитано с учетом состава активов и обязательств Фонда на определенную дату и не является постоянным.

В лимитной ведомости на эмитентов/контрагентов, составляющих инвестиционный портфель данного НПФ на 01.09.2019, к группе риска R3 отнесены АФК-Система, МегаФон Финанс (лимит максимально допустимого объема составил 60%); к группе риска R2 отнесены Автодор, ИКС 5 ФИНАНС, МТС (лимит максимально допустимого объема составил 80%); на эмитентов субъектов Российской Федерации к группе риска R2 отнесены Республика Башкортостан, Иркутская область, Красноярский край и др.; на эмитентов/контрагентов банковского сектора к группе риска R3 отнесены АКБ-Пересвет, группе риска R2 - Внешэкономбанк). Большая часть эмитентов/контрагентов Фонда отнесена к группе риска R1, что позволило Фонду успешно пройти стресс-тестирование.

Проведенный анализ показал, что МСТ:

1) является одним из действенных механизмов контроля за рисками в деятельности НПФ, примененным Банком России в рамках риск-ориентированного подхода. МСТ показывает устойчивость функционирования фондов, их способность выполнять обязательства перед вкладчиками, участниками, застрахованными лицами, их правопреемниками при гипотетической реализации ряда негативных сценариев на временном интервале 3-5 лет; до 2019 года процедура стресс-тестирования была обязательной только для средств пенсионных накоплений, с 2019 года - и для пенсионных резервов. МСТ, проведенное в конце 2019 - начале 2020 гг., показало устойчивость НПФ к неблагоприятным условиям, заложенным в сценариях МСТ. Более того, произошедшие события в марте 2020 года, в целом отражают тенденции, предложенные госрегулятором в сценариях МСТ (рост доходности ОФЗ, расширение спреда доходностей корпоративных облигаций и др.);

2) вместе с тем данный метод имеет свои недостатки, в частности, он не показывает все характеристики актива, не отражает всю полноту информации об эмитентах [183]; в стресс-тестах земельные участки обозначены как объекты инвестирования с нулевой отдачей, что представляется некоррект-

ным; в стресс-тестах используется рейтинг головной компании, а не непосредственно самого эмитента, поэтому методика стресс-тестирования требует корректировки; вводятся достаточно строгие ограничения, например, не учитывается реинвестирование, предполагается отсутствие новых поступлений; кроме того, предлагаются весьма жесткие сценарии и критерии успешного прохождения стресс-тестирования (до 75% с 01 июля 2019 года); он не учитывает долгосрочное инвестирование (более 5 лет);

3) госрегулятор с помощью стресс-тестирования создает за счет либерализации того или иного параметра сценария благоприятные условия для инвестирования в конкретный актив (например, в сентябрьском сценарии 2019 года такие условия создаются для вложений в корпоративные облигации, т.е. в реальный сектор экономики).

29.05.2020 Банк России обновил сценарии МСТ для НПФ, в том числе с учетом изменения ситуации в экономике в связи с распространением коронавирусной инфекции и волатильностью на мировых финансовых рынках с начала года [49]. Новые сценарии по сравнению с предыдущими предполагают более короткий период роста доходностей ОФЗ, близкий по масштабу рост спреда корпоративных облигаций, но на меньшем промежутке времени; менее существенное снижение индекса МосБиржи - до уровня минимальных значений в марте 2020 года с дальнейшим восстановлением; приближены периоды роста вероятностей дефолта активов, что отражает возможное ухудшение финансового состояния компаний с начала года; для ипотечных ценных бумаг добавлена возможность учета рейтингов по национальной шкале сектора структурного финансирования (.sf) агентств «Эксперт РА» и АКРА. Для прохождения стресс-теста НПФ должен продемонстрировать способность исполнить обязательства перед клиентами не менее чем в 75% испытаний в каждом сценарии (данный критерий остался на прежнем уровне);

4) в связи с совершенствованием МСТ в работе предлагается учитывать долгосрочный характер инвестиций НПФ; распространить практику макро-

пруденциального стресс-тестирования и на УК; важно, чтобы госрегулятор не только выявлял нарушения в деятельности НПФ, но и давал квалифицированную оценку рисков, возникающих в данной деятельности (причем рисков, как системного характера, так и несистемного характера); стресс-тестирование обнаруживает проблему небольшого числа предложений высококачественных активов для инвестирования пенсионных средств;

5) использование цифровых технологий в процессах управления рисками способно существенно снизить затраты НПФ на организацию данного процесса, позволит внедрить новые качественные методы снижения рисков;

6) в Законопроекте «О санации НПФ» [265] в качестве одного из критериев для проведения санации названо непрохождение Фондом обязательных стресс-тестов, что, как представляется, приведет к усилению позиции выбора консервативной стратегии инвестирования пенсионных средств. Следует поддержать и позицию НАПФ в том, что необходимо устанавливать количественное выражение недостаточности активов НПФ по результатам стресс-тестов, чтобы применять меры по предупреждению несостоятельности фондов [296]. Вместе с тем не вызывает сомнений необходимость введения самого института санации НПФ.

Глава 4. Повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: механизмы и направления увеличения доходности пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения пенсионными фондами и их УК

Управление пенсионными активами решает две основные задачи: обеспечение сохранности пенсионных средств и одновременно повышение их доходности. Именно от решения данных задач зависят, в конечном итоге, пенсионное обеспечение российских граждан, стабильность и эффективность системы пенсионного страхования в целом, а в настоящее время и будущее накопительной пенсии.

Интенция на повышение доходности пенсионных активов означает достижение ее максимизации при допустимом уровне риска, соблюдении требований законодательства и с учетом фидуциарной ответственности субъектов инвестирования. Базовая цель повышения доходности пенсионных активов - это их прирост в интересах и для обеспечения прав вкладчиков/участников, застрахованных лиц и их правопреемников на получение достойной пенсии в системах НПО или ОПС.

НПФ и их УК (также, как ПФР, ГУК и ЧУК) не ставят цель получения максимального инвестиционного дохода, но видят свою задачу в достижении приемлемого уровня доходности (на основе выбранной инвестиционной стратегии, строящейся на определенном соотношении риск/доходность), который должен поддерживаться на протяжении всего периода формирования пенсии клиентов Фонда и опять же с учетом неукоснительного соблюдения всех установленных требований к такому инвестированию/размещению пенсионных активов.

В качестве показателей эффективности инвестирования/размещения пенсионных средств используются:

- показатели (годовые, среднесрочные, долгосрочные, например, накопленная доходность) доходности пенсионных средств;

- коэффициент прироста инвестиционного портфеля (прирост стоимости чистых активов, в которые инвестированы пенсионные средства) [62]¹¹⁴.

Так, в отчетности НПФ годовая доходность рассчитывается по методу взвешенной по времени доходности с поправкой на денежные потоки [63]. Формула расчета доходности от инвестирования СПН представлена в *Приложении 20*. В отчетности НПФ по пенсионным резервам используются следующие два базовых показателя доходности:

- 1) доходность размещения СПР за минусом вознаграждения УК, специализированному депозитарию и Фонду (нетто-доходность);
- 2) доходность размещения СПР до выплаты вознаграждения УК, специализированному депозитарию и Фонду (брутто-доходность).

В отчетности НПФ в части СПН применяются следующие базовые показатели доходности:

- 1) доходность инвестирования средств пенсионных накоплений за минусом вознаграждения Фонду (нетто-доходность);
- 2) доходность инвестирования СПН до выплаты вознаграждения Фонду (брутто-доходность);
- 3) доходность инвестирования СПН, отражающая результаты инвестирования на счетах застрахованных лиц.

4.1 Макроэкономические и иные внешние условия, влияющие на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ и их УК

В экономической науке сформировался ряд теорий и эмпирических исследований, отражающих влияние тех или иных факторов на рынок ценных бумаг, финансовый рынок в целом [75]. Если исходить из теории «декомпози-

¹¹⁴ Предусмотренный данным нормативным правовым актом порядок расчета касается пенсионных средств, переданных ПФР в доверительное управление УК, отобранным по конкурсу, и ГУК. Применительно к ЧУК порядок расчета результатов инвестирования закреплен [63]. Указание Банка России от 27.11.2017 №4623-У [58] раскрывает методику расчета доходности НПФ в системах ОПС и НПО.

ции доходности», то доходность пенсионных средств и, соответственно, результаты их инвестирования/размещения (как и риски) зависят от целой группы факторов, которые условно можно подразделить на внешние и внутренние. К числу внешних факторов следует отнести: макроэкономические условия (макроэкономические агрегаторы), в которых осуществляется инвестирование/размещение пенсионных средств и которые обуславливают волатильность инвестиционного портфеля, как и финансового рынка в целом; международные факторы; факторы финансового, а также пенсионного рынков, отрасли НПФ; внутренние же факторы связаны с эффективностью процесса управления пенсионными средствами в Фонде/его УК (качество корпоративного управления, стратегия управления инвестиционным портфелем, выбор высокопрофессионального спецдепозитария).

Внешние факторы, в свою очередь, можно подразделить на:

- те, которые формируют инвестиционный климат, детерминируют общую экономическую ситуацию (факторы глобального характера, например, состояние мирового финансового рынка; введение экономических санкций со стороны ряда стран в отношении России; макроэкономические внутривострановые факторы: уровень инфляции, динамика ВВП, цен на нефть, инвестиций, доходов населения, курса рубля, уровня безработицы, потребительской активности, баланс государственного бюджета и пр.). Так, введенные в 2014 году общеэкономические, а затем секторальные санкции оказали негативное влияние на российский финансовый рынок (сократился объем финансовых ресурсов, привлекаемых на мировых рынках; уменьшилось число нерезидентов-участников российского финансового рынка и пр.). Введение санкций наложило на падение цен на нефть, что привело к девальвации рубля и росту кредитных рисков. Но затем ситуация стала выправляться и в настоящее время введение санкций не оказывает сильного влияния на российский финансовый рынок;

- факторы финансового рынка (ключевая ставка Банка России, процентная ставка, доходность отдельных финансовых инструментов и др.); существует корреляционная зависимость ряда факторов предыдущей группы с показателями данной группы, например, результаты деятельности хозяйствующих субъектов-эмитентов ценных бумаг оказывают непосредственное влияние на доходность последних; по расчетам экспертов, от 40% до 90% волатильности портфелей пенсионных фондов и их УК определяются рыночными колебаниями [75, с.27];

- факторы, отражающие специфику функционирования рынка коллективных инвестиций, пенсионного рынка (инвестирования пенсионных активов), например, модель регулирования и надзора за управлением пенсионными активами, принятая госрегулятором; наличие и развитость общественного контроля за инвестированием/размещением пенсионных средств и др.

Перечисленные факторы оказывают как прямое, так и обратное воздействие на финансовый рынок и доходность инвестиционного портфеля пенсионных активов. По степени воздействия эти факторы могут оказывать сильное, умеренное и слабое влияние. Как отмечают исследователи, половина всей волатильности на финансовом рынке является результатом действия макроэкономических факторов [326]. В ряде исследований обосновано положительное влияние повышения уровня благосостояния страны на доходность от инвестирования пенсионных средств в НПФ и их УК [75, с.35]; установлена взаимосвязь между объемом финансового рынка и уровнем доходности от инвестирования пенсионных средств; изучено также влияние рыночного индекса на реальную доходность инвестирования/размещения пенсионных средств [316].

Модель факторного анализа отображена *на схеме 33*:

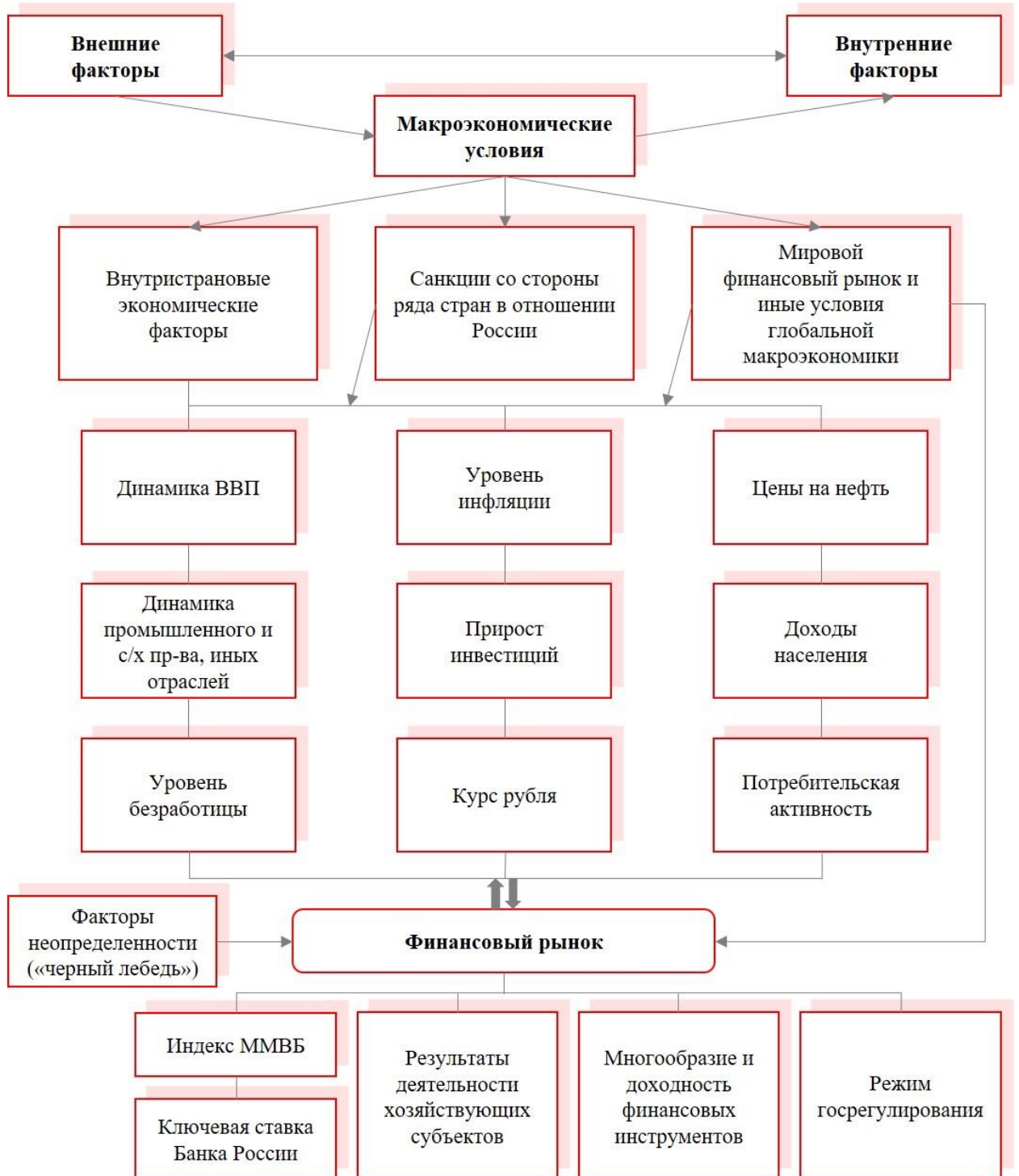


Схема 33
Факторы, влияющие на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств

Представленные на выше приведенной схеме макроэкономические агрегаты лежат в основе фундаментального анализа при формировании инвести-

ционного портфеля пенсионных средств. Внешние факторы сгруппированы в данном случае следующим образом: макроэкономические, монетарные, глобальные (мировые), отраслевые (относящиеся к пенсионному рынку). Как правило, ключевые макроэкономические показатели отслеживаются на относительно длительном временном горизонте, при этом аналитики рынка нередко выстраивают композитные индексы, учитывающие совокупное действие нескольких факторов. Влияние внешних факторов на доходность вложения пенсионных средств может проводиться и на основе событийного анализа.

О непосредственном влиянии общего макроэкономического состояния страны на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств указывает кризисная ситуация 1998 года, когда в стране был объявлен дефолт в связи с неспособностью Российской Федерации платить по внешним долгам на фоне резкого снижения ВВП, объема и темпов развития промышленного производства, девальвации рубля, что оказало крайне негативное воздействие на финансовый рынок и, следовательно, на доходность НПФ и их УК (в том числе и по причине того, что накануне дефолта государственные казначейские облигации /ГКО/ составляли в большинстве фондов 75%, а в некоторых из них даже 100% в структуре инвестиционного портфеля) [124].

К этому следует добавить значительное снижение поступления пенсионных взносов в фонды, банкротство ряда банков.

Влияние внешних факторов глобального характера можно проследить в период кризиса 2008-2009 гг., когда мировой финансовый кризис повлиял на экономику России и ее финансовый рынок (все это произошло на фоне стремительного снижения цен на нефть, оттока капитала и пр.). Отсюда, резкое падение цен российских акций (на 40-70%); корпоративных облигаций (в среднем на 16%); государственных ценных бумаг (на 10%), дефолты по ряду корпоративных облигаций [124]. Как следствие, убытки НПФ (по усреднен-

ным оценкам: по средствам пенсионных накоплений /СПН/ /- 15-20%/ , по средствам пенсионных резервов /СПР/ /- 19-25%/) [124].

Рассмотрим влияние отдельных макроэкономических факторов на доходность инвестирования/размещения пенсионных активов, в частности, инфляции.

Среди экономистов отсутствует единая позиция по поводу влияния инфляции на финансовый рынок (например, одна из них сформулирована И.Фишером в виде уравнения, раскрывающего связь между темпом инфляции, номинальной и реальной ставками процента [119, с.488-499]). Портфельная теория исходит из того, что значительная доля акций в инвестиционном портфеле даст возможность в дальнейшем устранить негативное влияние инфляции. Вместе с тем инфляция отрицательно влияет на доходность облигаций, депозитов, так как прибыль по ним фиксирована (это не касается облигаций, доходы по которым «привязаны» к уровню инфляции).

Отмечая влияние инфляции на стоимость ценных бумаг, следует учитывать отраслевую принадлежность эмитента, а также уровень кредитного рейтинга ценной бумаги в котировальном списке. Так, акции ряда компаний добывающих отраслей принадлежат к «голубым» фишкам. В период кризиса 1998 года, когда произошел обвал нефтяных цен, именно акции нефтяных компаний более всего обесценились.

Вместе с тем на иные ценные бумаги инфляция может не оказывать негативного воздействия (например, государственные ОФЗ-ИН, индексирование которых осуществляется одновременно с ростом индекса потребительских цен, отсюда, возможность получать реальную положительную доходность независимо от динамики инфляции; это могут быть и облигации, выпуски, номинал, купон которых «привязаны» к уровню инфляции)¹¹⁵.

¹¹⁵ На начало ноября 2019 года выпуск ОФЗ-ИН 52001 позволяет зафиксировать ставку до августа 2023 года на уровне инфляции плюс 3,2% [177].

Кроме того, некоторые авторы делают вывод, что текущая инфляция не оказывает сильного воздействия на долгосрочный тренд доходности государственных облигаций [285, с.305].

Еще одна группа ученых отрицают существование какой-либо корреляционной зависимости между рынком акций и инфляцией [205]. Вместе с тем инфляция уменьшает реальную доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств, ведет к снижению уровня сохранности последних. Поэтому «в странах с более высокой инфляцией, при прочих равных условиях, требуется большее вмешательство и контроль со стороны государства» [75, с.38]. Рассмотрим динамику изменений уровня доходности инвестирования/размещения пенсионных активов НПФ, ВВП и инфляции (таблица 48):

Таблица 48
Динамика изменений уровня средневзвешенной доходности инвестирования/размещения пенсионных активов НПФ, ВВП и инфляции

Год	1998	2005	2007	2008	2009	2010	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Динамика ВВП, %	-5,3	10,0	8,5	5,2	-7,8	4,5	0,7	-2,3	0,3	1,6	2,3	1,3
Уровень инфляции, %	84,44	10,9	11,87	13,28	8,8	8,78	11,36	12,91	5,38	2,52	4,27	3,05
Доходность СПН, %	-15-20	0-41,0	0-16,7	-71,26 до 50,2	0,7-80,8	11,24	4,9	10,8	9,6	4,6	0,1	10,7
Доходность СПР, %	-19-25	н/д	11,87	13,28	8,8	8,78	1,9	7,7	10,0	5,4	5,6	8,1

Прямое влияние динамики ВВП и уровня инфляции на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств фиксируется только в периоды кризисов (1998, 2008 гг.). В другие периоды данное влияние выражено не столь отчетливо (схема 34)¹¹⁶.

¹¹⁶ Составлена автором на основе данных Росстата, Банка России, ФСФР России.

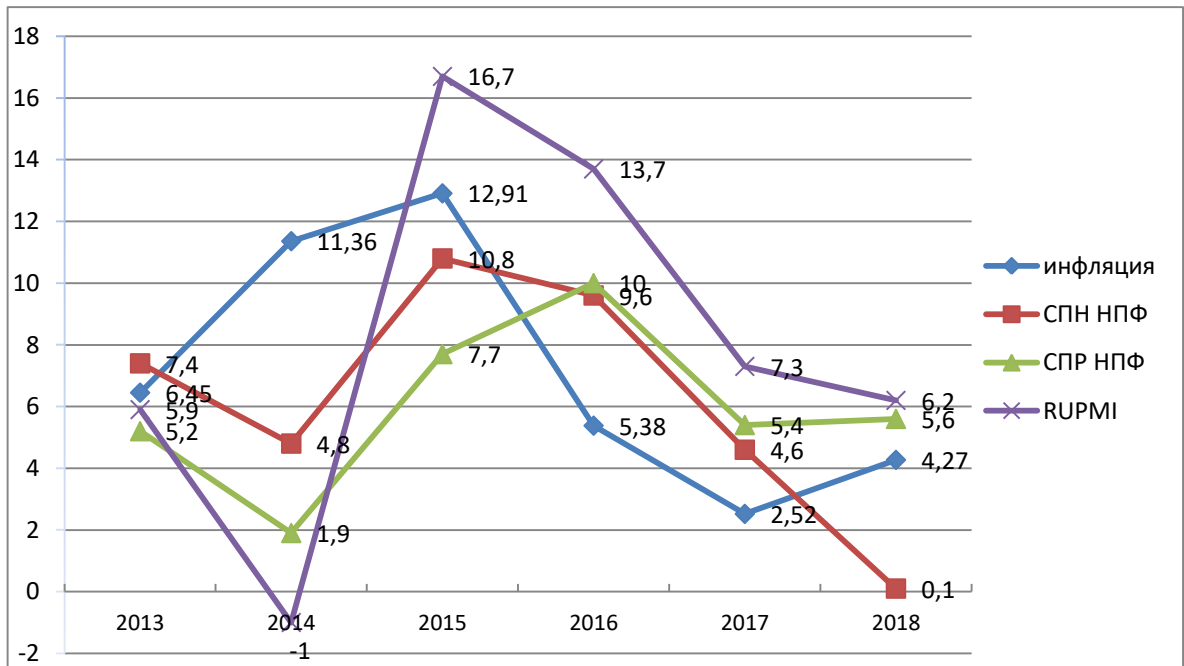


Схема 34
Соотношение уровней инфляции, доходности инвестирования/размещения пенсионных средств и индекса RUPMI

Например, в 2014 году наблюдались рост инфляции, снижение ВВП и падение доходности инвестиционного портфеля, но не столь резкие, как в кризисные периоды.

Иные периоды не отражают корреляционные зависимости между этими показателями. В связи с этим можно утверждать о комплексном мультифакторном воздействии на доходность инвестиционного портфеля пенсионных средств.

В *таблице 49* представлены на основе расчетов автора корреляционные зависимости между средневзвешенной доходностью СПН, СПР, динамикой ВВП и инфляцией (данные расчета за период 2012-2019 гг.).

Таблица 49

Корреляционные зависимости между средневзвешенной доходностью СПН, СПР, динамикой ВВП и инфляцией (данные расчета за период 2012-2019 гг.)

	Корреляция (2012-2019 гг.)		Лаговая корреляция (2012-2019 гг.)	
	Инфляция	Динамика ВВП	Инфляция (-1 год)	Динамика ВВП (-1 год)
Средневзвешенная доходность по СПН НПФ	0,2448881	-0,47467	0,65173559	-0,17626
Средневзвешенная доходность по СПР НПФ	-0,276268	-0,23091	0,520122605	-0,56164
Инфляция		-0,61118		0,052818
Динамика ВВП	-0,61118		-0,761565682	

Исходя из того, что корреляция считается на периоде за основу расчетов был взят период 2012-2019 гг. Из таблицы следует, что реальное влияние инфляции на доходность по СПН и СПР может носить достаточно длительный характер (что можно увидеть на корреляции между текущей доходностью по СПН и СПР с инфляцией со сдвигом на один год назад /инфляция за 2012 год, доходность за 2013 год/). Влияние ВВП на доходность СПН и СПР, в свою очередь, имеет опосредованный характер (через инфляцию). Если в данном году имел место высокий уровень инфляции, то в следующем году ВВП уменьшается. Инфляция влияет на ВВП, как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективах. Если предположить, что уровень инфляции равен нулю, то тогда можно было бы считать ВВП драйвером роста доходности по СПР и СПР. Отдельное влияние ВВП на доходность СПН и СПР без учета инфляции, которая в нашей стране является периодически достаточно высокой и со всплесками, не просматривается. Если бы из ВВП можно было исключить фактор инфляции, тогда корреляция доходности СПР и СПР была бы положительной.

В *таблице 50* отражены корреляционные зависимости между средневзвешенной доходностью СПН, СПР, курсом рубля к доллару, ключевой ставкой и ценами на нефть марки «Brent» (данные расчета за период 2015-2019 гг.).

Таблица 50

Корреляционные зависимости между средневзвешенной доходностью СПН, СПР, курсом рубля к доллару, ключевой ставкой и ценами на нефть марки «Brent» (данные расчета за период 2015-2019 гг.)

	Корреляция (2015-2019 гг.)		
	Курс доллара к рублю	Ключевая ставка	Цена на нефть Brent в рублях
Средневзвешенная доходность по СПН НПФ	0,036625	0,333954	-0,2576
Средневзвешенная доходность по СПР НПФ	0,035149	0,405856	-0,19426
Инфляция	0,768928	0,834547	-0,96616

Результаты расчетов показывают достаточно существенный уровень корреляции между средневзвешенной доходностью по СПР НПФ, СПН НПФ и ключевой ставкой. Также весьма высокий (практически близкий к минус единице) показатель корреляции наблюдается между инфляцией и ценой на нефть марки «Brent». Это связано с тем, что рост цены на нефть оказывает стабилизирующее влияние на российскую экономику и приводит к снижению уровня инфляции.

Накопленная доходность от инвестирования/размещения пенсионных активов возрастает с увеличением периода вложений и на определенном временном интервале начинает превосходить уровень инфляции. На *схеме 35* раскрыта накопленная доходность фондов от инвестирования/размещения СПН и СПР в сравнении с накопленными инфляцией и индексом RUMPI¹¹⁷ за 2016-2019 гг.

¹¹⁷ Составлена автором на основе [99].

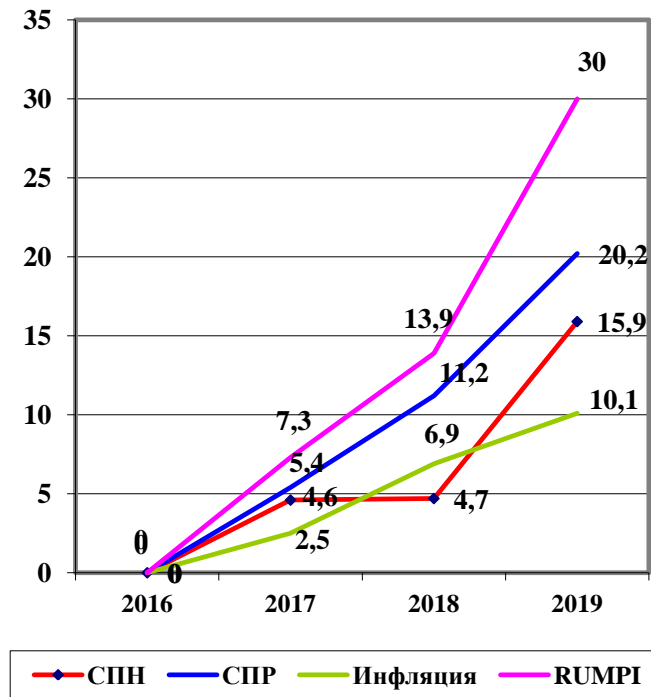


Схема 35

Сравнение динамики изменений уровня накопленной доходности от инвестирования/размещения пенсионных активов НПФ, уровня накопленной инфляции и накопленного индекса RUMPI

Как видно из приведенной схемы, на трехлетнем интервале показатели накопленной доходности от инвестирования/размещения СПН и СПР превосходят уровень накопленной инфляции (на 5,8% и 10,1%, соответственно), но существенно отстают от накопленного индекса RUMPI (он превосходит накопленную инфляцию за этот период на 19,1%).

Аналогичная тенденция наблюдается и на периоде в 5 лет.

Рассмотрим соотношение накопленной инфляции, накопленной доходности от инвестирования пенсионных накоплений ГУК (ВЭБ.РФ), АО «НПФ «Алмазная осень» и АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления» за период 2013-2018 гг. (таблица 51; схема 36)¹¹⁸:

¹¹⁸ Составлены автором на основе [144].

Таблица 51

**Соотношение накопленной инфляции, накопленной доходности от инвестирования
СПН ГУК, АО «НПФ «Алмазная осень» и
АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления» за период 2013-2018 гг.**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Накопленная инфляция, %	6,5	18,64	33,95	41,18	44,71	50,93
Накопленная доходность ГУК ВЭБ РФ, %	6,71	9,57	23,98	33,07	48,8	57,84
АО «НПФ «Алмазная осень», %	5,03	7,15	21,55	37,03	52,37	62,7
АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления»	0	2,85	17,17	32,59	45,22	54,47

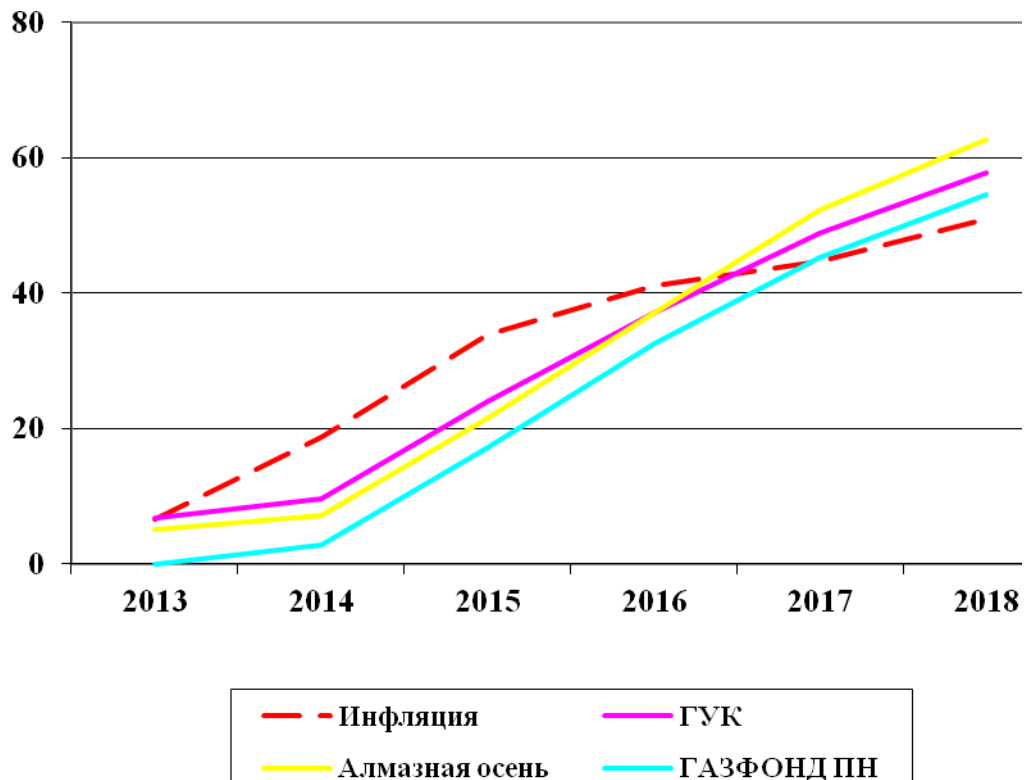


Схема 36

**Соотношение накопленной инфляции, накопленной доходности от инвестирования
СПН ГУК (ВЭБ РФ), АО «НПФ «Алмазная осень» и
АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления» за период 2013-2018 гг.**

Как отмечалось ранее, в НПФ накопленная среднерыночная брутто-доходность инвестирования пенсионных накоплений на 5-летнем интервале (2014-2018 гг.) не превышала уровень инфляции (накопленная доходность составила 33,7%, инфляция - 41,6%). Однако на пятилетнем периоде (2015-2019 гг.) среднерыночная брутто-доходность в НПФ опередила уровень накопленной инфляции (33,5% - доходность, 31% - накопленная инфляция).

По расчетам ряда исследователей, накопленная инфляция и средняя накопленная доходность от инвестирования пенсионных средств за 10-летний период (2008-2017 гг.) также превосходит уровень инфляции (схема 37) [180].



Схема 37

Накопленная инфляция и средняя накопленная доходность инвестирования пенсионных средств к 2008-2017 гг.

Накопленная инфляция за этот период составила 94,84%, что меньше на 7,54% показателя средней накопленной доходности в НПФ. Однако, на наш взгляд, проведенные расчеты требуют уточнения: так, за 10-летний период 2010-2019 гг. накопленная инфляция составила 91,09%, средняя накопленная доходность по НПФ - 87,4%, медианная доходность - 94,18%, то есть превышение наблюдается только по медианной доходности. Вместе с тем на 8-летнем периоде (2012-2019 гг.) и средняя накопленная доходность (67,28%),

и медианная доходность (72,32%) превосходят накопленную инфляцию за данный период (65,57%) [256].

Проведенные расчеты показали, что накопленная доходность ГУК по расширенному портфелю за период 2010-2019 гг. (107,36%) превосходит накопленную инфляцию (91,3%) на 16,06%, а по портфелю ценных бумаг (104,1%) на 12,8%.

Но если анализировать 15-летний период инвестирования пенсионных средств, то здесь немаловажную роль играет выбранный временной интервал. Например, накопленная инфляция с января 2004 года по декабрь 2018 года составила 245,41%, а с января 2005 года по декабрь 2019 года - 218,53%. Если в первом интервале накопленная доходность ГУК - 187,6%, то во втором - 199,74%. То есть, хотя доходность от инвестирования пенсионных активов ГУК на первом и втором интервалах не превысила уровень инфляции, но разрыв сократился, хотя и не исчез. Последствия шоковых 2008 и 2014 гг., а также достаточно консервативная стратегия инвестирования отражаются на доходности инвестирования ГУК. В 2010-2019 гг. доходность от инвестирования СПН в ГУК увеличивалась, но не только в силу макроэкономических факторов, а и по причине принятия расширенной декларации, увеличившей перечень разрешенных финансовых инструментов для инвестирования средств пенсионных накоплений. К этому следует добавить специфику инвестиционных портфелей ГУК.

Так, в расширенном портфеле почти 70% занимают ценные бумаги, которые свободны от рыночного риска. Поэтому в случае сильных рыночных колебаний этот портфель ГУК показывает относительно высокие результаты, но при растущем рынке высокой доходности он не дает.

Инфляция в большей или меньшей степени оказывает свое влияние на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств, но данное влияние может быть снивелировано действием иных факторов, что и показав

ли результаты проведенного исследования. Так же, как сравнения доходности только на основе одного критерия - уровня инфляции, недостаточно.

Для проведения качественного анализа результатов доходности от инвестирования/размещения пенсионных активов важно их сопоставление с динамикой индексов пенсионных активов Московской Биржи, которые можно рассматривать в качестве бенчмарка.

Сравним динамику этих индексов в ракурсе агрессивной (RUPAI), сбалансированной (RUPMI) и консервативной (RUPCI) стратегий. Для анализа доходности пенсионных активов могут также применяться субиндексы акций (EPSI), облигаций (BPSI), ОФЗ (OPSI) (таблица 52).

Таблица 52
Динамика пенсионных индексов [352]

	1 ДЕНЬ	1 МЕСЯЦ	3 МЕСЯЦА	1 ГОД	3 ГОДА
ДИНАМИКА ИНДЕКСА КОНСЕРВАТИВНЫЙ (RUPCI)	0.0715%	2.62%	2.53%	13.52%	33.45%
ДИНАМИКА ИНДЕКСА СБАЛАНСИРОВАННЫЙ (RUPMI)	0.23%	3.18%	2.12%	13.03%	34.39%
ДИНАМИКА ИНДЕКСА АГРЕССИВНЫЙ (RUPAI)	0.70%	4.95%	0.25%	11.17%	36.80%

Пенсионный индекс сбалансированной стратегии (RUPMI) на протяжении 2015-2018 гг. опережал доходность от инвестирования/размещения СПР и СПН в пенсионных фондах, УК, а также был выше уровня инфляции. Лишь в 2014 году в результате падения котировок на Московской Бирже его доходность была существенно ниже доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ. В связи с этим некоторые авторы предлагают в качестве оптимальной стратегию инвестирования/размещения пенсионных средств (в виду долгосрочности выполнения пенсионных обязательств) - «buy-and-hold» [411], цель которой удерживать ценные бумаги в течение длительного времени для постепенного увеличения их стоимости, так как в

долгосрочной перспективе фондовые рынки дают достаточно высокую норму прибыли даже при определенной степени их волатильности.

Следует выделить опосредованное влияние (через финансовый рынок) на доходность портфельных инвестиций результатов деятельности хозяйствующих субъектов как эмитентов ценных бумаг. Колебания на финансовом рынке во многом объяснимы изменениями отраслевыми индексами. Связь между динамикой развития промышленного производства и показателями финансового рынка носит устойчивый характер. На *схеме 38* отражена динамика отраслевых индексов в 2019 году [211]. Из схемы видно, что лучшая динамика (+25-30%) в том году отмечалась в секторах нефти и газа, финансов, электроэнергетики и телекоммуникаций.

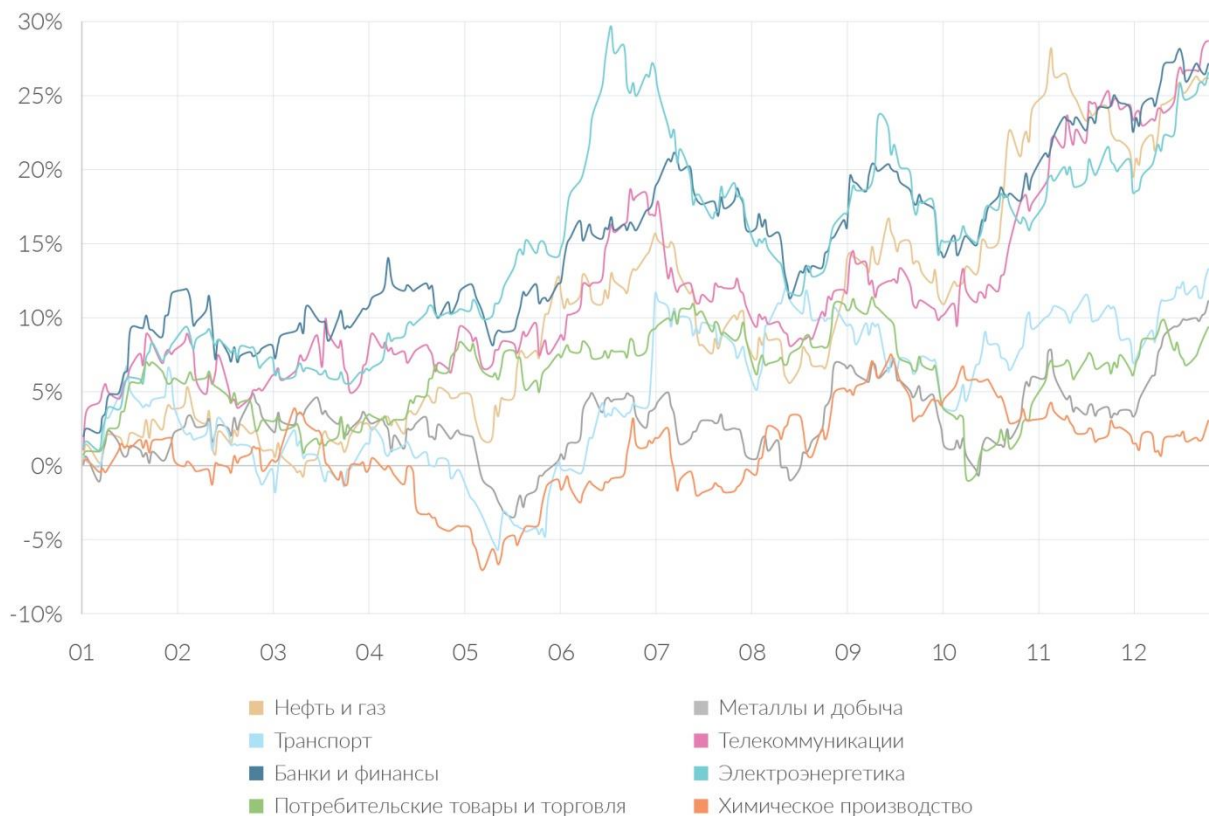


Схема 38
Динамика отраслевых индексов МосБиржи в 2019 году

Динамика отраслевых индексов МосБиржи за 2013-2019 гг. представлена в *Приложении 21*.

В условиях достаточно сильной (хотя и снижающейся) зависимости российской экономики от мировых цен на нефть фактор волатильности нефтяного рынка оказывает непосредственное влияние на стоимость акций нефтяных компаний, что, соответственно, влияет и на доходность инвестиционных портфелей, включающих данные акции. Так, в 2019 году стоимость барреля нефти Brent выросла с \$54 (в начале года) до \$68 (в конце года) (схема 39) [211].



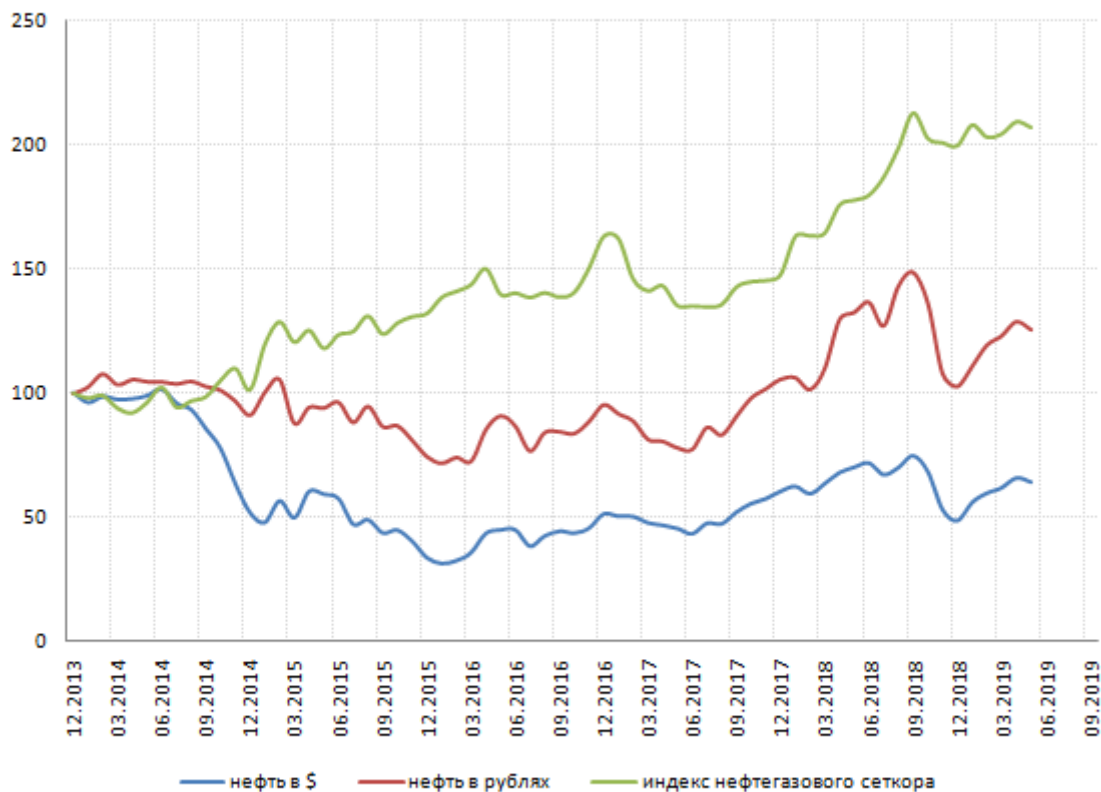
Схема 39
Динамика и волатильность цен на нефть Brent в 2019 году

Среди причин роста стоимости нефти Brent с января по май 2019 года (почти до \$75 за баррель) можно выделить продление сделки ОПЕК+ по сокращению добычи нефти. Затем в мае (падение цены до \$60 за баррель) введение США новых тарифов на китайские товары; волатильность цен в июле-сентябре (среди причин «сохранение торговой и геополитической неопределенности на мировой арене, замедление темпов роста глобальной экономики и темпов роста спроса на нефть и ухудшение экономической конъюнктуры в

целом» [407]). И в последнем квартале года - вновь увеличение цен, прежде всего, по причине продолжения сделки ОПЕК+ по сокращению добычи нефти.

Динамика индекса цен на нефть марки Brent и акций нефтяного сектора за январь-сентябрь 2019 года отражены на *схеме 40* [174]:

Динамика индекса цен на нефть марки Brent и акций сектора
дек 2013 =100



данные Refinitiv

Схема 40
Динамика индекса цен на нефть марки Brent и акций нефтяного сектора

Доходность в 2019 году по акциям нефтяной отрасли составила по привилегированным акциям «Сургутнефтегаз» +18,72%, привилегированным акциям «Татнефть» +14,32%; акциям «Башнефть» +9,24% [354].

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Кроме того, фактор цен на нефть влияет на доходность инвестиционных портфелей НПФ. Так, в структуре инвестиционных портфелей СПР и СПН в начале 2020 года вложения в нефтегазовую отрасль составили, соответственно, 12,5% и 15,3% [97].

Отраслевой рейтинг фондового рынка по показателю риск/доходность (составлен на основе сравнения отраслевого индекса в долгосрочной перспективе - 5 лет; среднесрочной перспективе - 3 года и краткосрочной перспективе - 1 год) представлен в *таблице 53* [97]. Чем ниже показание отраслевого индекса, тем выше место в рейтинге.

Таблица 53
Отраслевой рейтинг фондового рынка по показателю риск/доходность

Отрасль	Место в рейтинге	Долгосрочный	Среднесрочный	Краткосрочный	Среднее значение	Отраслевой индекс [212]	
						2018	2019
Нефть и газ	1	3	1	3	2,33	36,3	24,5
Химия и нефтехимия	2	1	4	2	2,33	4,8	2,6
Металлы и добыча	3	2	2	4	2,67	8,7	10,6
Электроэнергетика	4	4	5	1	3,33	-11,7	25,0
Телекоммуникации	5	7	3	7	5,67	-2,6	27,9
Транспорт	6	5	6	6	5,67	-22,3	12,7
Финансы	7	6	7	5	6,00		
Потребительский сектор	8	8	8	8	8,00		

Из таблицы следует, что нефтегазовая и химическая (нефтехимическая) отрасли наиболее привлекательны для инвестирования, в том числе и пенсионных активов.

Следует выделить и факторы финансового рынка, непосредственно влияющие на доходность инвестиционного портфеля пенсионных активов. Так, понижение/повышение ключевой ставки Банком России влияет на доход-

ность новых выпусков облигаций в сторону ее понижения/повышения. В 2020 году Банк России уже снизил ключевую ставку до 4,25% годовых (на 28.07.2020). Некоторые исследователи считают, что требуемая доходность по государственным облигациям является функцией ключевой ставки Банка России [331]. Вместе с тем предполагается, что на развивающихся рынках данная ставка не является ключевым индикатором изменений в финансовой сфере и сама является производной от экономических процессов [285].

Можно проследить влияние ряда событий макроэкономического характера на динамику финансового рынка на примере индекса Мосбиржи (по данным за 2019 год) (схема 41) [211].

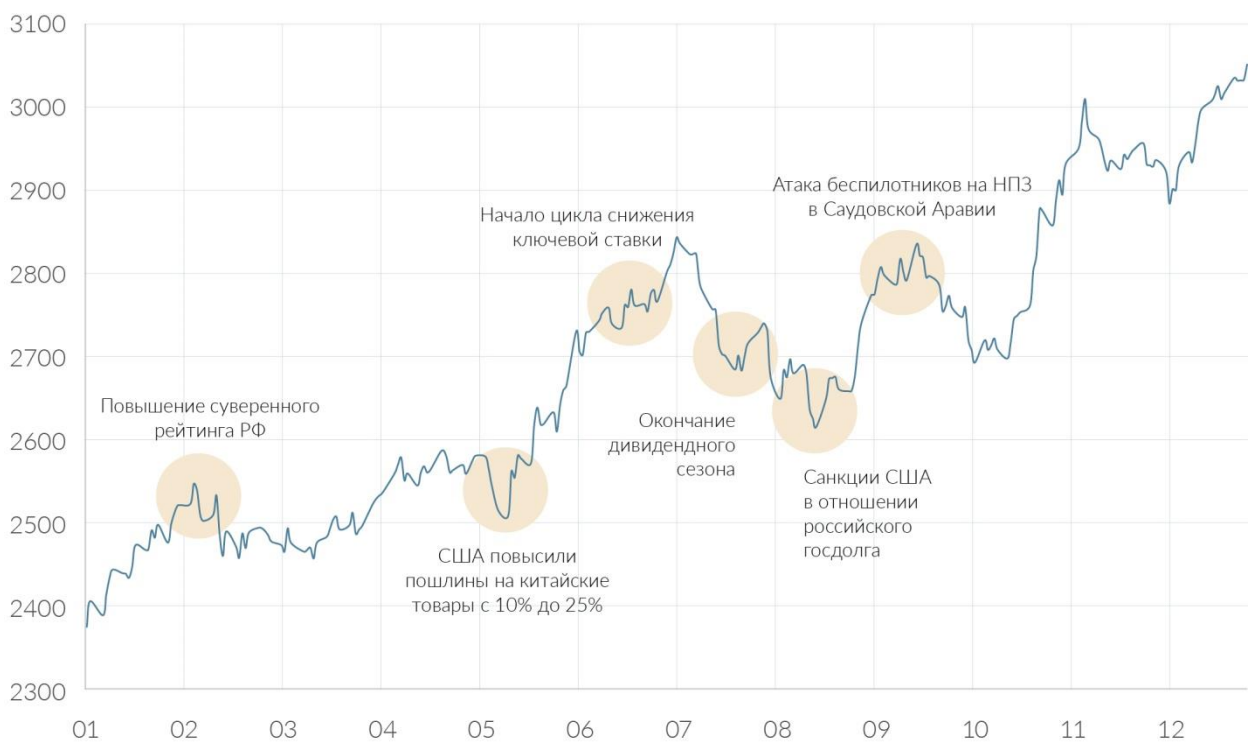


Схема 41
Динамика индекса МосБиржи в 2019 году

К концу года индекс МосБиржи увеличился на 28,7%. На его положительную динамику оказали влияние повышение суверенного рейтинга России и начало цикла снижения ключевой ставки. Одновременно к числу событий, оказавших негативное влияние на динамику индекса, следует отнести повы-

шение пошлин на китайские товары, санкции США в отношении российского госдолга, атака беспилотников на НПЗ в Саудовской Аравии и др.

В *таблице 54* отражены по годам ключевые факторы, влияющие на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств¹¹⁹.

Таблица 54
Ключевые факторы, влияющие на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств (2009-2019)

Макроэкономические факторы	Факторы финансового рынка. Требования госрегулятора к НПФ и их УК
2009 год	
Доходность инвестирования СПН: НПФ (0,7% - 80,8%); УК (7,56% - 110,48%); ГУК расш. ИП (9,52%); ИП ГЦБ (5,72%)	
Финансовый кризис 2008-2009 гг. Инфляция (8,8%); динамика ВВП (-7,8%); постепенное оздоровление мировой экономики и финансовых рынков.	Рост российских фондовых индексов (доходность ММВБ +121,4%). Смягчение денежно-кредитной политики Банка России. Снижение ставки рефинансирования. На пенсионном рынке либерализованы портфельные ограничения и введены новые виды активов, в частности депозиты в иностранной валюте и облигации международных финансовых организаций; для ГУК введены два инвестиционных портфеля и разрешены дополнительно для инвестирования новые финансовые инструменты (ипотечные ценные бумаги; корпоративные облигации; депозиты в иностранной валюте и в валюте Российской Федерации; облигации международных финансовых организаций)
2011 год	
Доходность инвестирования СПН: НПФ (от -9,86% до 7,63%); УК (от -17,83% до 7,69%); ГУК расш. ИП (5,47%); ИП ГЦБ (5,90%)	
Инфляция (6,1%); ВВП (+4,3%). В мировую финансовую систему возвращается глобальный экономический кризис. Российский финансовый рынок показывает противоположную динамику с рынком нефти.	Российские биржевые индексы по итогам года продемонстрировали отрицательный результат. Волатильность регулирования пенсионного рынка. Структура инвестиционного портфеля НПФ и УК недостаточно отражает движение рынка. Слабая инфраструктура пенсионного рынка. Усиление тенденций консервативного портфеля НПФ.
2013 год	
Доходность инвестирования СПН: НПФ (от 4,4% до 13,3%); УК (от 6,03,83% до 9,94%); ГУК расш. ИП (6,71%); ИП ГЦБ (6,90%)	
Инфляция (6,45%); ВВП (+1,8%).	Введение нового порядка регулирования пенсионного

¹¹⁹ Составлена автором на основе официальных данных Банка России, Министерства финансов Российской Федерации, а также [335; 271; 272; 273].

	рынка: проверка фондов ЦБ РФ, вступление их в систему АСВ и акционирование. Все это потребовало от НПФ дополнительных затрат на развитие бизнес-процессов. Создание систем риск-менеджмента в фондах.
2014 год	
Доходность инвестирования СПН: НПФ (от -5,23% до 42,24%, средневзвешенная 4,9%); УК (от -9,89% до 7,49%; средневзвешенная 2,7%); ГУК расш. ИП (2,68%); ИП ГЦБ (2,05%)	
Инфляция (11,36%); ВВП (+0,7%). Введение санкций. Изменения денежно-кредитной и валютной политики Банка России: размер ключевой ставки стал основным инструментом денежно-кредитной политики России; переход к плавающему курсу рубля. Под действием внешних шоков наблюдается значительная девальвация курса рубля. Увеличение ключевой ставки до 17%.	Реорганизация НПФ в акционерные общества и их вступление в систему гарантирования прав застрахованных лиц. Мораторий на СПН у НПФ (почти все средства за 2013 год были «заморожены», что составило 525,9 млрд руб. по переходной кампании из ПФР в НПФ). Объем денежных средств на текущих счетах фондов существенно снизился, что обусловлено новыми регулятивными требованиями, побуждающими фонды инвестировать в долгосрочные финансовые инструменты. 70% в структуре инвестиционного портфеля НПФ занимают депозиты и облигации. На фоне ускорившейся инфляции и резкого роста ключевой ставки эти инструменты неэффективны для обеспечения доходности, позволяющей перекрыть инфляцию и сохранить покупательную способность пенсий.
2015 год	
Доходность инвестирования СПН: НПФ (средневзвешенная доходность 10,8%); УК (15,53%); СПР: НПФ (средневзвешенная 7,7%); ГУК расш. ИП (10,82%); ИП ГЦБ (15,31%)	
Инфляция (12,91%); ВВП (-2,3%). Введение секторальных санкций. Снижение процентных ставок по депозитам. Потери фондового рынка из-за моратория на пенсионные накопления. В целом благоприятная рыночная конъюнктура и рост торговой активности: объем торгов на Московской Бирже за год увеличился до 685,4 трлн руб. Несмотря на некоторую волатильность, индексы в течение всего года показывали растущий тренд (сбалансированный индекс Московской Биржи рынка пенсионных накоплений за год вырос на 16%, субиндекс облигаций индекса пенсионных накоплений - на 14%, субиндекс ОФЗ - на 15%; субиндекс акций - на 24%. Активное развитие рынка облигаций с процентными ставками, привязанными к инфляции.	Продление моратория на пенсионные накопления. Интенции госрегулятора на переориентацию инвестиционной политики НПФ на развитие экономики и значимых инфраструктурных проектов. Переориентация инвестиционного портфеля СПН на облигации (47,1%) Структура инвестиционного портфеля СПР практически не изменилась. Наибольшая популярность ценных бумаг банков, финансовых институтов, компаний энергетической и нефтегазовой отраслей. Структура инвестиционных портфелей УК, заключивших договоры с ПФР, отличается крайней консервативностью. «Отмена правила компенсации убытков по итогам каждого года и введение фиксированного вознаграждения НПФ «будет способствовать расширению инвестиционного горизонта и диверсификации инвестиций в сторону более доходных инструментов фондового рынка» [232].
2016 год	
Доходность НПФ: (СПН) (9,6%), (СПР) (10,0%); УК (13,77%); ГУК расш. ИП (11,69%); ИП ГЦБ (12,20%)	
Инфляция (5,38%); ВВП (+0,3%). Про-	Отток пенсионных средств из депозитов. Реструктуриза-

<p>должение действия санкций. Благоприятная ситуация на фондовом рынке: за 2016 год значение индекса корпоративных облигаций МІСЕХСВІТR увеличилось на 10,8%, значения индекса ММВБ МІСЕХІN-DEXCF на 26,8%. Снижение ставок по депозитам. Уменьшение ключевой ставки.</p>	<p>ция активов НПФ: расчистка балансов от недостаточно надежных и ликвидных облигаций, ИСУ, а также вложений в связанные стороны. Снижение доли вложений в банковские депозиты и рост вложений в акции и облигации.</p>
2017 год	
<p>Доходность НПФ: (СПН) (4,6%), (СПР) (4,3%); УК (10,82); ГУК расш. ИП (8,74%); ИП ГЦБ (11,09%)</p>	
<p>Инфляция (2,52%); ВВП (+1,6%). Действие санкций. Динамика фондового рынка: прирост индекса совокупного дохода государственных ценных бумаг 12,8%, индекса полного дохода корпоративных облигаций 12,3%. Индекс полной доходности акций снизился на 0,2%, что не способствовало наращиванию инвестиций в акции. Негативная динамика инструментов отдельных эмитентов, связанных с банками, в отношении которых в 2017 г. начата процедура санации. Уменьшение ставок по депозитам вслед за снижением ключевой ставки с 10% на начало 2017 г., до 7,75% на конец года. На структуру инвестирования пенсионных средств НПФ оказала влияние динамика на фондовом рынке.</p>	<p>Введение с 01.01.2017 «Отраслевых стандартов бухгалтерского учета (ОСБУ)». В инвестиционном портфеле НПФ наращивание доли государственных ценных бумаг: до 21,8% портфеля СПН (+14,7 п.п. за год) и до 9,1% портфеля СПР (+4 п.п. за год). Необходимость прохождения стресс-тестирования с февраля 2018 г. способствовала повышению фондами кредитного качества портфелей (в том числе за счет покупки государственных ценных бумаг). Низкая средневзвешенная доходность НПФ во многом объясняется отрицательной переоценкой финансовых активов, связанных с банками, в отношении которых была запущена процедура санации. Увеличение доли вложений в корпоративные облигации с 29 до 36%, снижается доля активов без рейтингов, сокращается доля вложений в активы санлируемых банков.</p>
2018 год	
<p>Доходность НПФ: (СПН) (0,08%), (СПР) (5,55%); УК (4,9); ГУК расш. ИП (6,07%); ИП ГЦБ (8,65%)</p>	
<p>Темпы роста ВВП (+2,3%). Инфляция (4,27%). Расширение антиросийских санкций Волатильность нефтяного рынка Колебания курса рубля; девальвация рубля на 10% за год Профицит бюджета Агентство Moody's подтвердило рейтинг государственных облигаций России на уровне Ba1 Низкие спреды доходностей корпоративных и государственных облигаций</p>	<p>Средневзвешенная доходность инвестирования СПН фондами заметно снизилась в связи с отрицательной переоценкой активов отдельными фондами по справедливой стоимости, а также в связи с ухудшением динамики облигационного рынка на фоне высоких долей облигаций в портфелях НПФ. Доля НПФ на рынке ОФЗ за год увеличилась на 5,2 п.п. и достигла 14,7%. Доля корпоративных облигаций в инвестиционном портфеле СПР выросла, а в инвестиционном портфеле СПН незначительно уменьшилась. Ужесточение требований к инвестированию СПН в НПФ, а также обязательное прохождение стресс-тестирований на предмет достаточности активов для исполнения обязательств заставляют фонды выбирать все более консервативные объекты инвестирования.</p>
2019 год	
<p>Доходность НПФ (СПН) (10,7); (СПР) (8,1%); УК (13,07%)</p>	

ГУК расш. ИП (8,7%); ИП ГЦБ (12,14%)	
<p>Инфляция (3,05%); ВВП (+1,3%). Внешний фон для российской экономики в последние годы был противоречивым. Замедление темпов роста мировой экономики. Ухудшение торговых отношений между США и Китаем. Уверенный рост рынка облигаций (индекс государственных облигаций МосБиржи вырос на 20%, годом ранее на 2%; индекс корпоративных облигаций - на 14%, годом ранее на 4%). Снижение процентных ставок по банковским вкладам и инструментам с фиксированной доходностью.</p>	<p>Средневзвешенная доходность инвестирования СПН НПФ впервые за последние 5 лет превысила результаты ПФР по расширенному портфелю. Причиной роста доходности фондов стало увеличение доли долговых инструментов, которые показывали положительную динамику на фоне увеличения доли вложений в облигации. Позитивное влияние оказал и стабильный рост рынка акций.</p>

Анализ приведенной таблицы показывает, что 2016-2017, 2019 гг. были отмечены доходностью пенсионных фондов от инвестирования/размещения пенсионных активов выше уровня инфляции. Так, одним из результативных в этом плане стал 2016 год. Сложилась благоприятная ситуация на фондовом рынке (в частности, произошло увеличение индекса корпоративных облигаций на 10,8% и рост доходности акций). Доля акций в инвестиционном портфеле СПН фондов достигла 17%, облигаций - 50%. Вместе с тем этот год был отмечен и тем, что фондовый рынок оставался нестабильным, в том числе и по причинам изменения ключевой ставки Банка России и удорожания цен на нефть. Те НПФ, которые нарастили в своем инвестиционном портфеле долю акций, получили более высокую доходность.

Но уже в начале 2017 года ситуация поменялась, и консервативная стратегия стала более эффективной (что следует из увеличения индекса RUPCI, прибавившего за семь месяцев с начала года 6,29%, между тем, RUPAI показал отрицательную доходность - 3,29%). В том же году в инвестиционном портфеле НПФ произошло наращивание объема государственных ценных бумаг (их доля возросла почти в 3 раза). Доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств стала резко снижаться.

К числу факторов, негативно повлиявших на доходность, можно отнести и переоценку финансовых активов, связанных с банками, в отношении кото-

рых была запущена процедура санации (что продолжило отрицательное воздействие и в 2018 году).

2018 год стал годом низкой доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств.

Среди факторов, негативно повлиявших на результаты, можно выделить, как факторы макроэкономического характера (например, расширение экономических санкций в отношении России), факторы финансового рынка (например, негативная динамика облигационного рынка при одновременном увеличении доли ОФЗ в структуре инвестиционных портфелей СПН и СПР - до 37,4% в СПН и 17,7% - в СПР, что объяснимо низкими спредами доходностей государственных и корпоративных облигаций), так и факторы отрасли НПФ (необходимость улучшения кредитного качества для прохождения фондами стресс-тестирования¹²⁰).

Отдельные фонды стали проводить переоценку активов по справедливой стоимости, что дало отрицательный результат по доходности. На структуру инвестиционного портфеля фондов повлияло и введение фидуциарной ответственности за результаты инвестирования/размещения пенсионных средств.

В 2019 году среди факторов, оказавших положительное влияние на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств, можно выделить снижение ключевой ставки Банка России, что позитивно повлияло на переоценку долговых инструментов и способствовало росту их доходности. В структуре инвестиционного портфеля СПН на вложения в облигации, включая государственные, субфедеральные и муниципальные, приходилось 88% и 61,5% - их доля в структуре инвестиционного портфеля СПР. Высокую доходность в том году показали российские долгосрочные еврооблигации и облигации федерального займа (ОФЗ) (например, 30-летние ОФЗ 46020

¹²⁰ Согласно требованиям Банка России при проведении стресс-тестирования ОФЗ являются единственным активом, который фонды могут отрицательно переоценивать при снижении рейтинговых категорий.

принесли доходность 28%; купонный доход по 10-летним ОФЗ составил более 7%), акции российских компаний (АФК «Система» +89% в рублях; «Сургутнефтегаза» +89%; «Россетей» +78%; «Газпрома» +67%) (на фоне снижения ставки по депозитам с 7,75% до 6,25%).

Сформулируем выводы.

1. Дальнейшее развитие отечественной системы пенсионного страхования, как и повышение уровня пенсионного обеспечения граждан России во многом обусловлено тем, какую доходность будут показывать негосударственные пенсионные фонды и их УК (ГУК и ЧУК, отобранные по конкурсу и заключившие договоры доверительного управления с ПФР), при инвестировании/размещении пенсионных средств.

Внешние факторы оказывают существенное влияние на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств. Кроме того, это влияние может быть дифференцировано в зависимости от принадлежности к той или иной группе факторов (глобальные, макроэкономические факторы, факторы финансового рынка, отраслевые, обусловленные, например, действием пенсионного рынка). Часть из них оказывает непосредственное воздействие на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств, другие - опосредованное, а само это воздействие может быть как прямым, так и обратным. Лишь в отношении ряда внешних факторов фонды и их УК могут предпринять превентивные и действенные меры. Имеет значение и временной интервал (долгосрочный, среднесрочный и краткосрочный периоды), на котором рассматривается действие внешних факторов. Например, накопленную инфляцию НПФ и их УК могут обойти в долгосрочной перспективе, но при этом в отдельные годы их доходность может быть существенно ниже уровня инфляции.

Выскажем предположение, что в долгосрочной перспективе роль макроэкономических факторов в формировании доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств существенно снижается. Речь в данном

случае может идти только об их влиянии в рамках инерционной динамики (что показало соотношение накопленной доходности пенсионных фондов и накопленной инфляции в долгосрочной перспективе; на это же указывает, в частности, и то, что «доходность ценных бумаг свыше пяти лет до погашения в меньшей степени формируется под воздействием макроэкономических факторов» [285]). Вместе с тем их влияние ощутимо в краткосрочной и среднесрочной перспективах. Отсюда, необходимость проведения фундаментального анализа при формировании инвестиционного портфеля (учет мировых и макроэкономических показателей и ожиданий, мониторинг финансового рынка - уровня процентных ставок, условий выплат, динамики отдельных активов, эмитентов).

Немаловажную роль в формировании доходности пенсионных фондов и их УК играют требования госрегулятора и тренды проводимой им инвестиционной политики (один из трендов Банка России в настоящее время - ориентация фондов и их УК на вложения в реальный сектор экономики).

2. Проведенный анализ показал, что среди внешних факторов можно выделить те, которые оказывают слабое, умеренное и сильное влияние на доходность от инвестирования пенсионных активов. Результаты оценки влияния макроэкономических и иных внешних условий на доходность инвестирования/размещения пенсионных активов могут быть выражены как многофакторная (мультипликативная) модель, скорректированная в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном временном диапазоне (модель, в которой вариативные факторы на разных временных интервалах оказывают определяющее влияние на результаты вложений). Она дает возможность уточнить факторы, оказавшие наибольшее воздействие на доходность фондов (при условии, что речь идет о рыночных пенсионных фондах).

Исследование показало обоснованность вывода, что оценка влияния на доходность ряда макроэкономических факторов (показатели инфляционных ожиданий, изменение курса рубля, нефтяных котировок и пр.), выраженная в

качестве переменной, может быть в диапазоне 40-70% [285, с.305] (но, как представляется, эта оценка более относится к краткосрочным и среднесрочным периодам инвестирования). Из внешних факторов в условиях отсутствия кризисов (экономических, финансовых, политических и пр.) наиболее существенное влияние на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств оказывает факторы финансового рынка, меньшим воздействием обладают базовые макроэкономические факторы. Следует также указать, что влияние, например, факторов денежного рынка рассматривается в условиях рыночной модели формирования доходности пенсионных фондов и их УК. В случаях так называемых «нерыночных» (нередко кэптивных) НПФ формирование инвестиционного портфеля может строиться под воздействием нерыночных факторов.

3. Положительная динамика роста ВВП как агрегированного показателя состояния экономики, промышленного производства и других отраслей, отражается на уровне благосостояния страны, что в целом положительно влияет на финансовый рынок, способствует увеличению доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств. Поэтому от развития экономики, а также ряда неэкономических факторов (например, политическая стабильность, эффективное правовое регулирование и пр.) зависит, в конечном итоге, создание инвестиционного климата в стране (что подразумевает реализацию комплекса мер, включая налоговые льготы, прозрачность деятельности и документации по инвестиционным проектам, информирование о лучших практиках и пр.). Моделирование разных сценариев реализации макроэкономических шоков в макропруденциальном стресс-тестировании позволяет своевременно выявлять потенциальные системные риски на макроуровне.

4. Изучение теоретической литературы и анализ результатов эмпирических исследований доходности на внутренних долговых рынках позволили выделить широкий набор факторов, потенциально влияющих на номинальные ставки по государственным ценным бумагам. Кроме того, выяснилось,

что влияние этих факторов может иметь различную значимость, вес, и даже направление в зависимости от сложившихся обстоятельств, характеристик рынка внутреннего государственного долга. Так, при дефиците государственного бюджета у государства формируется потребность в средствах, что влияет на ставки государственных облигаций (чем больше потребность в финансовых средствах, тем эти ставки выше).

5. Сильное воздействие на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств оказывает развитость финансового рынка. Можно констатировать еще недостаточное развитие данного рынка в настоящее время в России. В *таблице 55*¹²¹ представлены основные показатели Московской Биржи за 2019 год.

Таблица 55
Основные показатели Московской Биржи за 2019 год

Объем торгов, млрд руб.	2016	2017	2018	2019 (январь-ноябрь)
Рынок акций, ДР и паев	9277	9185	10830	11271
Вторичные торги	9210	9167	10830	10930
Размещения	67	19	0	342
Рынок облигаций	14616	26228	29841	25359
Вторичные торги	9589	10979	10219	9597
ОФЗ/ОБР	4961	6570	7075	6630
прочие облигации	4628	4408	3143	2967
Размещения	5027	15250	19622	15762
ОФЗ/ОБР	1123	2217	8051	7353
прочие облигации - кроме однодневных	2503	3367	2946	3034
прочие облигации - однодневные	1401	9665	8625	5374
Денежный рынок	333883	377141	364216	315188
Операции РЕПО на бирже	296226	339509	309913	266409
Кредитный рынок	37657	37631	54303	48779
Операции РЕПО с СУО в НРД	47284	42610	17564	18769
РЕПО с Банком России	9869	688	258	216
РЕПО с Федеральным казначейством	37415	41922	17307	18552
Валютный рынок	329954	347671	348369	284802
Сделки спот	107169	78380	86682	62146
Доллар США/рубль	95530	68299	72829	48411
Сделки своп и форварды	222785	269291	261686	222656
Срочный рынок	115271	84497	89263	76067
Фьючерсы	109489	77624	82397	71504
Опционы	5782	6873	6866	4563
Рынок стандартизированных ПФИ	18	109	884	408

¹²¹ Источник: данные Московской Биржи, в частности [211; 212; 213; 214].

Товарный рынок	137	128	152	85
Рынок драгоценных металлов	125	122	102	34
ВСЕГО	850440	887 569	861119	731949

Из приведенной таблицы следует, что объем торгов в 2019 году остался на уровне предыдущего года. Чем более развит финансовый рынок, на котором инвестируются пенсионные активы, тем выше и получаемая доходность, так как на таком рынке выше ликвидность, меньше риски, шире возможности диверсификации портфеля внутри каждого класса активов. В настоящее время российский финансовый рынок не предоставляет необходимых финансовых инструментов для полноценной диверсификации инвестиционных портфелей пенсионных средств, отсутствуют долгосрочные финансовые инструменты, адекватные выполнению пенсионных обязательств Фонда во временном периоде.

В Банке России отмечают снижение уровня диверсификации портфелей НПФ [106; 112]. Слабо дифференцированный инвестиционный портфель препятствует росту доходности НПФ. Вместе с тем в направлениях развития финансового рынка Банк России напрямую не формулирует задачу развития новых финансовых инструментов с целью повышения диверсификационных возможностей инвесторов, в частности, таких как НПФ и их УК. Среди выдвинутых направлений развития финансового рынка: «формирование доверительной среды; развитие конкуренции на финансовом рынке; поддержание финансовой стабильности; обеспечение доступности финансовых услуг и капитала» [105].

6. Негативную роль в результатах доходности пенсионных фондов и их УК играет ряд факторов, связанных с функционированием самой пенсионной системы (например, «замораживание» пенсионных накоплений и неопределенность в стратегии развития ОПС и НПО). Так, в силу «замораживания» пенсионных накоплений последние не попадают на финансовый рынок, что сдерживает его развитие. Тем самым, сокращается и инвестиционный потен-

циал НПФ (примерно на 500 млрд руб.) [75]. В связи с этим важно определиться с моделью развития пенсионной системы, прекратить «замораживание» СПН и передать право собственности на них застрахованным лицам (возможно в рамках ГПП).

7. Возникновение пандемии вследствие распространения коронавирусной инфекции «COVID-19» выступило в роли «черного лебедя» - фактора, который заранее никем не просчитывался и не учитывался при выстраивании макроэкономических прогнозов [312], но который уже в первом квартале 2020 года отразился на макроэкономических показателях (снижение прироста промышленного производства; по прогнозным экспертным оценкам, ВВП в России может снизиться за год от 0,8 до 3,0% [277], Банк России прогнозирует это падение на уровне 4-6% [278]). В этом плане весьма своевременны меры, принятые Банком России по поддержанию финансового рынка, в том числе и рынка коллективных инвестиций (так, для пенсионных фондов перенесен до 01.07.2021 срок снижения концентрационных лимитов при инвестировании активов СПН НПФ; до 01.01.2021 отложено вступление в силу новых требований к размещению СПР; ГУК и ЧУК разрешено до 01.01.2021 не переоценивать стоимость ценных бумаг в составе соответствующих портфелей; для НПФ перенесены сроки отчетности и проведения стресс-тестирований).

4.2 Перспективы повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России на основе расширения перечня объектов для инвестирования/размещения пенсионных активов и либерализации ограничений на доли активов в составе инвестиционного портфеля НПФ

В связи с новым этапом пенсионной реформы и появлением понятия «гарантированный пенсионный план», который предположительно будет формироваться за счет добровольных пенсионных взносов со стороны работника

и работодателя, системы ОПС и НПО сближаются, что нашло отражение в стремлении госрегулятора унифицировать требования к инвестированию/размещению пенсионных активов (средств пенсионных резервов /СПР/ и средств пенсионных накоплений /СПН/). Данное положение нашло отражение в соответствующем Указании Банка России [57], раскрывающем новые требования к размещению СПР (далее - Указание №5343-У)¹²².

Анализ этого нормативного правового акта позволяет сделать вывод, что в большей части требования к размещению СПР прописываются аналогично требованиям, установленным к средствам пенсионных накоплений в соответствии с Положением Банка России от 01.03.2017 года №580-П [48] (далее - Положение №580-П). В частности, по аналогии с Положением №580-П в Указании формулируются дополнительные требования к качеству активов, входящих в состав инвестиционного портфеля СПР, а также обязанных лиц по данным активам. Так, для повышения качества активов усилены требования к кредитным организациям¹²³; выпускам/эмитентам облигаций¹²⁴; в целях увеличения лимита на приобретение инвестиционных паев установлены требования к управляющим компаниям ПИФ о ежедневном раскрытии (предоставлении) сведений о стоимости активов, СЧА и стоимости пая; установлено требование к объему сдаваемой в аренду полезной площади при инвестировании в недвижимость. Одновременно в Указании сформулированы новые требования к размещению СПР (они также во многом аналогичны требованиям, установленным Положением №580-П¹²⁵):

1) введение структурных ограничений при размещении СПР:

¹²² При этом в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 15.04.2020 №515 [34] Постановление Правительства Российской Федерации от 01.02.2007 №63 [38] утрачивает силу с 01.01.2021.

¹²³ Наличие у них рейтинга не ниже определенного уровня, универсальной лицензии; требования к условиям договора с кредитной организацией, отсутствие запрета на привлечение кредитной организацией во вклады денежных средств физических лиц и на открытие счетов физических лиц.

¹²⁴ Необходимость иметь рейтинг, не ниже определенного уровня; выделены отдельно требования к субординированным облигациям, облигациям, конвертируемым в акции и облигациям, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными.

¹²⁵ При этом устанавливается постепенное снижение максимально разрешенных долей активов на период 2020-2022 годов.

* в отношении активов группы связанных юридических лиц (это сложно-составное ограничение, так как контроль и значительное влияние одного общества на другое имеет многоуровневый характер и не ограничивается цепочкой связанных лиц; следует учитывать и возможную косвенную связь основного и дочернего обществ через несколько юридических лиц);

* в отношении активов на момент заключения сделки; введение ограничений: по доле акций от капитализации эмитента; максимальным долям паев одного ПИФ, долям одного ООО; на вложения в любые активы в иностранной валюте; на активы с меньшим объемом прав (субординированные облигации, облигации, конвертируемые в акции, акции, субординированные депозиты); на облигации с переменным доходом/купоном/номиналом (любые выплаты); акции, не удовлетворяющие требованиям, паи, доли ООО, права требования; установлены различные структурные ограничения по акциям, входящим в список для расчета Индекса МосБиржи, и по акциям, не входящим в такой список;

2) *расширение перечня активов кредитных организаций*, которые включаются в расчет структурного ограничения на вложение в активы кредитных организаций. Согласно Постановлению Правительства России №63 [38] (все еще действующему в течение 2020 года), в расчет включаются только банковские депозиты и депозитные сертификаты. С началом действия Указания с 01.01.2021 в расчете будут учитываться любые активы кредитной организации, включая требования из договоров на брокерское обслуживание.

3) *введение новых требований в отношении сделок:*

* *с ПФИ (производными финансовыми инструментами) и сделок РЕПО.* Теперь при расчете различных структурных ограничений в общем случае инвестиционные паи будут рассматриваться как совокупность активов, в которые инвестировано имущество ПИФа; депозитарные расписки - как базовые акции, права собственности на которые удостоверяют указанные расписки, а ПФИ - как базовые активы указанных ПФИ;

* *с ценными бумагами, РЕПО, ПФИ, валютой и драгоценными металлами*: общее правило предусматривает, что сделки с ценными бумагами (допущенные к организованным торгам) совершаются на организованных торгах в анонимном режиме на основе безадресных заявок. В отличие от Постановления Правительства России №63, предусматривающего совершение внебиржевых сделок при определенных условиях в рамках 20% лимита от стоимости СПР, Указание исключает такую возможность, за исключением строго определенных ситуаций. При этом предусматривает иные режимы сделок на организованных торгах¹²⁶. Отметим, что Указанием предусмотрена возможность совершения сделок с ценными бумагами, не допущенными к обращению на организованных торгах. Расчеты по таким сделкам совершаются на условиях предоплаты (предпоставки) со стороны контрагента. Стремление госрегулятора сблизить системы НПО и ОПС в части инвестирования/размещения пенсионных средств выразилось в Указании в закреплении идентичных требований по заключению сделок РЕПО, а также договоров, являющихся ПФИ, сделок купли-продажи валюты иностранных государств;

* *с иным имуществом*: согласно Указанию, совершение сделок с иным имуществом возможно исключительно на условиях предоплаты (предпоставки) со стороны контрагента, что может затруднить совершение сделок с недвижимым имуществом. Во-первых, ограничивается возможность участия в сделках на других условиях оплаты. Во-вторых, невозможность участия НПФ и его УК в конкурсах по приобретению недвижимого имущества, в которых обязательным условием является внесение предварительных взносов или предварительная оплата. В-третьих, в случаях изъятия недвижимого

¹²⁶ К числу иных режимов относятся: совершение сделок по приобретению акций российских эмитентов, которые впервые публично размещаются на организованных торгах и (или) которые впервые предлагаются к публичному обращению. При этом накладывается ограничение на эмитента акций в части уровня кредитного рейтинга, а также на количество приобретаемых акций и объем сделки в рублях; совершение сделок с ценными бумагами в иных режимах, если правилами организованных торгов не предусмотрено их совершение на основании безадресных заявок, и, если указанные сделки совершаются на организованных торгах на условиях поставки против платежа.

имущества для государственных или муниципальных нужд (что встречается довольно часто) оплата выкупа изъятого имущества со стороны контрагента, как правило, происходит после изъятия имущества и его перерегистрации;

** совершаемых через брокера:* НПФ и его УК должны взаимодействовать только с тем брокером, который ведет обособленный учет денежных средств, поступивших от НПФ и его УК на отдельном банковском счете (специальном брокерском счете), на котором учитываются только СПР. Иными словами, не допускается на счете у брокера (специальном брокерском счете) объединение СПР конкретного НПФ с иными активами. Постановление Правительства России №63 для специального брокерского счета допускало исключение;

** с контрагентами и обязанными лицами по активам.* В отношении контрагентов в Указании вводится понятие связанных лиц¹²⁷. Не допускается совершение сделок со связанными лицами НПФ, УК, специализированного депозитария, аудитора, оценщика, актуария. Это же понятие применяется к обязанным лицам по активам: обязанным лицом по части активов (эмитентом) не могут быть не только сами НПФ, УК, специализированные депозитарии, аудиторы, оценщики, актуарии НПФ, но и лица, связанные с НПФ, его УК по СПР, а также УК, действующей в качестве доверительного управляющего СПН данного НПФ, специализированным депозитарием, аудитором, оценщиком и (или) актуарием.

Указанное требование по связанным лицам в настоящий момент отсутствует в отношении СПН. При этом связанным признается лицо, которое контролирует или оказывает значительное влияние на другое лицо (других лиц) или если указанные юридические лица находятся под контролем или значительным влиянием третьего юридического лица (третьих юридических лиц). Контроль и значительное влияние определяются в соответствии с Меж-

¹²⁷ Данное понятие широко используется в разных областях: так, оно фигурирует в Международном стандарте финансовой отчетности (IAS) 24 «Раскрытие информации о связанных сторонах» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 №217н) [61]; в НК РФ (ст.ст.20 и 105.1) и др.

дународными стандартами финансовой отчетности (МСФО). Постановление Правительства России №63 в отношении контрагентов оперирует понятием «аффилированные лица», что более понятно для всех участников процесса размещения СПР, так как оно четко определено российским законодательством. В отношении СПН в Положении №580-П понятие связанных лиц конкретизируется иначе - основные и дочерние юридические лица и применяется в целях контроля концентрационных лимитов.

В соответствии с МСФО каждое юридическое лицо самостоятельно определяет для себя круг связанных лиц, притом, что часть информации о них может не раскрываться в открытых источниках. Данное обстоятельство увеличивает вероятность различного понимания со стороны УК, НПФ и специализированного депозитария, какие лица входят или не входят в круг связанных лиц в соответствии с МСФО. Возникает вопрос, какие источники информации следует принимать к сведению, если учесть, что некоторые юридические лица в определенных случаях совершенно не обязаны ее раскрывать. Точки зрения участников рынка в данном случае могут существенно различаться.

За всеми этими ограничениями прослеживаются определенные тренды в политике Банка России в отношении инвестирования/размещения пенсионных активов. Так, согласно Указанию, структурные ограничения инвестиционного портфеля состоят в сокращении совокупного объема СПР, вложенных в депозиты и депозитные сертификаты, иные активы банковского сектора (первоначально до 40% с последующим сокращением до 30% в течение полутора года); ценные бумаги одного эмитента (до 10%); российские и иностранные акции (до 40%); в акции одного эмитента (10% с постепенным снижением до 5% в течение 2,5 лет); облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные ценные бумаги (до 40% в совокупности).

Предполагаемая структура инвестиционного портфеля: 10% (активы с повышенным риском¹²⁸, рисковый портфель) и 90% (активы без повышенного риска, основной портфель). Такая структура позволяет принести дополнительный доход (за счет более рискованных активов), но в случае их потери сохранить финансовую устойчивость. Именно данный подход позволит получить доход в долгосрочном периоде, несмотря даже на возможные краткосрочные потери. Отсюда, базовая задача инвестиционной стратегии фондов - сохранение пенсионных активов, а для этого необходимо, чтобы прогнозируемая доходность поддерживалась на уровне, не ниже инфляции; обеспечивался определенный уровень ликвидности; инвестиционный портфель состоял из ценных бумаг с высоким уровнем качества эмитентов, низкими рыночным и кредитным рисками, а инвестирование/размещение пенсионных средств осуществлялось в активы с высокой ликвидностью, приносящие стабильный, прогнозируемый доход.

С учетом планируемого введения концепции «гарантированного пенсионного плана» (ГПП) было бы целесообразно использовать опыт тех стран, в которых вкладчикам (участникам) пенсионного фонда предлагаются разные по степени риска инвестиционные портфели в зависимости от принадлежности к той или иной возрастной категории. Так, для участников более молодого возраста могли бы быть предложены инвестиционные портфели более рискованные, а для участников зрелого возраста - консервативные. С возрастом инвестиционные стратегии для участников будут меняться от рискованной к консервативной, тем самым, будет соблюден баланс роста дохода и сохранения пенсионных средств.

¹²⁸ К числу таких активов отнесены: российские акции, не допущенные к организованным торгам; российские облигации, не соответствующие требованиям Указания; инвестиционные паи для квалифицированных инвесторов; права требования из договоров страхования; доли обществ с ограниченной ответственностью; доли в общем имуществе инвестиционных товариществ; права требования из договоров, заключенных для целей управления активами, составляющими пенсионных резервы; иные активы. С 01.01.2022 эта доля составит 7%.

Введение риск-ориентированного надзора за деятельностью фондов, стресс-тестирования, фидуциарной ответственности, новой системы вознаграждения фондов, формирование в каждом из них системы риск-менеджмента позволило госрегулятору расширить права НПФ в плане увеличения их роли в процессах управления пенсионными активами и, в частности, предоставить фондам право самостоятельно инвестировать пенсионные резервы в любые активы, разрешенные Банком России, чей перечень существенно расширился. При этом сохраняется право НПФ привлекать УК для целей размещения СПР (при условии сохранения фидуциарной ответственности у НПФ, вместе с тем в договоре доверительного управления может быть прописана совместная фидуциарная ответственность Фонда/его УК¹²⁹). Расширение возможностей самостоятельного размещения СПР способствует снижению издержек НПФ на оплату по договорам доверительного управления и, соответственно, увеличению объема денежных средств, перечисляемых на именные счета участников Фонда. В частности, согласно Указанию, фонды получают возможность самостоятельно размещать СПР в любые объекты инвестирования, разрешенные этим документом, наряду с УК. В соответствии же с Постановлением Правительства России №63, фонды могут самостоятельно размещать СПР только в строго определенные классы активов¹³⁰.

В Указании существенно расширен перечень активов, разрешенных к размещению СПР. В числе новых разрешенных активов можно выделить: драгоценные металлы на счетах и во вкладах в кредитных организациях¹³¹; российские и иностранные депозитарные расписки; клиринговые сертификаты участия, полученные по первой части договора репо с центральным контр-

¹²⁹ Например, такой договор применяется в АО «НПФ «Стройкомплекс».

¹³⁰ А именно: в денежные средства на счетах в рублях и иностранной валюте; банковские депозиты в рублях и иностранной валюте; государственные ценные бумаги Российской Федерации; депозитные сертификаты российских банков; инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов; объекты недвижимого имущества.

¹³¹ При этом в качестве требования, выдвигаемого Банком России, выступает наличие у кредитной организации рейтинга, не ниже уровня, установленного Советом директоров данного Банка.

агентом; жилые помещения¹³²; единые недвижимые комплексы; сооружения инженерной инфраструктуры; права аренды земельного участка; права требования из договоров страхования активов, входящих в состав пенсионных резервов и др.¹³³.

Так, фонды могут самостоятельно размещать СПР в разрешенные зарубежные активы, облигации государственных корпораций (при соблюдении соответствующих условий Банка России). Весьма значимо и разрешение размещать СПР в недвижимость, чья стоимость менее волатильна в условиях рыночных механизмов, чем, например, стоимость ценных бумаг, и владение которой может принести фондам дополнительный доход в виде арендной платы. Но при этом появляются и дополнительные риски (например, при вложении в зарубежные активы могут возникнуть страновые риски, что сложно оценить средствами статистического анализа).

Несмотря на то, что перечень активов, разрешенных к размещению СПР, существенно расширен, тем не менее, следует указать на необходимость разработки специального нормативного правового акта, в котором была бы представлена система мер по стимулированию размещения/инвестирования пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные инструменты.

Кроме того, перечень разрешенных активов для размещения СПР мог бы быть пополнен вложениями в:

- венчурные ЗПИФы (например, с лимитом 5% в структуре инвестиционного портфеля), что важно для развития российской экономики в целях поддержания ее курса на инновационность и долгосрочных инвестиций в реальную экономику;

¹³² Добавлено требование оценки недвижимости, которая должна производиться оценщиком, имеющем опыт по оценке недвижимости не менее последних 10 лет и его выручка за последний отчетный год от этой деятельности - не менее 100 млн руб.

¹³³ Доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью; права требования из договоров (кроме договоров доверительного управления), заключенных для целей управления (доверительного управления) в отношении активов, составляющих СПР; активы, не предусмотренные Указанием, при одновременном соблюдении определенных условий. Существенно расширен и перечень иностранных государств, облигации правительств и коммерческих организаций которых можно приобретать в состав СПР.

- рентные фонды (например, с лимитом 10% в структуре инвестиционного портфеля), что выявляет ряд преимуществ такого размещения, а именно: отсутствие кредитного риска (по сравнению с облигациями), постоянно генерируемый доход и пр.;

- отдельные земельные участки, а также имущественные права из договоров участия в долевом строительстве жилых и многоквартирных домов.

Анализ зарубежного опыта показал активное развитие альтернативных инструментов (куда относят хедж-фонды, фонды прямых инвестиций /private equity/, к которым отнесены и венчурные фонды¹³⁴ и пр.) для инвестирования пенсионных средств (доля которых в инвестиционных портфелях может достигать до 30%). Доходность от таких вложений может быть выше, чем в традиционные объекты инвестирования. Вместе с тем существуют проблемы повышенных рисков таких инвестиций, сложность выхода, например, из венчурных фондов.

Вопрос о размещении СПР и инвестировании СПН в фонды прямых и венчурных инвестиций обсуждается в нашей стране относительно давно, однако в мае 2020 года Президент России поручил Правительству и Банку России перевести решение данного вопроса в практическую плоскость [173], а именно сформировать механизм такого инвестирования/размещения пенсионных средств. Участие НПФ в фондах прямых и венчурных инвестиций способствовало бы развитию данного сегмента, повысило бы его ликвидность, но и для фондов это позволило бы диверсифицировать инвестиционный портфель, повысить его доходность. Но НПФ «практически не осуществляют вложений в фонды прямых инвестиций, несмотря на наличие у них такой возможности, и размещают средства пенсионных резервов и инвестируют средства пенсионных накоплений преимущественно в инструменты с фиксированной доходностью и ограниченным риском» [107, с.18]. В тоже

¹³⁴ Еще в 1979 году в США был принят закон, позволяющий пенсионным фондам инвестировать часть своих активов в стартапы, а к началу 2000-х годов больше половины венчурного капитала страны составляли вклады пенсионных фондов [276].

время в ЕС доля пенсионных фондов среди инвесторов фондов прямых инвестиций достигает 29% [107, с.9].

В настоящее время такого рода инвестиции за счет СПН сведены к нулю или минимизированы (например, согласно Положению №580-П, фонды могут инвестировать до 5% СПН в высокотехнологичные активы).

Среди причин сложившейся ситуации можно выделить высокие риски для вложения пенсионных средств в фонды прямых и венчурных инвестиций; официально установленные ограничения для участия НПФ и их УК на венчурном рынке; неучет подобных инвестиций при проведении стресс-тестирования фондов; введенная для фондов фидуциарная ответственность; отсутствие заинтересованности самих фондов; недостаточное количество качественных проектов в области венчурных инвестиций, отсутствие прозрачности в информировании о венчурных проектах. Но самое главное: пенсионные фонды - это финансовые институты, имеющие особую социальную значимость, а их доходность - это будущие пенсии клиентов Фонда (застрахованных лиц и участников пенсионных программ). И в данном случае важно соблюсти баланс, с одной стороны, учесть значимость прямых и венчурных инвестиций для развития экономики и страны в целом, а с другой стороны, необходимость выполнения обязательств фондов перед вкладчиками/участниками, застрахованными лицами и их правопреемниками. При этом пенсионному обеспечению должно отдаваться приоритетное значение. Государство пока не готово оказывать широкую поддержку рынку прямых и венчурных инвестиций опять же в силу высоких рисков, сопровождающих данные инвестиции.

Привлекая пенсионные фонды на рынок прямых и венчурных инвестиций, важно создать (в силу высоких рисков таких вложений, а также исходя из значимого социального предназначения фондов) дополнительные механизмы сохранности пенсионных средств (что соответствует и общей интенции в русле политики в области прямых и венчурных инвестиций - дальнейшее по-

вышение уровня защиты инвесторов ЗПИФов, совершающих финансовые вложения на территории России), а также пересмотреть ряд требований госрегулятора к фондам (например, учет данных инвестиций при прохождении фондами стресс-тестирования; так, в настоящее время у венчурных компаний отсутствует соответствующий рейтинг, что должно быть учтено госрегулятором при проведении стресс-тестирования; требования к фидуциарной ответственности за результаты инвестирования). В частности, на сегодняшний день ставится задача создания государственных венчурных компаний, вложения пенсионных средств в ценные бумаги этих компаний можно было бы рассматривать как вариант дополнительных для фондов гарантий сохранности пенсионных средств.

Заслуживают внимания и предложения, представленные Министерством экономического развития Российской Федерации и Информационным агентством РБК, в Стратегии развития рынка венчурных и прямых инвестиций в Российской Федерации на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 года [309]. Так, в структуре инвестиционного портфеля пенсионного фонда предлагается выделить отдельный лимит средств на вложения в фонды прямых и венчурных инвестиций. И это предложение следует поддерживать, так как в структуре инвестиционного портфеля Фонда необходимо отдельно выделить такого рода инвестиции (исключив их из 10% лимита рискованных активов). Как отмечалось, в настоящее время в соответствии Положением №580-П средства пенсионных накоплений могут быть инвестированы в акции высокотехнологичных компаний при условии, что такие акции включены в котировальный список первого (высшего) или второго уровня российской биржи и рыночная капитализация эмитента таких акций составляет не менее 6 млрд руб. (сегмент «РИИ Прайм Московской Биржи [214]), при этом совокупная стоимость данных ценных бумаг должна составлять не более 5% стоимости инвестиционного портфеля. Однако широкое

участие НПФ на рынке прямых и венчурных инвестиций на сегодняшний день ограничено.

Важно, чтобы указанное инвестирование первоначально было апробировано в форме пилотного проекта. И, как представляется, такие вложения могли бы быть сделаны в прямые и венчурные фонды с государственным капиталом. Авторы Стратегии ставят цель при реализации ее мероприятий довести «долю НПФ в капитале венчурных фондов в России к 2030 году до 10%»; «95 млрд руб. от общего объема капитала венчурных фондов, представленных на российском рынке венчурных инвестиций к 2025 году, и приведение данного показателя к значению 134 млрд руб. к 2030 году»¹³⁵.

Не только существующие ограничения госрегулятора препятствуют вложениям пенсионных средств в венчурные инвестиции. Это, прежде всего, опасения фондов и их УК по поводу высокой рискованности данных активов, а также отсутствие должной мотивации, необходимых кадров с соответствующей квалификацией и пр. Для решения данных проблем может быть предложен комплекс мер. Так, снижение рисков этих вложений возможно за счет диверсификации инвестиционного портфеля, в том числе через вложения в «фонды фондов» (как в ряде зарубежных стран), которые перераспределяют пенсионные активы по ряду венчурных фондов («фонды-посредники») (таков опыт Южной Кореи). Фонды фондов создаются рядом участников (например, госкорпорациями, пенсионными фондами, страховыми компаниями и пр.). Их цель - сформировать денежный пул, который затем перераспределяется по специализированным венчурным фондам.

Среди предлагаемых механизмов участия НПФ и их УК на венчурном рынке, как представляется, одним из перспективных является механизм присоединения НПФ к договору инвестиционного товарищества. Госрегулятор проводимой политикой в отношении пенсионного рынка может простимули-

¹³⁵ При этом авторы Стратегии указывают на пример зарубежных стран, где пенсионные фонды играют значимую роль на венчурном рынке, а доля инвестиций в фонды прямых и венчурных инвестиций может составлять 20-30%.

ровать участие фондов в указанных договорах не только, как отмечалось, путем установления отдельного лимита на подобные инвестиции в инвестиционном портфеле НПФ и их УК, изменением методологии проведения стресс-тестирования (например, в стресс-тестировании подход к инвестиционным паям ПИФов может быть применен и к долям в общем имуществе товарищей ИТ), но и установлением обязательной доли участия фондов на венчурном рынке, например, 2-5%¹³⁶. Однако главное - это создание системы, обеспечивающей сохранность пенсионных активов на длительном периоде инвестиций на венчурном рынке (в частности, системы гарантий по возвратности пенсионных средств, а в анализируемой Стратегии, на наш взгляд, эта система прописана недостаточно). Хотя немалую роль в привлекательности таких инвестиций может сыграть их повышенная доходность (как это предполагается реализовать в пилотных проектах с государственным участием, а именно: «асимметричное распределение доходности между НПФ и институтами инновационного развития») [309].

На основе анализа зарубежного опыта, предложений Банка России, положений Стратегии можно рекомендовать следующие механизмы участия НПФ и их УК в прямых и венчурных инвестициях, что отражено на *схеме 42*. Данная схема раскрывает несколько механизмов участия НПФ и их УК в прямых и венчурных инвестициях:

1) механизм, аналогичный тому, что существует в зарубежных странах: первоначально, не обладая необходимыми компетенциями и профессионализмом и с целью получить полную информацию о рынке прямых и венчурных инвестиций, пенсионный фонд обращается в независимые аналитические агентства, получает и использует аналитический материал, нужный для выбора проектов для инвестиционных вложений; далее пенсионный фонд делает вложения в фонды фондов, которые затем распределяют пенсионные

¹³⁶ Госрегулятор, например, уже выделил отдельный 5%-й лимит на инвестирование СПН в облигации с ипотечным покрытием [95].

средства между инвестиционными портфелями фондов прямых и венчурных инвестиций, а те, в свою очередь, инвестируют в конкретные проекты;

2) для российских пенсионных фондов (хотя аналогичный опыт есть и за рубежом) Стратегией предлагается механизм инвестирования через заключение договора инвестиционного товарищества, в соответствии с которым «двое или несколько лиц (товарищей) обязуются соединить свои вклады и осуществлять совместную инвестиционную деятельность без образования юридического лица для извлечения прибыли» [23]. При этом стороны договора несут солидарную ответственность. Тем самым, НПФ инвестируют непосредственно в сам проект, минуя посредников. Но для таких инвестиций пенсионные фонды должны иметь специалистов, обладающих необходимой компетенцией, что на сегодняшний день достаточно проблематично;

3) вложения в венчурные проекты могут осуществляться покупкой пенсионными фондами акций технологичных компаний малой, средней капитализации, паев ПИФов, среди которых - инвестиционные и венчурные фонды.



Механизмы участия НПФ и их УК в прямых и венчурных инвестициях

В настоящее время единый механизм участия НПФ в прямых и венчурных инвестициях еще не определен, но предпочтение отдается инвестиционным товариществам, как наиболее гибкой форме, но при этом не уступающей, например, ПИФам, в прозрачности и ликвидности. Но механизм инвестиционного товарищества нуждается в установлении точных требований к другой, помимо НПФ, стороне соответствующего договора («управляющему товарищу»); формировании механизма раскрытия информации по этому инвестированию (в частности, проводимым сделкам) и пр.

В качестве минимизации рисков для НПФ и их УК в анализируемые инвестиции можно предложить ряд мер:

- ограничение на первом этапе таких вложения только СПР и в рамках пилотного проекта;
- создание механизмов оценки рисков инновационных компаний;
- вложение пенсионных средств на поздних стадиях реализации венчурных проектов;
- соинвестирование (заключение договора инвестиционного товарищества) инвесторами, являющимися профессиональными участниками рынка прямого и венчурного капитала (профессиональные фонды прямых и венчурных инвестиций); например, стороной договора инвестиционного товарищества может стать фонд венчурных инвестиций; при этом НПФ и их УК могут покупать паи в фондах прямых и венчурных инвестиций и, тем самым, участвовать в венчурном проекте и на ранних его стадиях, но опосредованно;
- закрепление механизма гарантий для НПФ в соответствующем типовом договоре инвестиционного товарищества (в частности, предлагается предусмотреть в типовом договоре дополнительные гарантии возврата инвестированных пенсионных средств; обозначить условие участия в таком договоре государственного института развития в качестве товарища-вкладчика);

- установление запрета на инвестиции «в посевные проекты» и официальное наделение НПФ правом определять «отраслевой фокус объектов инвестирования, а также получать повышенную доходность после достижения точки безубыточности» [202];

- создание системы государственных гарантий при инвестировании пенсионных средств в венчурные проекты с госучастием, при этом предложить различные формы государственного участия в венчурных и иных проектах; предусмотреть ограничение фидуциарной ответственности по инвестициям в инновационный сектор;

- диверсификация пенсионных средств по разным венчурным и иным инновационным проектам;

- формирование пула венчурных и инновационных компаний, отвечающих требованиям пенсионных фондов и инвестиционным процессам пенсионных активов;

- разработка системы «выхода» для НПФ из венчурных и инновационных проектов и решение для них, тем самым, проблемы ликвидности (создание гарантий ликвидности), что особенно важно для выплаты пенсий;

- создание условий, обеспечивающих ликвидность и прозрачность инвестирования пенсионных средств в венчурные проекты и прямые инвестиции (соответствующие условия могут быть зафиксированы в договоре инвестиционного товарищества, например, как право фондов получать всю необходимую информацию о проекте и его реализации; что касается ликвидности, то в этом же договоре может быть зафиксировано право фондов на продажу своей доли в инвестиционном товариществе третьей стороне).

Выводы:

1. Расширение перечня объектов для инвестирования/размещения пенсионных активов и либерализация ограничений на доли активов в составе инвестиционного портфеля НПФ должны, в конечном итоге, быть нацелены на решение базовой задачи деятельности фондов - повышение уровня пенсион-

ного обеспечения граждан Российской Федерации. В свою очередь, это возможно реализовать, если НПФ будут иметь для решения данной задачи необходимые и разнообразные финансовые инструменты, позволяющие получать доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств выше уровня инфляции и отвечающие приемлемому уровню рисков.

2. Инициативы Банка России, выдвинутые и реализованные в последние годы, существенно повлияли на процессы управления пенсионными активами, расширив права, в частности, НПФ по такому управлению. С одной стороны, госрегулятор выдвинул систему мер, способствующих повышению сохранности пенсионных активов, но, с другой стороны, разрешил инвестирование в новые классы активов, способных повысить доходность данного инвестирования. Расширение прав НПФ на самостоятельное размещение СПР, безусловно, значимо для фондов, но данная мера, как представляется, не будет существенно влиять на управленческую деятельность фондов, так как фондам с небольшим объемом пенсионных резервов целесообразнее работать по договору доверительного управления с УК (а такое право НПФ сохраняется), а крупные фонды, как правило, имеют свои кэптивные УК. Между тем, не исключено, что для ряда НПФ самостоятельное размещение СПР - это возможность снизить издержки и принести дополнительную доходность вкладчикам/участникам Фонда.

3. В разрабатываемой новой модели пенсионной системы должно произойти существенное сближение систем ОПС и НПО, что отразится и на обеспечении приемлемого уровня риска при инвестировании/размещении пенсионных средств. Действующее в настоящее время Постановление Правительства России №63 не обеспечивает приемлемый уровень риска при размещении пенсионных средств, в то время как Положение Банка России №580-П в большей степени отвечает этому. Поэтому требуется привести в соответствие системы инвестирования/размещения пенсионных средств в ОПС и НПО, а в перспективе разработать единый нормативный правовой

акт, регулирующий указанные процессы. В *таблице 56*¹³⁷ приведены результаты сравнения ограничений согласно Постановлению Правительства России №63, Положению Банка России №580-П и Указанию №5343-У.

Таблица 56
Ограничения согласно Постановлению Правительства России №63,
Положению Банка России №580-П и Указанию

Позиция	Постановление Правительства России №63 (СПР)	Положение Банка России №580 (СПН)	Указание №5343-У (СПР)
Лимит на размещение пенсионных средств в депозиты и депозитные сертификаты	80%	Установлены ограничения	До 35% с момента вступления в силу Указания с постепенным сокращением до 30%
Ограничения на вложения в государственные ценные бумаги одного выпуска	35%		Ограничение снято
Ограничения на вложения в государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации и облигации, выпущенные от имени муниципальных образований	80%	Не более 40% стоимости инвестиционного портфеля	Снижение доли инвестирования в облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные ценные бумаги: с 80% для каждого вида бумаг в отдельности до 40% в совокупности
Вложения в ценные бумаги одного эмитента	15%	Постепенное снижение лимита на вложения в активы группы связанных юридических лиц (за исключением центрального контрагента) до 10% стоимости инвестиционного портфеля к 01.07.2021	14% лимит на вложения в активы группы связанных юридических лиц с постепенным снижением до 10%.
Доля акций российских акционерных обществ	Не более 70%	Ограничение на вложение в акции одного эмитента - 8% с постепенным снижением до 5%. При этом не более 5% стоимости инвестиционного портфеля на момент заключения сделки по приобретению акций одного эмитента.	Лимит в 40% на вложения в любые акции (российские и иностранные), а также в связанные с акциями активы в совокупности. Дополнительное ограничение на вложение в акции одного эмитента - 10% с постепенным снижением до 5%

¹³⁷ Составлена автором на основе [38; 48; 57].

Отдельные ограничения		Стоимость облигаций кредитных организаций, акций кредитных организаций, размер банковских депозитов в совокупности составляют с 01.01.2019 - не более 30% стоимости инвестиционного портфеля; 10% лимит на активы, имеющие повышенную степень риска. С 1 июля 2021 года - не более 7% стоимости инвестиционного портфеля:	10% лимит на активы, имеющие повышенную степень риска; 1 июля 2022 года - не более 7% стоимости инвестиционного портфеля
Ограничения на максимальную долю облигаций юридических лиц в пенсионных средствах	80%		Ограничение снято
Перечень облигаций		Облигации без кредитного рейтинга не смогут приобретаться за счет пенсионных накоплений, исключение - облигации, выпущенные эмитентом, являющимся концессионером по концессионному соглашению	Расширен, включены облигации госкорпораций
Требования к акциям	Допуск акций к организованным торгам	Пенсионные накопления можно инвестировать в том числе в акции российских АО, допущенные к торгам в сегменте РИИ-Прайм Московской Биржи. Доля таких акций не должна превышать 5% стоимости инвестиционного портфеля	Возможность размещать пенсионные резервы в акции российских непубличных акционерных обществ
Ограничения вложений в акции акционерных инвестиционных фондов и паи, управление которыми осуществляется одной УК	25%		Ограничение снято
Ипотечные ценные бумаги		Особые требования к ипотечным сертификатам участия	Запрещается приобретать новые ипотечные сертификаты участия, а уже имеющиеся должны быть распроданы в течение двух лет
Иностранные активы		На момент заключения сделки по приобретению активов, номинированных в иностранной валюте, совокупная стоимость таких активов (с учетом приобретаемых) составляет не более 30%	Расширяется перечень иностранных государств, ценные бумаги которых можно приобретать в состав ПР; расширяется перечень бирж, на которых

		стоимости инвестиционного портфеля. Ценные бумаги международных финансовых организаций, паи (акции, доли) иностранных индексных инвестиционных фондов в совокупности составляют не более 20% стоимости инвестиционного портфеля.	должны обращаться указанные активы, за счет включения бирж на территории этих государств. Разрешается приобретение любых ценных бумаг международных финансовых организаций при наличии рейтинга не ниже уровня, установленного Советом директоров
Объекты недвижимого имущества			Расширен перечень объектов недвижимого имущества. При этом добавлено требование об оценке нежилой недвижимости
Производные финансовые инструменты		Особые требования к производным финансовым инструментам. Стоимость лотов производных финансовых инструментов в совокупности составляют не более 20% стоимости инвестиционного портфеля, а на дату заключения сделок с производными финансовыми инструментами, сделок репо или сделок, дата исполнения которых не ранее 4 рабочих дней со дня заключения сделки, - не более 10% стоимости инвестиционного портфеля с учетом заключенных сделок	Разрешается размещать ПР в производные финансовые инструменты при условии, что предметом указанных договоров являются активы, которые могут составлять ПР
Ограничения на вложения в ценные бумаги, выпущенные вкладчиком НПФ	5%		Ограничение снято
Новые объекты инвестирования		Присутствуют	Присутствуют

4. В системе госрегулирования процессов управления пенсионными средствами принятые ограничения на состав и структуру инвестиционного портфеля, совершения сделок и пр. рассматриваются как предконтроль, в то время, как оценка через стресс-тестирование состояния Фонда, размеров его собственных средств, капитала, страховых резервов представляют следующий этап контроля. При этом система госрегулирования, устанавливающая

достаточно жесткие требования к составу и структуре пенсионных средств, сдерживает свободу маневра УК и НПФ и ориентирует их на краткосрочные инвестиции, инвестиции с пониженным риском.

5. Задачей госрегулирования является не только установление требований к инвестиционным процессам, куда вовлечены пенсионные средства, но и разработка финансовых инструментов, финансовых продуктов, позволяющих НПФ и их УК, а, следовательно, участникам, застрахованным лицам получать стабильный доход, по меньшей мере, превышающий уровень инфляции. Несмотря на то, что в Указании расширен перечень объектов инвестирования СПР (драгоценные металлы на счетах и во вкладах в кредитных организациях; российские и иностранные депозитарные расписки; клиринговые сертификаты участия, полученные по первой части договора репо с центральным контрагентом; жилые помещения; единые недвижимые комплексы; сооружения инженерной инфраструктуры и пр.) финансовый рынок в настоящее время весьма ограничен по предоставлению долгосрочных финансовых инструментов с достаточным уровнем надежности и приемлемой для пенсионных фондов доходностью. Недостаточная емкость рынка финансовых инструментов для инвестирования/размещения пенсионных средств могла бы быть увеличена за счет производных финансовых инструментов, что повысило бы и возможности диверсификации инвестиционного портфеля фондов и их УК. Экспертами уже предлагалось введение ряда таких инструментов (например, пенсионных облигаций) [91]. Кроме того, в случае добровольности системы ГПП (гарантированного пенсионного плана) ее участник будет сравнивать доходность пенсионных инвестиций НПФ и их УК с доходностью других финансовых инструментов, что потребует изменения и инвестиционной стратегии фондов. В данном случае весьма эффективной была бы модель разных инвестиционных стратегий для возрастных групп. Однако показателем эффективности выбранной инвестиционной стратегии будет являться

степень выполнения НПФ обязательств перед вкладчиками/участниками, застрахованными лицами и их правопреемниками.

6. Расширение степени участия НПФ и их УК в прямых и венчурных инвестициях обусловлено, с одной стороны, необходимостью привлечения дополнительного финансирования в инновационной сектор экономики страны, с другой стороны, повышением эффективности и доходности от инвестирования пенсионных средств. Но выбор оптимальной модели такого участия в настоящее время является предметом дискуссий. Тем не менее, можно предложить несколько вариантов механизма участия НПФ в прямых и венчурных инвестициях.

7. Требуется пересмотра и фиксация доходности на счетах клиентов фондов. Так, сейчас если по СПН фиксация доходности на счете застрахованного лица осуществляется 1 раз в 5 лет, по СПР - ежегодно, что заставляет НПФ и их УК отдавать предпочтения краткосрочным финансовым инструментам. Ежегодный фиксинг по СПР вынуждает фонды следовать максимально консервативной стратегии инвестирования, что не способствует увеличению доходности от размещения данных средств. В связи с этим предлагается для СПР использовать также, как для СПН пятилетний период фиксинга, а в перспективе и вовсе отказаться от него для СПР. Это повысит конкурентоспособность пенсионных схем НПФ, позитивно отразится на доходности от размещения СПР (даже при существующих структурных ограничениях, установленных законодателем) за счет возможности использования разнообразных инвестиционных стратегий (валютная, агрессивная на акциях и пр.).

4.3 Инвестирование/размещение НПФ пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты как направление повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

Традиционно пенсионные фонды инвестировали/размещали пенсионные средств в акции и облигации, но постепенно их инвестиционные портфели

стали занимать так называемые альтернативные инвестиции, куда вошли прямые и венчурные инвестиции, инвестиции в инфраструктуру, недвижимость. Суммарно за последние 20 лет доля этих активов в инвестиционном портфеле пенсионных фондов, по мнению Аналитического центра «Thinking Ahead Institute», изучившего данные процессы в 22-х экономически развитых странах мира, «возросла с 4% до более чем 20%» [216, с.5; 419], что свидетельствует об устойчивом интересе участников пенсионного рынка к долгосрочному инвестированию. В отдельных странах (например, в Австралии, Канаде и пр.) доля вложений пенсионных фондов в инфраструктурные проекты достигает уровня 10-15%. К этому следует добавить еще вложения в муниципальные облигации, связанные с инвестированием в инфраструктуру - около 15%, что в совокупности составляет 25-30%.

Согласно рейтингу крупнейших мировых инвесторов, опубликованному «Investment & Pensions Europe» осенью 2019 года [384] (*Приложение 22*), среди лидеров - Управляющая активами канадского пенсионного фонда «Canada Pension Plan Investment Board» (2 место в рейтинге: совокупные активы \$293,5 млрд, из них \$24,9 млрд вложены в инфраструктурные проекты); Государственный пенсионный фонд Южной Кореи «National Pension Service» (3 место в рейтинге: \$575,2 млрд - совокупные активы, из них \$20,5 млрд вложены в инфраструктурные проекты).

По расчетам экспертов МВФ и как показывает обобщение опыта 120 стран, увеличение объема инвестиций в инфраструктурные проекты на 1% от ВВП, приводит к росту последнего на 1,5% [225].

Цели инвестирования в долгосрочные инфраструктурные проекты вариативны: необходимость диверсификации инвестиционного портфеля, обеспечение стабильного дохода (как правило, ввиду заранее определенной нормы доходности), долгосрочный характер обязательств (что соответствует срокам исполнения пенсионных обязательств), обеспечение приемлемого уровня риска в виду низкой волатильности и пр.

Среди основных отраслевых направлений инфраструктурных вложений зарубежных пенсионных фондов можно выделить: транспорт, энергетику, возобновляемую энергию, трансфер технологий, телекоммуникации, водоснабжение, дорожное строительство, коммерческую недвижимость, социальную инфраструктуру и пр. Объем инвестиций пенсионных фондов в различные сектора в разных странах существенно различается.

Эксперты нередко разделяют инфраструктурные инвестиции не по отраслевой структуре, а способам возвратности инвестиций (например, с одной стороны, выделяют социальное инвестирование с низкой доходностью и одновременно с низким уровнем риска, так как данное инвестирование нередко поддерживается государством, а, с другой стороны, инвестирование в коммерческие объекты).

В связи с развитием концепции социально ответственного инвестирования большую роль начинают играть так называемые «зеленые облигации» в инвестировании пенсионных активов (в том числе и через «зеленые» инфраструктурные фонды).

Анализ зарубежного опыта позволяет выделить разные модели участия пенсионных фондов в финансировании инфраструктурных проектов, среди них:

- самостоятельный поиск инфраструктурных проектов и их финансирование (прямое инвестирование);
- участие в финансировании через различные инвестиционные фонды (например, инфраструктурные фонды и инвестиционные платформы);
- коллективное финансирование с другими институциональными инвесторами (в связи с этим в последние годы сформировалось понятие «инвестиционный управляющий» /«infrastructure assets manager»/) [240].

Инвестиции в инфраструктуру можно типологизировать и на основе используемых финансовых инструментов [396], в связи с этим выделяют:

- долевыми и долговыми инвестициями (описывает тип экономического воздействия на инфраструктурные активы);
- прямое воздействие (инвестиции в проектный капитал и инфраструктурные фонды, инвестирующие в собственный капитал проекта) и долговые обязательства (например, облигации проекта или кредиты);
- косвенные инвестиции, например, через котируемые корпоративные акции или корпоративные облигации, а также такие инструменты, как взаимные инвестиционные фонды и трастовые фонды, которые инвестируют в акции инфраструктурных корпораций или в проекты.

Прямое самостоятельное инвестирование в объекты инфраструктуры, как правило, реализуют лишь крупнейшие пенсионные фонды (такие инвестиции не превышают 1% суммарных активов [237]). Большая часть пенсионных фондов применяют косвенные инвестиции.

Одной из распространенных форм инвестирования пенсионных фондов в инфраструктурные проекты является использование инвестиционных фондов. Пенсионные фонды могут быть сами учредителями данных фондов (например, один из таких инвестиционных фондов в Великобритании был создан «Партнерством муниципальных пенсионных фондов Великобритании LGPS Central» [216, с.5]).

Вместе с тем можно выделить и ряд пенсионных фондов, которые совершают самостоятельные инвестиции в инфраструктуру (например, «Пенсионный фонд учителей Калифорнии (CalSTRS)», «Пенсионный фонд государственных служащих Калифорнии (CalPERS)» [216, с.5] и др.). Нередко сделки по вложениям пенсионных средств в инфраструктуру совершаются через «проектные компании» (special-purpose vehicle, SPV), «которые позволяют управлять отдельными бизнес-процессами или финансовыми потоками» [216, с.5].

Среди иных форм следующие: инвестирование через инфраструктурные компании (Бразилия, Перу, Китай), фонды частных акций (Бразилия, Колум-

бия, Южная Африка); покупка инфраструктурных облигаций (Чили, Колумбия, Перу, Южная Африка). В США на уровне отдельных штатов присутствуют все формы инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные проекты, которые реализуются через механизмы частно-государственного и государственно-частного партнерств, разнообразные фонды (например, водоснабжения, электроэнергетики) и пр.

Отметим и появление нового класса активов как результата государственно-частного партнерства в сфере инфраструктурных инвестиций, а именно нелистинговых неликвидных инфраструктурных активов, которые существуют наряду с листинговыми инфраструктурными активами (акции, облигации), но не обращаются на бирже.

К таким активам относятся недвижимость, объекты инфраструктуры и частные инвестиции. Данные активы привлекательны для инвесторов не только своей возможно стабильной (например, через договоры аренды, тарифные соглашения), но и повышенной доходностью (при условии эффективного управления рисками), а также ее долгосрочностью.

Среди новых объектов инвестирования выделим и проектные облигации, введенные по совместной инициативе Европейского инвестиционного банка (ЕИБ) и Европейской комиссии (ЕК) [81, с.7]. Данные облигации могут быть, как листинговыми, так и нелистинговыми, использоваться для финансирования, как коммерческих проектов, так и проектов в рамках государственно-частного партнерства. Они выпускаются проектными компаниями и погашаются за счет их финансовых средств.

В *таблице 57* представлено распределение инфраструктурных инвестиций в общей структуре инвестиционного портфеля пенсионных фондов (крупных пенсионных фондов - LPFs и государственных пенсионных резервных фондов - PPRFs) на примере ряда стран - членов ОЭСР в 2017 году [396].

Таблица 57

**Распределение инвестиций в инфраструктуру
в общей структуре инвестиционного портфеля пенсионных фондов
на примере ряда стран - членов ОЭСР в 2017 году, в %**

Страна, головной офис	Название Фонда	Распреде- ление ин- фраструк- турных инвести- ций	Где размещены в структуре инвестицион- ного портфеля	Инве- стиро- вание в зеленые проек- ты	Фактиче- ское раз- мещение в нелистин- говые ин- фраструк- турные активы (2017) (% от всех активов)	Заявленная цель по размеще- нию пенси- онных ак- тивов в нелистин- говые ин- фраструк- турные ак- тивы (% от всех акти- вов)
LPFs						
Германия	BASF Pensionskasse	Выделены отдельно	альтернатив- ные активы, инфраструкту- ра	Да	4,7	6,0
Япония	Pension Fund Association	Выделены отдельно	инфраструкту- ра	Нет	0,5	1,0
Португалия	CGD Pensões (2,4)	Не выде- лены	инфраструкту- ра	Нет	1,7	-
Южная Аф- рика	GEPF	Не выде- лены	прямые инве- стиции	Да	1,2	
Великобри- тания	USS (2,6)	Выделены отдельно	инфраструкту- ра	Да	8,7	5,0
Великобри- тания	Eurocontrol	Выделены отдельно	инфраструкту- ра	Нет	5,2	7,5
PPRFs						
Аргентина	Sustainability Guarantee Fund (2,7)	Выделены отдельно	инфраструкту- ра	нет	-	5,0-20,0
Канада	Canada Pen- sion Plan In- vestment Board (8)	Выделены отдельно	инфраструкту- ра	да	7,5	-
Канада	Quebec Pension Plan	Выделены отдельно	инфраструкту- ра	да	5,5	8,0
Франция	FRR	Не выде- лены	инфраструкту- ра	да	0,1	-
Швеция	AP1(2)		инфраструкту- ра	да	1,4	5,0
Швеция	AP3(2)	Не выде- лены	недвижимость, другое	рас- сматри- вается	3,3	-

Источник: расчеты ОЭСР, основанные на ответах, сформулированных в ходе обследования, проведенного в рамках ОЭСР [306; 396].

Еще в 2016 году инвестиции в инфраструктуру в ряде стран - членов ОЭСР были выделены в отдельный класс активов - реальные активы («real assets»). Реальные активы - это вложения в инфраструктуру, недвижимость, альтернативные инвестиции (активы), прямые инвестиции, инвестиции в развитие. Что касается понятия «инфраструктурные облигации», то, как правило, этим термином обозначаются облигации, выпущенные для финансирования того или иного объекта инфраструктуры¹³⁸.

Потенциал увеличения объема инфраструктурных инвестиций достаточно высок (в 2017 году совокупный объем таких активов по 99 LPFs и PPRFs составил сумму \$9 трлн [396]). Фонды инвестируют, как в нелистинговые инфраструктурные активы (не включенные в листинг долевые инструменты), в частности, через прямые инвестиции или инфраструктурные фонды, так и в выделенные целевые ассигнования для этой категории активов. Доля инфраструктурных инвестиций может составлять 10-10,1% в структуре инвестиционного портфеля Фонда (как, например, в Австралии - Hostplus Superannuation fund; в Канаде - ОТПП(1); Canada Local Authorities Pension Plan намерен увеличить эту долю до 15%). Существует и потенциал фондов в расширении институциональных инвестиций в инфраструктуру. Целевые ассигнования на инфраструктуру колебались на низком уровне от 1% до 20% от общего объема активов (данные за 2017 год [396]).

Среди причин, по которым пенсионные фонды не инвестируют в большом объеме пенсионные активы в инфраструктуру, - ограничения со стороны госрегулятора (например, инвестиции в нелистинговые активы в Бразилии могут составлять не более 20%; в Южной Африке разрешено инвестировать 5% в акции, не имеющие листинга; однако ограничения есть не везде, в частности,

¹³⁸ В законодательстве ряда стран есть свои нюансы: так, в ряде штатов США этот термин обозначает облигации для финансирования строительства объекта инфраструктуры, причем строительство рассматривается и как реконструкция, и как возведение нового объекта; в некоторых случаях употребляется иной термин «revenue bonds», означающий облигации, приносящие доходы, обеспеченные поступлениями [73].

в Канаде такие ограничения отсутствуют вовсе). Во многих странах разрешено инвестирование пенсионных средств только на биржах.

Вместе с тем глобальные потребности в новых инфраструктурных активах достаточно велики (по оценкам ОЭСР, «с 2015 по 2030 год глобальные потребности в новых инфраструктурных активах составляют \$90 трлн, что больше, чем стоимость существующего фонда инфраструктуры во всем мире» [255]).

Отмечая расширение объема инвестиций пенсионных активов в инфраструктурные проекты, а также связанные с этим возможности для широкой диверсификации инвестиционного портфеля фондов, относительную стабильность и предсказуемость доходности таких вложений, одновременно следует указать и на их риски (например, риски, связанные с низким качеством инфраструктурных проектов, ограниченностью количества высококачественных активов, доход от которых превышает безрисковую ставку доходности; высокие затраты на приобретение данных активов и пр.).

Одновременно, по данным опроса, проведенного в июле 2019 года информационно-аналитической службой Preqin, большинство инвесторов в целом удовлетворены вложениями в долгосрочные инфраструктурные проекты (так, 70% респондентов отметили, что подобные инвестиции отвечали их ожиданиям, для 14% респондентов - превзошли ожидания и лишь 16% респондентов не были удовлетворены этими инвестициями [217, с.23]).

Рынок долгосрочных инфраструктурных инвестиций развивается и в России. Данный рынок представляет собой определенную систему, включающую сформированные организационно-правовые условия функционирования, субъектов (акторов), механизмы (финансовые институты и инструменты, например, механизм государственно-частного партнерства и пр.), непосредственное функционирование (в частности, совершаемые сделки). Этот рынок отличают цели инвестирования - создание или модернизация объектов общественной инфраструктуры [81] и долговременность инвестиций (сроком

более 5 лет, хотя в иностранных источниках такой срок определен в более чем 6 месяцев [286, с.193]).

Россия, как и целый ряд стран, испытывают потребность в долгосрочных инвестициях в инфраструктуру. По данным Министерства экономического развития Российской Федерации, нехватка инвестиций в ближайшее время будет ежегодно составлять 1,9% от ВВП [208]. В 2020 году инвестиции в инфраструктурные проекты должны составить \$39,2 млрд (потребность же в них - \$61,3 млрд), из которых частные инвестиции - \$33,5 млрд.

О необходимости увеличения объема вложения пенсионных средств в долгосрочные инвестиционные проекты, модернизацию и строительство инфраструктуры неоднократно говорилось руководством нашей страны [122]. Вложение пенсионных средств в реальную экономику не только способствует ее росту, развитию финансового рынка, но и обеспечению сохранности, увеличению доходности пенсионных средств, что важно для повышения уровня пенсионного обеспечения в стране в целом и выполнения НПФ пенсионных обязательств перед вкладчиками, участниками и застрахованными лицами, их правопреемниками в полном объеме и в обозначенные сроки.

Участие НПФ в развитии реальной экономики через инвестирование пенсионных средств стало учитываться при оценке эффективности этой отрасли. Однако с теоретической точки зрения данный аспект проработан недостаточно. В частности, нет единого понимания, что в случае подобного инвестирования означают вложения в реальную экономику.

Так, применительно к странам - членам Организации экономического сотрудничества и развития, чей опыт был проанализирован ранее, возможны следующие модели участия пенсионных фондов в финансировании реального сектора экономики (*схема 43*):

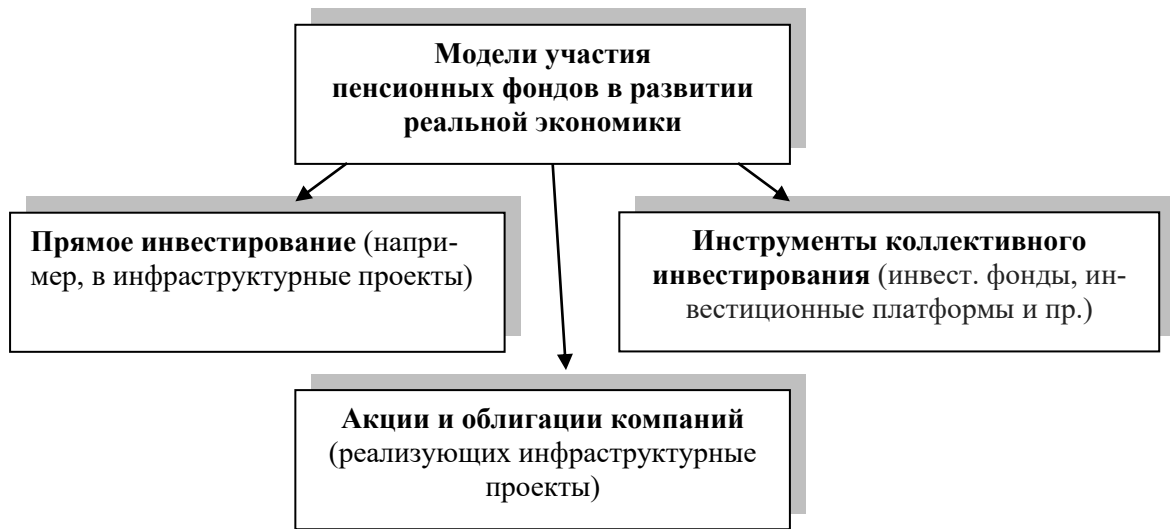


Схема 43

Модели участия пенсионных фондов в финансировании реального сектора экономики (на примере стран - членов ОЭСР)

Среди инструментов рынка долгосрочных инфраструктурных инвестиций на Московской Бирже можно выделить:

- концессионные облигации;
- корпоративные облигации эмитентов, направляющих бóльшую часть средств в инфраструктурные инвестиции;
- паи закрытых ПИФов.

В настоящее время возможное финансовое участие российских НПФ в развитии реальной экономики сводится к портфельным инвестициям, реализуемым через покупку акций и облигаций компаний, занятых в различных отраслях промышленности, сельского хозяйства, строительства, транспорта и связи, торговли и пр. С этих позиций вложения пенсионных средств в банковские депозиты не рассматриваются как инвестиции в реальный сектор экономики (НПФ реализует в этом случае опосредованное участие в инвестициях в данный сектор через банки). Но это не исключает дальнейших вложений банка в реальный сектор экономики. Один из распространенных механизмов участия НПФ и их УК в финансировании инфраструктурных проектов - покупка концессионных облигаций. По итогам 2019 года, по дан-

ным Банка России, доля инвестиций средств пенсионных накоплений (СПН) в реальный сектор экономики составила 38% (1,087 трлн руб.) и 33,5% (474,65 млрд руб.) - средств пенсионных резервов (СПР) [97]. В числе отраслей, куда вкладывались пенсионные средства: металлургия, добывающая промышленность, связь, телекоммуникации и информационные технологии.

Вообще же среди направлений инфраструктуры по объему необходимых инвестиций на 2020-2030 гг. выделены следующие: транспортная инфраструктура (необходимый объем инвестиций 68 трлн руб.); капитальный ремонт и модернизация жилого фонда (20 трлн руб.); коммунальная инфраструктура (10,4 трлн руб.); социальная инфраструктура (15 трлн руб.); оборонная отрасль (1,6 трлн руб.); агропромышленный комплекс (5 трлн руб.) [350].

Распределение финансирующих организаций/инвесторов по объему инвестирования в инфраструктуру России (на 01.01.2018), в %, представлено на *схеме 44*¹³⁹. Приведенная схема (диаграмма) показывает, что среди инвесторов в инфраструктуру лидирующее место занимают банки с госучастием (на долю крупных банков приходится 40% от общего объема всех инвестиций в инфраструктуру, 5% - на так называемые «банки второго круга» и институты развития); далее Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) - 13%; Азиатский банк инфраструктурных инвестиций - 7%; доля НПФ, инвестирующих в инфраструктуру - 6%; доля страховых компаний - 6%; частных банков - 5%; доля пенсионных накоплений под руководством ВЭБ - 3%; иных инвесторов - 15%. При этом, по расчетам экспертов, потенциальный объем инвестиций НПФ в инфраструктуру может достигать до 350 млрд руб. и 150-200 млрд руб. могут составить вложения пенсионных средств ВЭБ [350].

¹³⁹ Составлена автором на основе [81].

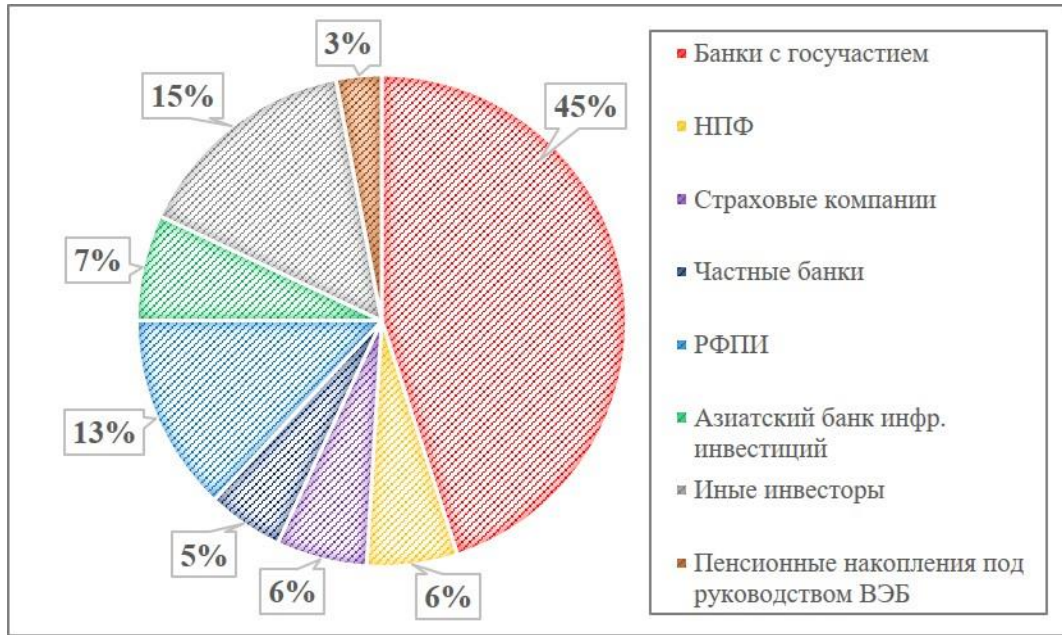


Схема 44

Распределение финансирующих организаций/инвесторов по объему инвестирования в инфраструктуру России (на 01.01.2018), в %

Существующие ограничения при инвестировании/размещении пенсионных средств влияют на объем участия НПФ и их УК в финансировании долгосрочных инфраструктурных, иных инвестиционных проектов. В частности, в Положении Банка России №580-П [48], касающегося инвестирования СПН, перечислены требования к эмитентам концессионных облигаций, являющихся концессионерами по концессионному соглашению, которые повторяют соответствующие положения Федерального закона «О концессионных соглашениях»¹⁴⁰; установлены ограничения по сумме номинальных стоимостей, находящихся в обращении облигаций эмитентов¹⁴¹, а также по совокупной стоимости активов, куда включены и концессионные облигации, не

¹⁴⁰ Концедентом является Российская Федерация, либо субъект Российской Федерации, либо муниципальное образование с численностью населения более 1 млн чел., либо по концессионному соглашению в соответствии с ФЗ 115-ФЗ [16].

¹⁴¹ Сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций эмитента на каждый день не превышает 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными этим эмитентом концессионными соглашениями.

имеющие соответствующего рейтинга (не более 10% стоимости инвестиционного портфеля) (схема 45):

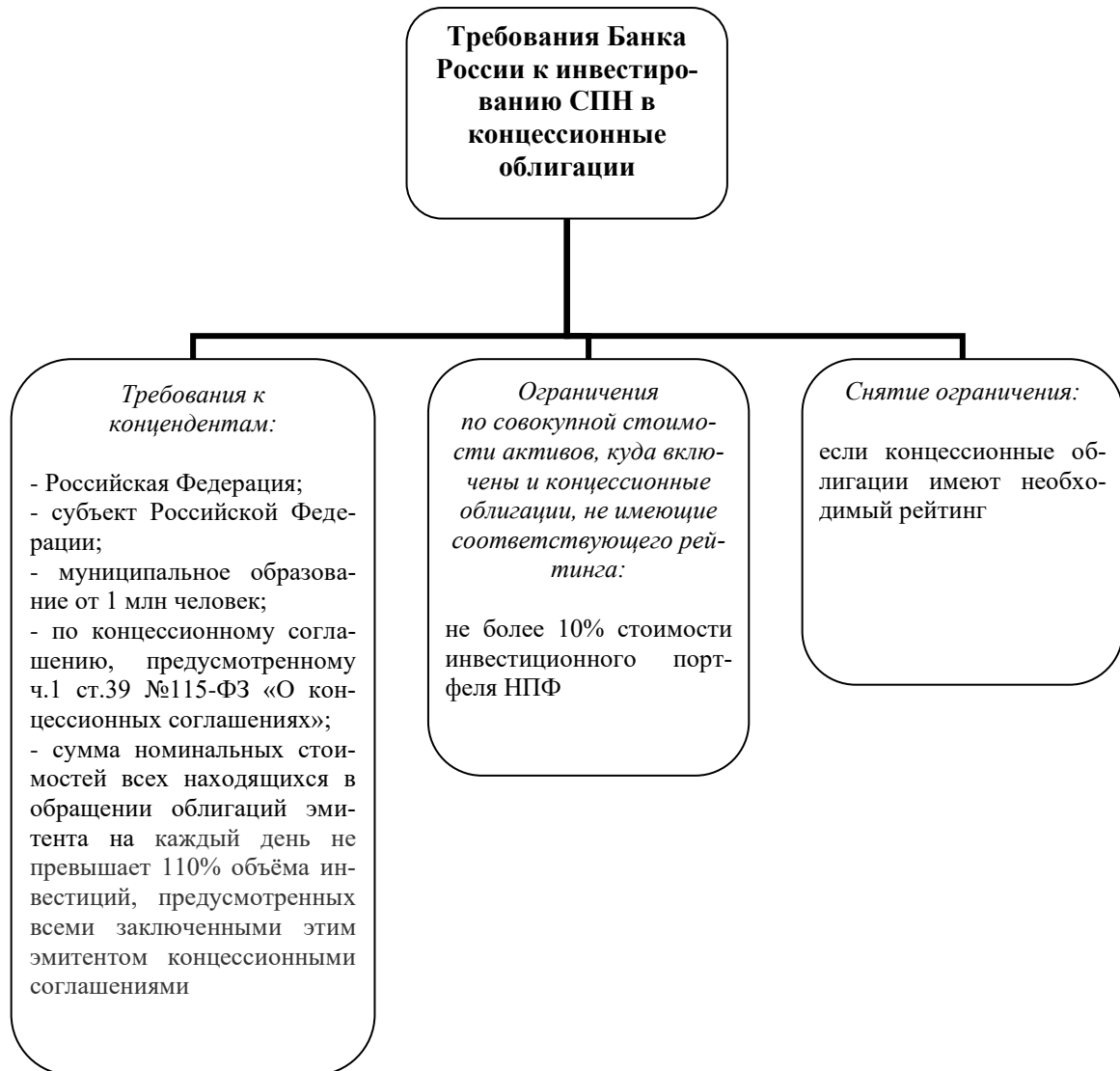


Схема 45

Требования Банка России к инвестированию СПН в концессионные облигации

Что касается СПР, то ни в Постановлении Правительства России №63 (которое, как отмечалось, продолжает действовать до конца 2020 года), ни в Указании Банка России №5343-У [57] отдельные требования для концессионных облигаций не установлены. Вместе с тем концессионные облигации со-

ставляют особую группу ценных бумаг, так как связаны с концессионными отношениями (что оговаривается в проспекте эмиссии).

К концессионным облигациям могут быть отнесены следующие: облигации эмитентов-концессионеров (исполнение обязательств по ним связано с осуществлением инфраструктурных проектов); облигации частных партнеров по соглашениям государственно-частного партнерства /муниципально-частного партнерства (стали выпускаться с 2017 года); инфраструктурные облигации Специализированного общества проектного финансирования (СОПФ); облигации эмитентов, заключивших иное соглашение с государством в соответствии с действующим российским законодательством в целях финансирования объектов инфраструктуры [156].

Концессионные облигации являются разновидностью долговых бумаг. Они выпускается стороной концессионного соглашения для обеспечения необходимого объема финансовых средств, как правило, в целях реализации конкретного инфраструктурного проекта. При этом концессионные облигации могут быть рассмотрены как особый тип инфраструктурных облигаций¹⁴², предназначенный для проектного финансирования. В российской практике владельцы концессионных облигаций не влияют на принятие решений, связанных с управлением инфраструктурным проектом (в частности, не входят в советы директоров проектных компаний, хотя мировая практика указывает на иные примеры).

На 01.01.2020 доля концессионных проектов в общем количестве инфраструктурных проектов не превышала 10% [351], а доля концессионных облигаций в общем объеме корпоративных ценных бумаг составляла 0,7% (94 млрд руб.) [350]. Механизм участия НПФ в долгосрочном инвестировании инфраструктурных объектов через покупку концессионных облигаций (схема 4б) следующий:

¹⁴² Единого общезначимого, в том числе легального, их определения не существует.

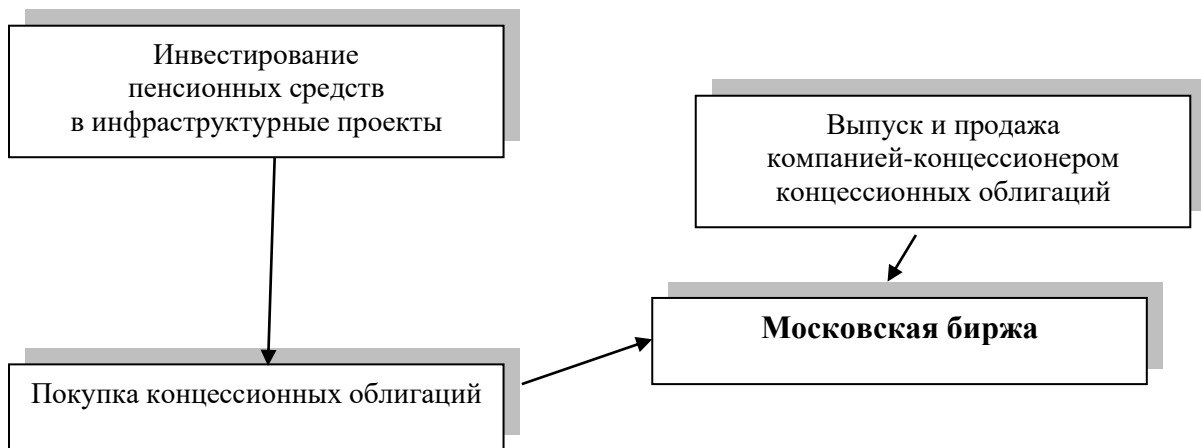


Схема 46

Механизм участия НПФ в долгосрочном инвестировании инфраструктурных объектов через покупку концессионных облигаций

Пенсионные средства, вложенные в концессионные облигации, являются инвестициями в реальный сектор экономики, а полученный доход позволяет фондам выполнить пенсионные обязательства в срок и в полном объеме. Как правило, доход по таким облигациям равен или больше индекса потребительских цен, что, по меньшей мере, позволяет фондам сохранить пенсионные средства от инфляции, а в лучшем случае - превысить ее уровень (по данным InfraOne Research, за 2019 год «средняя ставка концессионных облигаций на рынке по текущему купону - 9,1%, средневзвешенная с учетом суммы эмиссии - 8,85%, но разброс большой - от 4% до 13,45%» [350]). В ряде проектов предусмотрены и госгарантии, в некоторых из них в качестве эмитента фигурируют компании с госучастием. К 01.01.2020 в обращении на российском рынке находились 32 выпуска концессионных облигаций, размещенных на Московской бирже (из 35 выпусков концессионных облигаций - 2 погашены; по корпоративным облигациям ООО «Тверская концессия» объявлен дефолт), общим объемом 85,35 млрд руб. [223] (в 2019 году было 4 новых эмиссии; за этот год рынок концессионных облигаций вырос на 5,6% в денежном выражении). Выпуски концессионных облигаций, которые приобрели НПФ, составляют по разным оценкам, от 1-2% до 5-7% от стоимости ин-

фраструктурных проектов (примерно 3% СПН) [131]. Вместе с тем подобная оценка может быть только приблизительной, так как инфраструктурные облигации в настоящее время не выделены в инвестиционном портфеле НПФ в самостоятельный класс активов.

В *таблице 58* представлены концессионные проекты, в облигации эмитентов-концессионеров которых вложены пенсионные средства¹⁴³.

Таблица 58
Концессионные проекты, в облигации эмитентов-концессионеров которых вложены пенсионные средства

Организатор финансирования	Концессионный проект	Эмитент-концессионер	Включение в ломбардный список ЦБ РФ /тип ценной бумаги - облигация корпоративная	Листинг ПАО Московская биржа /тип ценной бумаги - облигация корпоративная	Ставка купонов /периодичность выплат
ЗАО «Лидер» (Компания по управлению активами пенсионного фонда)	Автомобильная дорога «Северный обход Одинцова»	АО «Главная дорога» ¹⁴⁴	Включен только № выпуска 4-06-12755-А	Второй уровень	Индекс потребительских цен /1 раз в год
	Физкультурно-оздоровительный комплекс в Лукояновском р-не Нижегородской обл.	АО «Волга-Спорт»	Не включен	Первый уровень	1-й купон - 9,75%, далее - индекс /1 раз в год
	Ледовый дворец в г. Ульяновск	АО «Волга-Спорт»	Не включен	Первый уровень	1-й купон - 11%, далее - индекс /1 раз в год
	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в г. Городец Нижегородской обл.	АО «Управление отходами - НН»	Не включен	Третий уровень	1-й купон - 11%, далее - индекс /2 раза в год
	Система переработки и утилизации ТКО в Саратовской обл.	АО «Управление отходами»	Не включен	Третий уровень	1-й купон - 11%, далее - индекс /1 раз в год
	Система переработки и утилизации ТКО в Чу-	АО «Управле-	Не включен	Третий уровень	1-й купон - 11%, далее индекс /1

¹⁴³ Составлена автором на основе [223; 350].

¹⁴⁴ Компания «Главная Дорога» была создана при участии УК «Лидер» в 2008 году.

	вашской Республике	ние отходами»			раз в год
	Система переработки и утилизации ТКО в Мурманской обл.	АО «Управление отходами»	Не включен	Третий уровень	4% /1 раз в год
	Система переработки и утилизации ТКО в Магнитогорском кластере Челябинской обл.	АО «Управление отходами»	Не включен	Третий уровень	1-й купон - 10,5%, далее - индекс /1 купон -1,5 года, далее - 1 раз в год
	Система холодного водоснабжения и водоотведения в г. Волгоград	ООО «Концессии водоснабжения»	Не включен	Третий уровень	1-й купон - 14%, далее - индекс /1 раз в год
	Трамвайные сети в Красногвардейском районе г. Санкт-Петербург	ООО «Транспортная концессионная компания»	Не включен	Первый уровень	В зависимости от № выпуска 1-й купон: 11,0%, 13,5%, 12,5%, 12,5%, 9,7%, 12%; далее - индекс /1 раз в год
	Система теплоснабжения и горячего водоснабжения в г. Волгоград	ООО «Концессии теплоснабжения»	Не включен	Третий уровень	В зависимости от № выпуска: 1-й купон - 12,5%, 11,0%, 10,5%, 11,5%, далее - индекс; 9,3% (№ 4B02-01-00309-R) /1 раз в год
	Централизованная система водоснабжения и водоотведения г. Саратов	ООО «Концессии водоснабжения»	Не включен	Третий уровень	1-й купон - 11,0%, далее - индекс (№ выпуска 4-01-00409-R-001P); 9,3% (№ выпуска 4B02-01-00309-R); 1-ый купон 11,0%, далее - индекс (№ выпуска 4-01-00409-R-001P) /1 раз в год
	Системы обращения с отходами в г. Нефтеюганске и г. Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО-Югры	ООО «Ресурсосбережение ХМАО»	Не включен	Первый уровень	1-й купон - 10%, далее - индекс /1 раз в год
АО ВТБ Капитал	Автомобильная дорога М11 Москва - Санкт-	ООО «Магистраль	Не включен	Первый уровень	3 выпуска с доходностью:

	Петербург (543-684 км)	двух сто-лиц»			13,45%; 14,1%; 13,25% /4 раза в год
Государственная корпорация ВЭБ РФ	Автомобильная дорога М11 Москва - Санкт-Петербург (15-58 км)	ООО «Северо-западная концессионная компания»	Включен	Третий уровень	Индекс потребительских цен /2 раза в год

Как видно из *таблицы 58*, одно из первых мест в организации финансирования инфраструктурных проектов занимает ЗАО «Лидер» (Компания по управлению активами пенсионного фонда) - 18 проектов¹⁴⁵, среди которых автомобильная дорога «Северный обход Одинцова»; Физкультурно-оздоровительный комплекс в Лукояновском р-не Нижегородской обл.; Ледовый дворец в г. Ульяновск; Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в г. Городец Нижегородской обл.; системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской обл., Чувашской Республике, Мурманской обл., Магнитогорском кластере Челябинской обл.; система холодного водоснабжения и водоотведения в г. Волгоград; трамвайные сети в Красногвардейском районе г. Санкт-Петербург; система теплоснабжения и горячего водоснабжения в г. Волгоград; централизованная система водоснабжения и водоотведения г. Саратов; системы обращения с отходами на территории городов Нефтеюганск и Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО-Югра и др. [223, с.31]. Суммарный объем инвестиций - 219636,631 млн руб. [224, с.3].

АО «Газпромбанка» является организатором финансирования 8 проектов с суммарным объемом инвестиций 381140,0 млн руб.; «Группа ВТБ» - 6 проектов, 335284,0 - суммарный объем инвестиций [224, с.3].

НПФ являются активными покупателями концессионных облигаций, но в обращении объем таких облигаций ограничен, что свидетельствует о недо-

¹⁴⁵ УК «Лидер» и Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) для реализации инфраструктурных проектов создали «Объединенный транспортный концессионный холдинг».

статочном количестве качественных инфраструктурных проектов. Хотя, по оценке экспертов, потенциал НПФ для вложений пенсионных средств в концессионные облигации может составить 220-260 млрд руб. [351]. При этом реальная оценка таких вложений в настоящее время составляет 68-79 млрд руб. [351]. Ни в отчетах, ни в других документах НПФ концессионные облигации отдельно не выделяются.

Среди НПФ существует группа фондов, которая активно инвестирует пенсионные средства в концессионные облигации. В числе лидеров такого инвестирования по итогам 2019 года - АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления» (объем финансового участия 33,784 млрд руб., что составило на 31.12.2019 - 5,8% всех его пенсионных средств) [104]. Однако полностью информация о покупателях ценных бумаг (например, НПФ или УК) в отчетах эмитентов не раскрывается. Отдельные данные по концессионным проектам и доля участия в них НПФ/их УК представлены в *таблице 59*¹⁴⁶.

Таблица 59
Отдельные данные по концессионным проектам и участию в них НПФ/УК

Организатор финансирования	Концессионный проект	Серии выпусков	Суммарный объем инвестиций, млрд руб. /ЗАО «Лидер»	Доля группы головной компании, в %	Средства ПН, инвестированные в проект, млрд руб.
ЗАО «Лидер» (Компания по управлению активами пенсионного фонда)	Автомобильная дорога «Северный обход Одинцова»	03 06 07	8 /2,15 8,17 /2,32 1,4 /0,65	ГАЗФОНД - 47% 8,34 млрд руб.)	1,02
	Физкультурно-оздоровительный комплекс в Лукояновском р-не Нижегородской обл.	01	1,4	ГАЗФОНД - 23% (0,32 млрд руб.)	0,23
	Ледовый дворец в г. Ульяновске	02	1,9	Нет данных	Нет данных
	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в г. Городец Нижегородской обл.	01	1,15	ГАЗФОНД - 42% (0,42 млрд руб.)	0,2

¹⁴⁶ Составлена автором на основе [223; 350].

	Система переработки и утилизации ТКО в Саратовской обл.	01	2,8	Нет данных	Нет данных
	Система переработки и утилизации ТКО в Чувашской Республике	02	1,7	Нет данных	Нет данных
	Система переработки и утилизации ТКО в Мурманской обл.	БО-01	1,85	Нет данных	Нет данных
	Система переработки и утилизации ТКО в Магнитогорском кластере Челябинской обл.	БО-02	1,75	Нет данных	Нет данных
	Система холодного водоснабжения и водоотведения в г. Волгоград	01	1,5	Нет данных	Нет данных
		02	1,9		
		03	1,9		
		04	1,1		
		05	1,1		
	Трамвайные сети в Красногвардейском районе г. Санкт-Петербург	A1	1,24	«Алор+»	Нет данных
		A2	3,533		
		A3	1,374		
		A4	3,752		
		Б	2,0		
	Система теплоснабжения и горячего водоснабжения в г. Волгоград	01	2,0	«Алор+»	Нет данных
		02	2,0		
		03	1,1		
		04	1,5		
		БО-01	2,0		
	Централизованная система водоснабжения и водоотведения г. Саратов	01	1,15	Нет данных	Нет данных
		БО-01	2,0		
	Системы обращения с отходами в г. Нефтеюганск и г. Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО-Югра	01	1,1	Нет данных	Нет данных
АО ВТБ Капитал / Vinci	Автомобильная дорога М11 Москва - Санкт-Петербург (543-684 км)	A1	7,5	100%	7,5 - НПФ «ВТБ Пенсионный фонд» 5,5 - O1 Group (НПФ «Будущее») и ФК «Открытие» (НПФ «Открытие»)
		A2	5,5		
Государственная корпорация	Автомобильная дорога М11 Москва - Санкт-Петербург	03 04	5,0 5,0	Нет данных	Нет данных

ВЭБ РФ	(15-58 км)				
--------	------------	--	--	--	--

Снижение рисков вложений пенсионных средств в концессионные облигации может происходить по разным причинам, например, вследствие того, что концессионером выступает материнская компания, на базе которой создан НПФ. Так, АО «НПФ «ВТБ Пенсионный фонд» выступил покупателем концессионных облигаций ООО «Магистраль двух столиц» (компания «ВТБ капитал» совместно с компанией «Vinci» являются его собственником). Аналогичная ситуация имеет место и в других концессионных проектах.

Для НПФ, инвестирующего пенсионные средства в концессионные облигации, есть возможность получения фиксированной премии к уровню потребительских цен, что позволяет в долгосрочной перспективе защитить инвестиции от волатильности рынка, а поквартальная периодичность выплат купона (как, например, в ООО «Магистраль двух столиц») - сохранить необходимый уровень ликвидности, что важно для выполнения пенсионных обязательств. Важны и гарантии по инвестиционным проектам в рамках концессий со стороны государства, что повышает надежность инвестиций в концессионные облигации и делает их доходность более устойчивой.

Наряду с концессионными облигациями (доля которых от общего объема корпоративных облигаций, обращающихся на Московской Бирже, составляет менее 1% [351]) законодателем предусмотрены ГЦБ, специально выпущенные для размещения средств институциональных инвесторов (в частности, об этом указано в Положении Банка России №580-П, а именно в п.1.3.3; о таких ГЦБ говорится и в Постановлении Правительства России №63, а также в Указании Банка России №5343-У), но в настоящее время на финансовом рынке ГЦБ с подобными признаками отсутствуют.

В качестве инструментов долгосрочных инвестиций в инфраструктуру могут выступить и паи ЗПИФ. Непосредственно участвовать (осуществлять прямые инвестиции) в капитале компаний, реализующих инвестиционные

проекты (например, на основе концессий или государственно-частного партнерства), в том числе и в инфраструктуру, НПФ не могут (хотя это противоречит зарубежным трендам, отмеченным ранее; в среднем 5-20% может быть доля таких вложений в инвестиционном портфеле зарубежных пенсионных фондов). Сдерживающим фактором для увеличения размера вложений пенсионных в долгосрочные инвестиционные проекты является и «замораживание» СПН.

По данным Банка России, структура инвестиционного портфеля СПН по итогам 4 квартала 2019 года была следующая: 44,5% - корпоративные облигации (рост вложений в этот актив по сравнению с аналогичным кварталом 2018 года составил +6,9%); пай ПИФов - 17% (-1,0% за год); вложения в реальный сектор составили 38,0% (+6,8% за год). Структура вложений СПН и СПР по отраслям экономики представлена в *таблице 60*¹⁴⁷:

Таблица 60
Динамика за год структуры вложений СПН и СПР
по отраслям экономики, % в общей структуре вложений

	31.12.2018		31.12.2019	
	СПН	СПР	СПН	СПР
Государственные ценные бумаги	35,7	14,2	33,3	13,7
Банки	17,5	18,6	17,3	18,1
Нефть и газ	15,6	12,8	15,3	12,5
Машиностроение и транспорт	7,4	4,2	7,7	5,8
Финансовые компании	7,7	30,5	7,3	27,9
Металлургия и добывающая промышленность	1,7	3,1	3,5	4,5
Энергетика и электроэнергетика	3,0	4,4	2,8	4,3
Субфедеральные и муниципальные организации	1,6	3,5	1,7	4,0
Связь, телекоммуникации и ИТ	1,4	1,5	2,9	2,6
Лизинг	2,0	3,9	2,3	2,1
Торговля товарами и услугами	1,6	0,7	1,4	1,7
Строительство, недвижимость, девелопмент и инфраструктура	4,0	2,6	3,7	2,8
Химия и нефтехимия	0,6		0,6	
АПК, лесное хозяйство и пищевая промышленность	0,1		0,1	

¹⁴⁷ Составлена автором на основе [96; 97].

Прочие активы и обязательства	0,1		0,1	
-------------------------------	-----	--	-----	--

Из *таблицы 60* следует, что основу вложений СПН в реальную экономику составляют государственные ценные бумаги (хотя их доля незначительно уменьшилась за год с 35,7% до 33,3%); банковский сектор (доля вложений также уменьшилась с 17,5% до 17,3%), нефть и газ (уменьшение с 15,6% до 15,3%). Что касается СПР, то эти средства были вложены в такие сектора реальной экономики, как: финансовые компании (30,5% и 27,9%, соответственно в 2018 и 2019 гг.); банки (18,6% и 18,1% в 2018 и 2019 гг.); государственные ценные бумаги (14,2% и 13,7%, соответственно) [96; 97].

О готовности участников пенсионного рынка инвестировать в инфраструктурные проекты, об имеющемся опыте такого инвестирования и возникших при этом трудностях свидетельствуют данные, полученные в ходе анкетирования участников пенсионного рынка. В качестве респондентов выступили руководители 8-ми крупнейших НПФ (*таблица 61*), 5-ти УК и 7 экспертов - специалистов в анализируемой области¹⁴⁸. Вопросы анкеты представлены в *Приложении 23*.

Таблица 61

Показатели деятельности НПФ - участников опроса за 9 месяцев 2019 года¹⁴⁹

№ п/п	Название фонда	Пенсионные накопления, млн руб. (рыночная стоимость)	Пенсионные резервы, млн руб.	Доходность размещения средств пенсионных резервов за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду	Доходность инвестирования средств пенсионных накоплений за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду
1	АО «НПФ «Алмазная осень»	3894,03	27240,58	9,73	10,02
2	АО «НПФ «Бла-	-	409476,74	7,08	-

¹⁴⁸ Опрос был проведен автором в феврале-марте 2020 года путем анкетирования и устного интервью.

¹⁴⁹ Составлена автором на основе [96; 106].

	госостояние»				
3	АО Межрегион. НПФ «БОЛЬШОЙ»	45127,76	6654,42	9,88	10,91
4	АО «НПФ «ВТБ Пенсионный фонд»	242544,40	5615,61	9,57	9,31
5	АО «НПФ «ГАЗФОНД Пенсионные накопления»	551559,60	20905,62	8,2	7,53
6	АО «НПФ «Открытие»	509907,81	67012,30	10,16	11,97
7	АО «НПФ «Сургутнефтегаз»	10302,26	18998,34	9,81	13,10
8	АО «Ханты-Мансийский НПФ»	15693,99	16492,78	1,21	11,89
Всего		1379029,7	551700,33	В среднем: 8,20	В среднем: 9,34
% от общего числа НПФ		49,5%	40%		

Общий суммарный объем средств пенсионных накоплений НПФ, руководители которых принимали участие в опросе, составил почти 50% от общего объема всех СПН, и 40% - всех СПР, что дает возможность утверждать о весомой репрезентативности данного опроса.

Большинство респондентов (85,0%) посчитали необходимым (целесообразным) участие институциональных инвесторов пенсионного рынка в долгосрочных инфраструктурных проектах. Пенсионные фонды и их УК готовы инвестировать пенсионные средства в указанные проекты. Но при этом некоторые респонденты отметили, что данное участие целесообразно только в тех случаях, если такой инструмент дает адекватную премию за риск в сравнении с аналогичными инструментами по срокам инвестирования (например, с облигациями с постоянными купоном и соответствующим уровнем кредитного качества). Если сравнить полученные итоги с результатами аналогичного опроса, проведенного в рамках Круглого стола «Будущее пенсионного рынка», состоявшегося в Москве 26.05.2015 [272], то тогда готовность осуществ-

лять инвестиции в долгосрочные инфраструктурные проекты подтвердили 47% респондентов (институциональных инвесторов пенсионного рынка).

По результатам опроса 2020 года среди причин недостаточной активности институциональных инвесторов пенсионного рынка в указанных проектах были названы (таблица 62):

Таблица 62
Причины, препятствующие НПФ и их УК принимать активное участие в долгосрочных инвестиционных проектах

Каковы, на Ваш взгляд, причины недостаточной активности институциональных инвесторов пенсионного рынка в долгосрочных инфраструктурных проектах?	Руководители НПФ	Руководители УК	Эксперты	Всего среди всех респондентов
высокие риски	75%	80%	43%	65%
отсутствие привлекательных инфраструктурных проектов	57%	40%	86%	63%
отсутствие механизма инвестирования в инфраструктурные проекты	29%	40%		21%
невысокая доходность	25%	40%	71%	45%
жесткие требования регулирующих органов	62,5%	40%		35%
затрудняюсь ответить	14%	20%		16%
Иное	- неликвидность, - непрозрачность, - фидуциарная ответственность, - отсутствие аналогов такого инвестирования, - законодательная неопределенность в отношении средств ОПС	- низкая прозрачность исполнения проекта, - невысокая степень прогнозируемости	- отсутствие государственных гарантий сохранности и возвратности средств	

Данная таблица раскрывает основные причины, по которым инвестирование пенсионных средств в инфраструктурные проекты затруднено.

Среди главных причин респондентами были названы следующие:

- высокие риски этих проектов;
- отсутствие достаточного количества качественных инфраструктурных проектов; невысокая доходность таких вложений;
- жесткие требования госрегулятора (это отметили 62,5% руководителей НПФ);
- отсутствие четко налаженного механизма инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные проекты, а также низкая ликвидность, непрозрачность исполнения проекта, отсутствие проектного риск-менеджмента, невысокая степень прогнозируемости результатов, введение для НПФ фидуциарной ответственности, отсутствие аналогов подобного инвестирования в практике Фонда или УК, законодательная неопределенность в отношении средств ОПС в настоящее время, отсутствие государственных гарантий сохранности и возвратности пенсионных средств.

К этому следует добавить отсутствие стандартизированных продуктов (инфраструктурных проектов) на рынке долгосрочного инфраструктурного инвестирования. Фонды должны обладать соответствующей компетентностью, чтобы просчитывать риски, связанные с инвестициями в соответствующие проекты.

Что касается видов инфраструктуры, которые привлекательны для инвестирования/размещения пенсионных средств, то ответы респондентов на этот вопрос распределились следующим образом (*схема 47*):

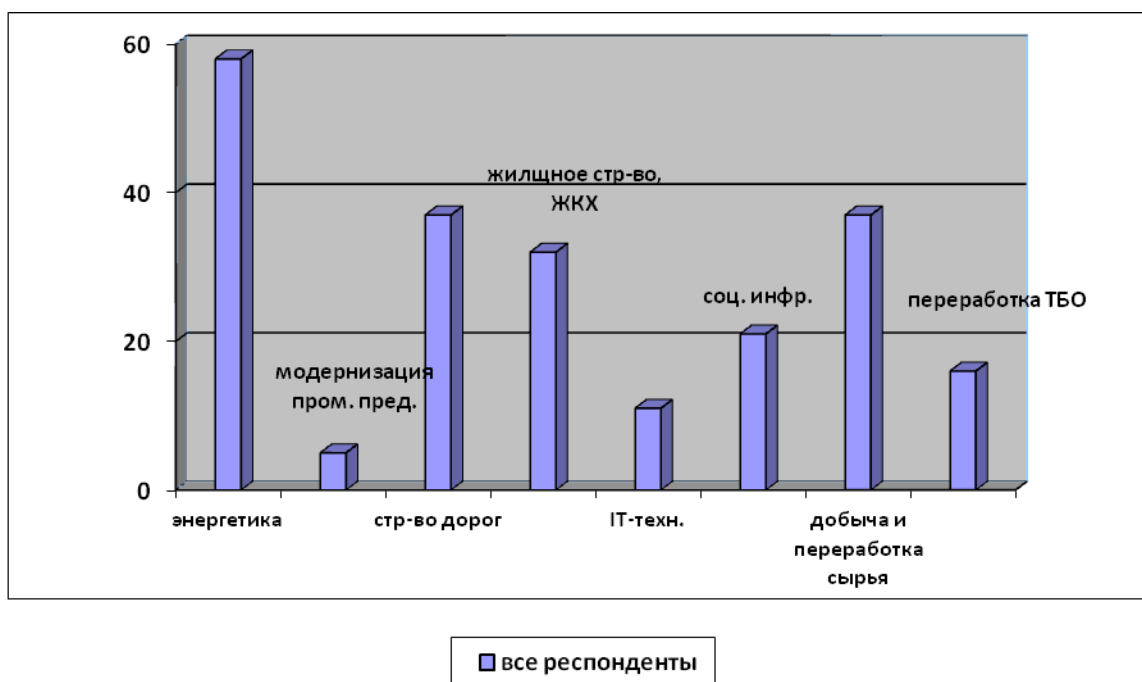


Схема 47

Ответы респондентов на вопрос: «Какие виды инфраструктуры привлекательны для инвестирования/размещения пенсионных средств?»

Как видно из *схемы 47*, большинство респондентов высказались за инвестирование пенсионных средств в сферы: энергетики (58% респондентов), строительство дорог и транспортной инфраструктуры (37% респондентов), добычу и переработку сырья (37% респондентов), жилищное строительство, ЖКХ (32% респондентов), социальную инфраструктуру (21% респондентов), строительство объектов по переработке ТБО (16% респондентов), ИТ-технологии (11% респондентов).

Отметим, что некоторые респонденты подчеркивали, что сектор экономики в данном случае не важен, так как выбираются облигации по соотношению доходность/риск, причем независимо от отрасли.

Распределение ответов представлено на *схеме 48*:

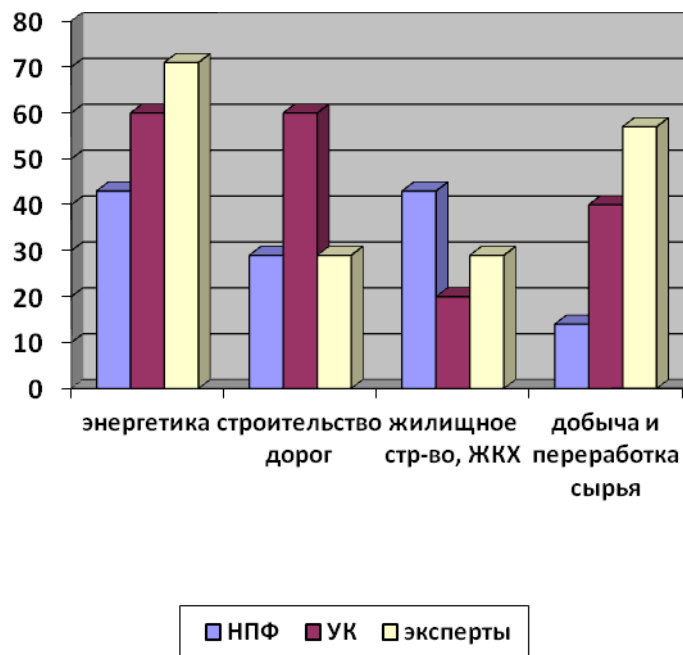


Схема 48

Распределение ответов в зависимости от принадлежности респондента к НПФ, УК, группе экспертов

Для респондентов - представителей НПФ главенствующее значение имеют инвестиции в энергетику, жилищное строительство и ЖКХ, социальную инфраструктуру - эти отрасли выбрали по 43% опрошенных; для респондентов - представителей УК - это энергетика, строительство дорог и транспортной инфраструктуры - по 60% респондентов; для экспертов - это энергетика (58% ответов), далее - строительство дорог и транспортной инфраструктуры, добыча и переработка сырья (по 37% ответов), жилищное строительство, ЖКХ (32% ответов). Однако ИТ-технологии, модернизацию промышленных предприятий респонденты - представители НПФ не рассматривали в качестве привлекательных сфер для инвестиций; эксперты исключили из числа таких сфер - переработку ТБО. В качестве гипотезы, объясняющей полученные ответы, можно предположить, что, в частности, ИТ-технологии представляют достаточно небольшой сегмент рынка концессий, с невысокой капиталоемкостью, где отсутствуют стандартизированные продукты, а также единые подходы к оценке стоимости создаваемого объекта, его эксплуатации и пр.

Вместе с тем в 2019 году начал реализовываться в рамках государственно-частного партнерства (ГЧП) один из первых проектов в сфере IT-технологий - проект «Честный знак».

Чтобы развитие концессионных соглашений и иных форм ГЧП стало более динамичным, требуются соответствующее изменение законодательства, создание центра по анализу и распространению лучших практик в этой области, подготовка специалистов с необходимыми компетенциями [140].

Если проследить динамику изменения предпочтений участников пенсионного рынка на основе сравнения с данными опроса, проведенного в мае 2015 года в рамках Круглого стола «Будущее пенсионного рынка», то, в частности, на вопрос «Инфраструктурные инвестиции в какой сегмент наиболее привлекательны для НПФ?» были получены следующие ответы респондентов [271] (схема 49):



Схема 49

Ответы респондентов опроса 2015 года на вопрос «Инфраструктурные инвестиции в какой сегмент наиболее привлекательны для НПФ?»

Ответы респондентов на вопрос «Инфраструктурные инвестиции в какой сегмент наиболее привлекательны для НПФ?» по опросам 2015 и 2020 гг. представлены для сравнения в *таблице 63*:

Таблица 63

Ответы респондентов на вопрос «Инфраструктурные инвестиции в какой сегмент наиболее привлекательны для НПФ?» в 2015 и 2020 гг.

	Итоги опроса участников рынка в 2015 году	Итоги опроса участников рынка в 2020 году
1	Строительство дорог, мостов и тоннелей	Энергетика
2	Модернизация промышленных предприятий	Строительство дорог, мостов и тоннелей
3	Добыча и переработка сырья	Добыча и переработка сырья
4	Строительство объектов по переработке и утилизации ТБО	Жилищное строительство, ЖКХ
5	Строительство спортивных объектов	Социальная инфраструктура

В 2015 году 35% опрошенных предпочли инвестиции в строительство дорог, мостов и тоннелей; 29% - в модернизацию промышленных предприятий; 21% - в добычу и переработку сырья; 12% - в строительство объектов по переработке и утилизации ТБО; 3% - в строительство спортивных объектов. В 2020 году участники опроса приоритетные места отдали энергетике, далее - строительству дорог, мостов и тоннелей, добыче и переработке сырья, жилищному строительству, ЖКХ и социальной инфраструктуре.

Немаловажное значение для участников пенсионного рынка имеет доходность инвестирования в инфраструктурные проекты. Ответы респондентов опроса 2020 года на вопрос: «Какова, на Ваш взгляд, минимально приемлемая доходность при инвестировании в инфраструктурные проекты?» представлены в *таблице 64*:

Таблица 64

Ответы респондентов на вопрос: «Какова, на Ваш взгляд, минимально приемлемая доходность при инвестировании в инфраструктурные проекты?»

Ответы	НПФ	УК	Эксперты	Всего
инфляция + маржа	37,5%	40%	14%	30%
ключевая ставка Банка России + маржа	75%	60%	29%	55%
среднегодовой уровень доходности по всем клас-	-	-	14%	5%

сам активов				
абсолютная доходность	43%	20%	29%	32%
Иное:	- большая из величин; - выше уровня доходности корпоративных облигаций	- выше уровня доходности корпоративных облигаций; - инфляция+4%	- доходность облигаций соответствующей дюрации + маржа; - реальный уровень инфляции (а не декларируемый) + 3%	

Таким образом, большинство респондентов ответили, что по уровню доходности данные проекты должны быть на уровне ключевой ставки Банка России + маржа (55% респондентов); абсолютной доходности (32% респондентов); инфляции + маржа (30% респондентов). Респонденты к заданным ответам анкеты добавили и собственные ответы, например, бóльшая из предложенных величин в ответах на этот вопрос анкеты; выше уровня доходности корпоративных облигаций; инфляция + 4%; доходность облигаций соответствующей дюрации + маржа; реальный уровень инфляции (а не декларируемый) + 3%. Ответы на вопрос о целесообразных сроках размещения пенсионных активов в инфраструктурные проекты распределились следующим образом (таблица 65):

Таблица 65

Ответы респондентов на вопрос: «Каков целесообразный срок размещения пенсионных активов в инфраструктурные проекты?»

Ответы	НПФ	УК	Эксперты	Всего
- до 3-х лет	29%			11%
- 3-5 лет	37,5%	40%	29%	35%
- 5-7 лет	71%		14%	32%
- 7-10 лет	57%	40%	14%	37%
- более 10 лет	43%	60%	14%	37%
- иное	- при условии адекватного отражения инвестиций в стресс-тестах НПФ; - обычно инфраструктурные проекты предусматривают долгосрочный горизонт инвестирования		- зависит от индивидуального инструмента инвестирования (инвестиционного проекта) в сочетании с имеющимся инвестиционным портфелем НПФ и ожидаемыми обязательствами НПФ; - пока ожидаемая доходность от инвестирования в проект превышает ожидаемую доходность от альтернативного направления инвестирования	

Респонденты связывают инвестирование в инфраструктурные проекты с долгосрочностью такого инвестирования. Для респондентов - руководителей НПФ предпочтительная продолжительность данного инвестирования составила: 5-7 лет (71% респондентов), 7-10 лет (57% респондентов) и более 10 лет (43% респондентов). Представители УК предпочли срок инвестирования более 10 лет (60% респондентов). Что касается экспертов, то здесь большинство из них выбрали инвестирование на временном горизонте 3-5 лет. Таким образом, у респондентов при соблюдении ряда условий не вызывает опасений долгосрочность инфраструктурного инвестирования.

Респонденты указали на целый ряд рисков, связанных с инвестированием в инфраструктурные проекты (схема 50):

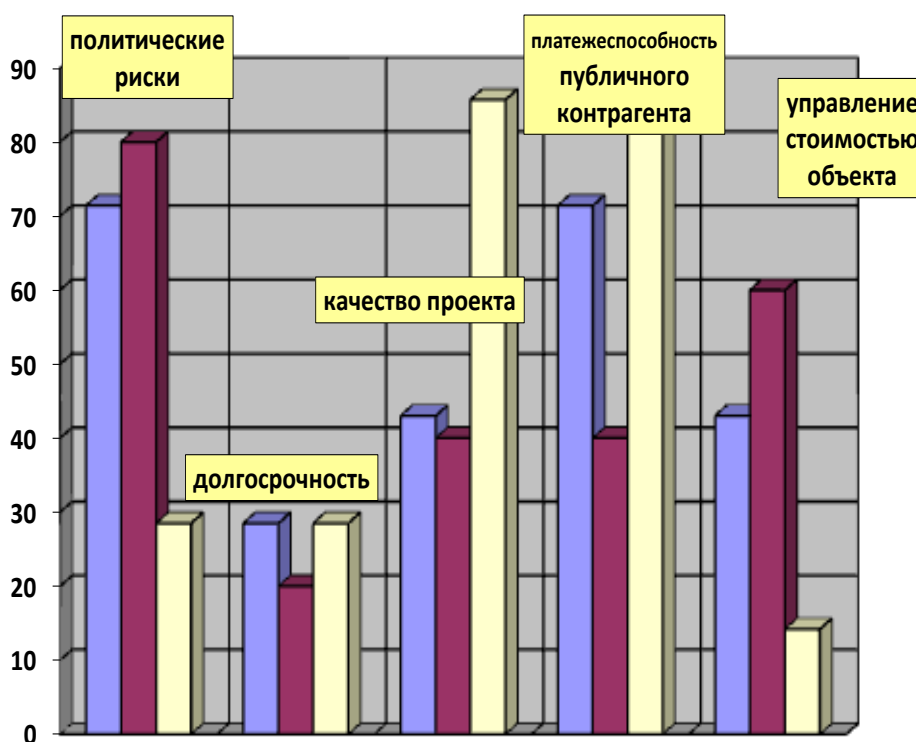


Схема 50
Риски, связанные с инвестированием в инфраструктурные проекты

Так, все респонденты в качестве основных рисков выделили:

- платежеспособность публичного контрагента в проекте и его способность обеспечить исполнение принимаемых обязательств - 68% ответов респондентов (71,4% - ответы респондентов НПФ; 86% - экспертов; 40% - представителей УК);

- политические риски, связанные с изменением отношения органов государственной власти к реализуемому проекту или в связи с изменением требований к инвестированию пенсионных средств (71,4% - ответы респондентов от НПФ; 80% - от УК);

- риски, связанные с качеством проекта - 58% всех респондентов (86% - ответы эксперты);

- риски, связанные с долгосрочностью проекта (по всем респондентам - 26,3%; представителей НПФ, эксперты - 28,5%; представители УК - 20%);

- риски, связанные с управлением стоимостью проекта (по всем респондентам - 26,3%; представители УК - 60%; от НПФ - 43%).

Таким образом, именно платежеспособность публичного контрагента в проекте и его способность обеспечить исполнение принимаемых обязательств названа в качестве одного из основных рисков инвестирования в инфраструктурные проекты. Среди иных рисков респонденты называли риски ликвидности; правовые риски, в частности, связанные с постоянными изменениями профильного законодательства. Важно выделить и риски качества проекта. Действительно, НПФ, инвестируя пенсионные средства в тот или иной проект, не принимают участия в управлении им, полагаясь на менеджмент данного проекта. По сути, они не могут влиять на решения, связанные с реализацией проекта, отсюда, и обозначенные риски.

Ответы респондентов на вопрос «Были ли в Вашей организации опыт долгосрочного инвестирования в инфраструктурные проекты?» распределились следующим образом: 62,5% опрошенных - представителей НПФ ответили, что такой опыт был, а 80% из имеющих данный опыт указали, что он продолжается и до сих пор, при этом положительно оценили его 40% (в частно-

сти, представители АО «НПФ ВТБ «Пенсионный фонд»; АО «НПФ «Благо- состояние»); респонденты - представители УК ответили, что подобный опыт был только у 20%, и он был положительный.

Среди респондентов почти 80% в качестве предпочтительных (в том числе и возможных, но в настоящее время законодателем не разрешенных) форм инвестирования для НПФ и УК в инфраструктуру назвали концессионные облигации, а также иные ценные бумаги, обеспеченные инфраструктурными активами (36,8%); паи инфраструктурных фондов (31,5%); прямые инвестиции в объекты инфраструктуры (10,5%).

Проведенное исследование показало заинтересованность участников пенсионного рынка в развитии долгосрочных инвестиционных проектов, но реализовать потенциал инвестирования пенсионных средств в эти проекты мешают определенные риски, жесткие требования госрегулятора, невысокая доходность и отсутствие достаточного количества привлекательных инфраструктурных проектов, обеспечивающих возвратность вложенных пенсионных средств. Тем не менее, инвестирование в инфраструктурные проекты следует рассматривать как один из способов долгосрочного инвестиционного планирования НПФ. В связи с проведенным анализом представляется необходимым:

- институализировать концессионные облигации как один из важнейших финансовых инструментов, занимающих особое положение между государственными / муниципальными и корпоративными облигациями, что должно получить соответствующее закрепление в нормативных правовых актах;

- выделить концессионные облигации (как класс корпоративных облигаций) в силу их особого статуса отдельно в структуре инвестиционного портфеля пенсионных активов фондов и их УК;

- сформировать механизмы снижения рисков, связанных с инвестированием пенсионных средства в концессионные облигации (в качестве данных механизмов могут выступить разработка стандартов такого инвестирования,

формирование методологии поиска инфраструктурных проектов, сервисных структур, мониторинга рисков и пр.);

- разработать методику рейтингования инфраструктурных ценных бумаг, учитывающую и оценку самого проекта (на разных стадиях его реализации);

- учитывать в стресс-тестах для НПФ долгосрочность концессионных облигаций (в частности, целесообразно включить в параметры стресс-тестирования концессионные облигации или внести необходимые коррективы в сценарии стресс-тестов);

- разработать новые финансовые инструменты для долгосрочных инвестиций (например, одним из них являются структурные облигации, однако в силу ограничений, установленных Банком России применительно к структурным продуктам как продуктам с нефиксированным купоном, они в настоящий момент не используются НПФ и их УК, вместе с тем они могли бы быть использованы пенсионными фондами при формировании рискованных, но высокодоходных портфелей);

- разрешить НПФ, имеющим соответствующий опыт работы с инфраструктурными проектами и необходимый уровень компетенций, входить в капиталы проектных компаний (осуществлять прямые инвестиции, отнеся их к рискованным и включив их в 10% лимит), что было высказано членами Экспертного совета по рынку долгосрочных инвестиций в инфраструктуру при Банке России [233]. Заслуживает внимания и их предложение по созданию негосударственных инфраструктурных фондов, через которые даже сравнительно небольшие НПФ смогли бы участвовать в финансировании инфраструктурных проектов;

- целесообразно развивать институт поручительства по концессионным проектам (в частности, таким поручителем могла бы стать капитализированная компания, занимающаяся экспертизой проекта, анализом процессов управления рисками, а в случае дефолта способной компенсировать возмож-

ные убытки институциональному инвестору¹⁵⁰), а для «достижения безубыточности поручитель может покрывать до 15% от объема вложений институционального инвестора, при этом стоимость такого поручительства оценивается в 0,75% от стоимости проекта» [80].

Проведенный анализ показал, что необходимость и целесообразность инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные проекты поддерживается значительным числом участников пенсионного рынка. Инвестируя в облигации компаний, реализующих такие проекты (в том числе в концессионные облигации), НПФ и его УК получают долгосрочный финансовый инструмент с заранее установленной доходностью. Однако сама инфраструктура рынка долгосрочных инвестиций только создается в России (в частности, формируются центры экспертизы долгосрочных проектов, аналитические центры, системы мониторинга, раскрытия информации и пр.). В настоящее время инвестиции пенсионных средств в инфраструктурные проекты еще не значительны, а высокие риски не позволяют инвестировать в данные проекты значительный объем пенсионных средств. Кроме того, сама система учета и отчетности НПФ также влияет на объемы указанных инвестиций. Помимо механизма инвестирования через концессионные облигации необходимо развивать иные, например, проектные, инфраструктурные облигации. Основным же финансовым инструментом долгосрочных инвестиций в инфраструктурные проекты для НПФ и их УК остаются концессионные облигации. Целый ряд субъектов пенсионного рынка инвестировали пенсионные средства в такие облигации, но при этом только четверть из них оценили данный опыт как положительный. Одновременно ряд крупных НПФ и УК рассматривают долгосрочные инвестиции как приоритетное направление инвестиций. Потенциал долгосрочных инфраструктурных проектов еще далеко не исчерпан.

¹⁵⁰ По мнению экспертов, дефолт наступает в 4-5% случаев инфраструктурных проектов.

Глава 5. Перспективные направления повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на основе совершенствования деятельности НПФ

Для того чтобы деятельность НПФ стала более эффективной, а управление пенсионными активами приносило бóльшую доходность, и, тем самым, способствовало повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов, требуется дальнейшее совершенствование механизмов функционирования последних.

Одно из таких направлений - внедрение цифровых информационных технологий, что позволяет снизить операционные издержки фондов, минимизировать их операционные риски и, тем самым, сделать пенсионные программы для клиентов Фонда более надежными и менее затратными, а, следовательно, повлиять на уровень их пенсионного обеспечения. Причем чтобы не отвлекать значительные финансовые ресурсы фондов (особенно, когда фонды небольшие) на разработку собственных информационных систем, уже сейчас на пенсионном рынке предлагаются такого рода системы для НПФ (например, одна из них создана в ООО «СДК «Гарант»).

Во всем мире развивается и социально ответственное инвестирование, которое при необходимой поддержке со стороны государства способно решить, как минимум, две важнейшие задачи: привлечение дополнительных финансовых ресурсов в социально значимые инвестиционные проекты (в том числе через привлечение пенсионных средств НПФ) и повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда через получение стабильных и долгосрочных доходов от данных вложений.

И, наконец, одним из перспективных направлений дальнейшего совершенствования деятельности НПФ является развитие индивидуального пенсионного инвестирования. Это может быть реализовано через индивидуальные пенсионные планы, а также через участие в разрабатываемом в настоящее время Гарантированном пенсионном плане (ГПП). Но для этого требуется не

только доработка самой Концепции ГПП или совершенствование программ развития индивидуальных пенсионных планов, но и формирование ряда условий вне рамок пенсионной системы, при которых индивидуальное пенсионное страхование будет динамично и эффективно развиваться, что, безусловно, будет способствовать и повышению уровня пенсионного обеспечения участников данных пенсионных программ.

5.1. Повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда на основе внедрения цифровых информационных технологий в деятельность НПФ

Управление пенсионными активами требует реализации целого ряда операций (например, по учету и отчетности), которые сопровождаются расходами фондов и их УК, что, в свою очередь, повышает их затратность, приводит к удорожанию пенсионных программ, что, в конечном итоге, сказывается на размерах сумм денежных средств, разнесенных по индивидуальным счетам клиентов Фонда и уровне их пенсионного обеспечения. Поэтому базовыми задачами при внедрении цифровых информационных технологий являются снижение издержек Фонда и его УК, повышение эффективности их деятельности и увеличение доходности от управления пенсионными активами.

Новые методы учета, применяемые при управлении пенсионными активами, предполагают реализацию сложных алгоритмов расчета стоимостей данных активов и обязательств. Сделать это без квалифицированных ИТ-служб невозможно. В связи с этим можно утверждать, что на рынке коллективных инвестиций будут эффективно развиваться только те его участники, у которых уровень автоматизации позволит сокращать операционные издержки.

В настоящем исследовании представлена Единая информационная система специализированного депозитария при обслуживании НПФ (*далее именуется ЕИС СД НПФ*), разрабатываемая в течение последних 10 лет кол-

лективом ООО «СДК «Гарант» под непосредственным руководством автора. Данная система является уникальной информационной системой на российском финансовом рынке и предназначена для комплексной автоматизации деятельности спецдепозитария, связанной с оказанием услуг депозитария и специализированного депозитария для негосударственных пенсионных фондов и их управляющих компаний при инвестировании средств пенсионных накоплений и размещении средств пенсионных резервов. ЕИС СД НПФ решает целый ряд задач применительно, как к НПФ и их УК, так и к деятельности спецдепозитария в отношении оказания услуг фондам и их УК¹⁵¹.

Что касается НПФ, то внедрение ЕИС СД НПФ дает возможность повысить производительность и эффективность работы фондов с помощью оперативной обработки учетных данных и формирования отчетности (как стандартизированной, так и кастомизированной) в соответствии с требованиями НПФ; обеспечить эффективную и удобную систему электронного документооборота со СД, УК фондов и иными участниками инвестиционного процесса; обеспечить возможность интеграции с учетными системами НПФ и их УК и другими внешними информационными сервисами; обеспечить снижение вероятности возникновения операционных ошибок при обработке документов; сократить операционные издержки.

Для спецдепозитария ЕИС СД НПФ расширяет функциональные возможности программного обеспечения, повышает надежность и стабильность его работы; усиливает безопасность хранения информации; увеличивает ско-

¹⁵¹ ЕИС СД НПФ разработана с использованием современных стандартов и технологий, таких, как высокопроизводительная и надежная СУБД MS SQL, передовой язык C# для платформы .NET, трехзвенная архитектура, веб-ориентированная клиентская часть, сервер аналитической отчетности OLAP, широкий спектр форматов выгрузки/загрузки данных. В рамках проекта по созданию ЕИС СД НПФ необходимо было также обеспечить: разработку и построение системы на промышленной СУБД, что позволит с большей гибкостью и максимально эффективно использовать имеющиеся ресурсы и ограничивать затраты; масштабируемость ЕИС; поддержку и использование промышленных стандартов доступа и хранения информации, безопасности передачи данных; развитые средства внутреннего аудита системы; возможность проведения гибких настроек и конфигурирования учетной информации, интерфейсов отображения, бизнес операций и отчетности без изменения исходного кода; возможность предоставления качественно новых сервисов НПФ/УК НПФ и последующего их развития; высокий уровень безопасности бизнес приложений.

рость обработки информации минимум в 10 раз; обеспечивает хранение данных в системе в объеме 1Тб (Террабайт) с возможностью масштабирования; снижает операционные риски за счет высокой производительности автоматизации взаимодействия между подразделениями СД; обеспечивает корректное и надежное построение отчетов СД; дает возможность гибкого разграничения прав доступа пользователей и полный аудит их действий; реализует гибкий механизм формирования различных видов отчетности, включая OLAP; обеспечивает интеграцию с другими информационными системами; преодолевает существующие ограничения по обработке большого объема операций в единицу времени; обеспечивает удобный поиск данных, в том числе полнотекстовый по документам; дает возможность провести реинжиниринг бизнес процессов и оптимизацию работы персонала.

ЕИС СД НПФ формирует единую систему ведения справочной информации; обеспечивает возможность быстрого внесения изменений в систему в связи с изменением требований законодательства и пожеланиями клиентов СД; создает специальную систему хранения исторических данных (ведение истории изменений); обеспечивает удобный и понятный рабочий интерфейс для пользователей с широким функционалом фильтрации и поиска.

Подытоживая, можно сделать вывод, что внедрение ЕИС СД НПФ в деятельность СД, а также НПФ и их УК, обеспечивает рост КПД не менее чем на 30% за счет автоматизации большого числа рутинных операций и сложных расчетов в процессе деятельности по управлению пенсионными активами.

ЕИС СД НПФ включает в себя следующие функциональные блоки (схема 51):

1. Блок депозитарного учета операций с ценными бумагами
2. Блок учета и отчетности активов НПФ (ПН и ПР) и осуществления контрольных функций за их размещением
3. Блок системы электронного документооборота
4. Блок ведения справочной информации

5. Блок интеграции с внутренними и внешними учетными системами и информационными сервисами
6. Блок Личный кабинет НПФ
7. Блок предварительного контроля операций с активами НПФ
8. Блок Ядро ЕИС
9. Блок администрирования ЕИС



Схема 51
Основные функциональные блоки ЕИС СД НПФ

Блок депозитарного учета операций с ценными бумагами ЕИС СД НПФ

Блок депозитарного учета операций с ценными бумагами ЕИС СД НПФ предназначен для автоматизации системы депозитарного учета СД с учетом требований действующего законодательства.

Описание основных задач, которые осуществляет данный блок:

- 1) прием и обработка поручений на проведение депозитарных операций, поступающих в СД от НПФ и его УК (административные, инвентарные и информационные операции);

2) прием и обработка инструкций на участие в корпоративных действиях, поступающих в специализированный депозитарий от НПФ и его УК (оферты/выкупы, голосование на собрании акционеров/владельцев ценных бумаг, внесение предложений в повестку собраний акционеров и т.д.);

3) проведение депозитарных операций: а) *административные операции*: открытие счетов депо; закрытие счетов депо; открытие разделов счетов депо; закрытие разделов счетов депо; изменение анкетных данных; назначение уполномоченных представителей; отмена полномочий уполномоченных представителей; отмена поручения по счету депо; б) *инвентарные операции*: зачисление ценных бумаг; списание ценных бумаг; перевод ценных бумаг; перемещение ценных бумаг; в) *информационные операции*: формирование выписки по счету депо на дату; формирование выписки по счету депо за период; г) *комплексные операции*: фиксация ограничения распоряжения ценными бумагами; фиксация прекращения ограничения распоряжения ценными бумагами; д) *глобальные операции*: конвертация ценных бумаг; аннулирование (погашение) ценных бумаг; дробление или консолидация ценных бумаг; объединение выпусков ценных бумаг и аннулирование кода дополнительного выпуска ценных бумаг; начисление доходов ценными бумагами.

4) формирование отчетов о проведении депозитарных операций для НПФ и его УК;

5) взаимодействие с вышестоящими депозитариями и регистраторами при исполнении депозитарных операций (подача поручений на проведение операций, получение отчетов о проведении операций);

6) прием ценных бумаг на обслуживание в СД и снятие ценных бумаг с обслуживания;

7) ведение календаря корпоративных действий эмитентов;

8) информирование НПФ и его УК о корпоративных действиях эмитентов, в том числе посредством портфельной рассылки;

9) ведение календаря выплат по ценным бумагам;

10) расчет сумм доходов по ценным бумагам и иным денежным выплатам, связанных с реализацией прав по ценным бумагам, причитающихся НПФ и его УК;

11) расчет сумм налогов на доходы по ценным бумагам при выполнении СД функций налогового агента;

12) формирование уведомлений о поступивших в СД доходах и иных выплатах, причитающихся НПФ и его УК;

13) формирование счетов на возмещение расходов СД по оплате услуг третьих лиц (держатели реестров, вышестоящие депозитарии, кредитные организации и иные лица);

14) формирование отчетности депозитария для Банка России и иных органов государственной власти в соответствии с требованиями нормативных правовых актов;

15) формирование внутренних учетных регистров и отчетов в соответствии с требованиями нормативных правовых актов;

16) ежедневная сверка остатков ценных бумаг на счетах СД, открытых в реестрах владельцев ценных бумаг и вышестоящих депозитариях, с данными депозитарного учета;

17) формирование списка владельцев ценных бумаг к общим собраниям акционеров и списка лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, по запросам держателей реестра, вышестоящих депозитариев, уполномоченных органов и иных лиц в случаях, предусмотренных действующим законодательством.

Функциональные требования к разработке Блока депозитарного учета операций с ценными бумагами представлены в *Приложении 24*.

Блок учета и отчетности активов НПФ (СПН и СПР) и осуществления контрольных функций за их размещением ЕИС СД НПФ

Блок учета и отчетности активов НПФ (СПН и СПР) и осуществления контрольных функций за их размещением ЕИС СД НПФ предназначен для

автоматизации учетных и контрольных функций СД при оказании услуг НПФ и его УК в соответствии с требованиями действующего законодательства.

Описание основных задач, для решения которых предназначен данный блок:

1. Обработка первичных документов, поступающих в СД от НПФ/его УК;
2. Ведение количественного и стоимостного учета активов, в которые размещены СПР, в соответствии с Учетной политикой НПФ;
3. Ведение количественного и стоимостного учета активов, в которые инвестированы СПН, в соответствии с Учетной политикой НПФ;
4. Расчет стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПР НПФ, в соответствии с МСФО и Правилами расчета СЧА НПФ;
5. Расчет стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПН НПФ, в соответствии с МСФО и Правилами расчета СЧА НПФ;
6. Сверка стоимости активов, составляющих СПР и СПН, с НПФ и его УК;
7. Осуществление контрольных функций по составу и структуре активов, в которые размещены СПР, и по расчету контрольных показателей в целях соблюдения требований действующего законодательства и договоров доверительного управления (инвестиционной декларации);
8. Осуществление контрольных функций по составу и структуре активов, в которые размещены СПН, и по расчету контрольных показателей в целях соблюдения требований действующего законодательства и договоров доверительного управления (инвестиционной декларации);
9. Осуществление контрольных функций за своевременностью предоставления первичных документов в СД;
10. Проверка планируемых сделок на предмет соответствия требованиям законодательства и договоров доверительного управления и выдача согласий/отказов СД на сделки со СПР и СПН;

11. Проверка планируемых платежей на предмет соответствия требованиям законодательства, условиям и параметрам заключенных сделок и требованиям договоров доверительного управления. Выдача согласий/отказов СД на распоряжение денежными средствами с расчетных счетов НПФ, его УК;

12. Формирование уведомления о выявлении/устранении/неустранении нарушения (несоответствия) требований законодательства при размещении СПР и инвестировании СПН;

13. Расчет среднегодовой стоимости чистых активов по пенсионным накоплениям и контроль расчета на ее основе иных финансовых показателей, в том числе размера постоянной части вознаграждения НПФ, размера отчислений в РОПС, АСВ;

14. Осуществление контрольных функций по выплате вознаграждений и оплате расходов;

15. Сверка остатков ценных бумаг при количественном учете с данными депозитарного учета;

16. Формирование отчетности для НПФ и его УК по активам, в которые размещены СПР;

17. Формирование отчетности для НПФ и его УК по активам, в которые инвестированы СПН;

18. Формирование для НПФ выгрузок с данными учета активов в стандартизированных форматах;

19. Формирование отчетности СД по НПФ для Банка России и иных органов государственной власти;

20. Формирование внутренних учетных отчетов и журналов в соответствии с требованиями законодательства.

Функциональные требования к разработке Блока учета и отчетности активов НПФ (СПН и СПР) и осуществления контрольных функций за их размещением представлены в *Приложении 25*.

Перечни основных отчетов СД по СПР НПФ и СПН НПФ представлены в *таблицах 66 и 67.*

Таблица 66
Перечень основных отчетов СД по средствам пенсионных резервов НПФ (СПР)

№ п/п	Получатель отчета	Название отчета	Периодичность предоставления
1	УК/НПФ	Перечень имущества УК Фонда	Ежедневно
2	УК/НПФ	Расчет СЧА СПР (по шаблонам СПН)	Ежедневно
3	УК/НПФ	Расчет СЧА (НФО) (по шаблонам СПН)	Ежедневно
4	УК/НПФ/Банк России	Уведомления о выявлении/устранении/неустранении нарушения	По факту наступления события
5	НПФ	Перечень имущества Макрофонда	Ежедневно
6	НПФ	Перечень имущества Фонда	Ежедневно
7	УК/НПФ	Перечень сделок УК Фонда	Ежедневно
8	НПФ	Перечень сделок Макрофонда	Ежедневно
9	УК/НПФ	Расчет стоимости активов, в которые размещены СПР	Ежедневно
10	НПФ	Расчет совокупной стоимости СПР	Ежедневно
11	НПФ	Аналитическая отчетность по активам НПФ	Ежедневно
12	НПФ	Отчет о доходности доверительного управления	Ежемесячно
13	НПФ	Перечень сделок по дефолтным ценным бумагам	Ежедневно
14	НПФ	Отчет по контролю лимитной ведомости НПФ	Ежедневно
15	НПФ	Отчет по расчету дюрации	Ежедневно
16	НПФ	Макрофонд. Отчет об Активах НПФ	Ежедневно
17	НПФ	Макрофонд. График погашения облигаций, депозитов и купонов	Ежедневно
18	НПФ	Макрофонд. Перечень операций (за период)	Ежедневно
19	НПФ	Макрофонд. Перечень операций (за день)	Ежедневно
20	НПФ	Макрофонд. Перечень первичных размещений	Ежедневно
21	НПФ	Макрофонд. Информация о депозитах в разрезе каждой УК	Ежедневно
22	НПФ	Макрофонд. Перечень сделок с дополнительными колонками по сделкам РЕПО	Ежедневно
23	НПФ	Макрофонд. Отчет по активам и пассивам портфелей УК	Ежедневно
24	НПФ	Макрофонд. Контроль лимитов	Ежедневно
25	НПФ	Макрофонд. График погашения облигаций и купонов (НФО)	Ежедневно
26	НПФ	Оборотная ведомость по операциям с ценными бумагами	Ежемесячно
27	НПФ	Оборотная ведомость по операциям с денежными средствами и депозитами	Ежемесячно
28	НПФ	Расчет среднегодовой СЧА нарастающим итогом на конец месяца	Ежемесячно
29	НПФ	Отчет о составе активов и доходности	По запросу

30	НПФ	Динамика изменения структуры портфеля (за период)	По запросу
31	Банк России	Отчет СД по форме 0420864 4777-У	Ежедневно
32	Банк России	Отчет СД по форме 0420866 4777-У	Ежемесячно

Таблица 67

Перечень основных отчетов Специализированного депозитария по пенсионным накоплениям НПФ (ПН)

№ п/п	Получатель отчета	Название отчета	Периодичность представления
1	УК/НПФ	Расчет стоимости чистых активов	Ежедневно
2	УК/НПФ	Расчет стоимости активов	Ежедневно
3	УК/НПФ/Банк России	Уведомления о выявлении/устранении/неустранении нарушения	По факту наступления события
4	НПФ	Перечень имущества инвестиционного портфеля Фонда	Ежедневно
5	НПФ	Перечень имущества Макрофонда	Ежедневно
6	НПФ	Перечень имущества Фонда	Ежедневно
7	УК/НПФ	Перечень имущества УК НПФ	Ежедневно
8	НПФ	Перечень сделок инвестиционного портфеля Фонда	Ежедневно
9	УК/НПФ	Перечень сделок УК НПФ	Ежедневно
10	НПФ	Расчет стоимости активов инвестиционного портфеля Фонда	Ежедневно
11	НПФ	Расчет стоимости активов с учётом портфеля Фонда	Ежедневно
12	НПФ	Расчет стоимости чистых активов инвестиционного портфеля Фонда	Ежедневно
13	НПФ	Расчет стоимости чистых активов с учетом портфеля Фонда	Ежедневно
14	НПФ	Расчет средней стоимости чистых активов за день	Ежедневно
15	НПФ	Отчет по контролю лимитной ведомости НПФ	Ежедневно
16	НПФ	Аналитическая отчетность по активам	Ежедневно
17	НПФ	Перечень имущества НПФ (с уплаченным и доначисленным купоном)	Ежедневно
18	НПФ	Перечень сделок по дефолтным ценным бумагам	Ежедневно
19	НПФ	Макрофонд. Отчет об Активах Фонда	Ежедневно
20	НПФ	Макрофонд. График облигаций, депозитов и купонов	Ежедневно
21	НПФ	Макрофонд. График погашения облигаций и купонов (НФО)	Ежедневно
22	НПФ	Макрофонд. Информация о депозитах в разрезе УК	Ежедневно

№ п/п	Получатель отчета	Название отчета	Периодичность представления
23	НПФ	Макрофонд. Перечень операций (за период)	Ежедневно
24	НПФ	Макрофонд. Перечень первичных размещений	Ежедневно
25	НПФ	Макрофонд. Перечень сделок с дополнительными колонками по сделкам РЕПО (за период)	Ежедневно
26	НПФ	Макрофонд. Перечень сделок	Ежедневно
27	НПФ	Макрофонд. Отчет по активам и пассивам портфелей УК	Ежедневно
28	НПФ	Оборотная ведомость по операциям с ценными бумагами	Ежемесячно
29	НПФ	Оборотная ведомость по операциям со счетами и депозитами	Ежемесячно
30	НПФ	Расчет среднегодовой СЧА нарастающим итогом на конец месяца	Ежемесячно
31	НПФ	Отчет о составе активов и доходности ПН	По запросу
32	НПФ	Отчет по расчету дюрации	Ежедневно
33	НПФ	Динамика изменения структуры портфеля (за период)	По запросу
34	НПФ	Отчет о доходности доверительного управления	Ежеквартально
35	НПФ	МакроФонд. Контроль лимитов	Ежедневно
36	Банк России	Отчет СД по форме 0420865 4777-У	Ежедневно
37	УК/НПФ/Банк России	Отчет СД по форме 0420866 4777-У	Ежемесячно

Блок Система электронного документооборота (СЭД)

Блок СЭД обеспечивает организацию юридически значимого электронного документооборота между СД, НПФ и его УК в соответствии с требованиями действующего законодательства, а также обеспечивает электронный документооборот при отправке отчетности в Банк России.

Описание основных задач, для решения которых предназначен данный блок: получение СД от НПФ и его УК копий первичных документов, в том числе выписки по расчетному счету, отчеты брокера, депозитные договоры, договоры расчетно-кассового обслуживания и иные документы и договоры в отношении инвестирования; отправка НПФ и его УК в СД уведомлений о намерении по сделкам с имуществом, составляющим СПН и СПР; от-

правка согласий/отказов СД на сделки с имуществом, поступивших от НПФ и его УК¹⁵².

Функциональные требования к разработке блока СЭД представлены в *Приложении 26*.

Блок ведения справочной информации ЕИС СД НПФ

Все бизнес приложения ЕИС СД НПФ используют единую систему ведения справочной информации. Все справочники информационной системы можно разделить на следующие категории: Справочники персон (юридические и физические лица); Справочники эмитентов и ценных бумаг; Справочники депозитарного учета; Справочники для блока учета и отчетности активов НПФ (СПН и СПР) и осуществления контрольных функций за их размещением; Вспомогательные справочники (*Приложение 27*).

Блок интеграции с внутренними и внешними учетными системами и информационными сервисами ЕИС СД НПФ

Блок интеграции с внутренними и внешними учетными системами и информационными сервисами (*далее - блок интеграции*) предназначен для организации автоматизированного взаимодействия и обмена информацией с иными внутренними учетными системами СД и внешними учетными системами, в первую очередь, НПФ, его УК, вышестоящих депозитариев, включая центрального депозитария, регистраторов и Банка России. Общая схема ин-

¹⁵² Также: автоматическая загрузка платежных поручений из системы банк-клиент в учетную систему СД; получение от НПФ и его УК документов для сверки стоимости активов, составляющих СПН и СПР; отправка НПФ и его УК заверенных протоколов сверки стоимости активов, составляющих СПН и СПР; получение для заверения СД отчетности НПФ и его УК для Банка России и передача ее обратно в НПФ и его УК с проставлением второй электронной подписи; отправка в НПФ и его УК уведомлений о выявлении или устранении нарушений; отправка в НПФ и его УК отчетности СД по инвестированию СПН и СПР; получение от НПФ и его УК поручений на проведение депозитарных операций и получения информации по счету депо; отправка в НПФ и его УК отчетов об исполнении депозитарных операций и информации по счету депо; отправка отчетности СД в Банк России; отправка уведомлений о выявлении нарушений или их устранении в Банк России; первичный автоматизированный контроль отправки в Банк России регулярной отчетности СД; осуществление обмена электронными документами между НПФ и его УК; учет входящих документов и построение журнала входящих документов в разрезе НПФ, каждой его УК и по макропортфелю НПФ в целом; хранение в системе первичных документов по операциям с СПР и СПН, а также иных документов и сведений, необходимых для осуществления функций СД.

формационного взаимодействия ЕИС СД НПФ с внешними учетными системами и информационными сервисами представлена на *схеме 52*.

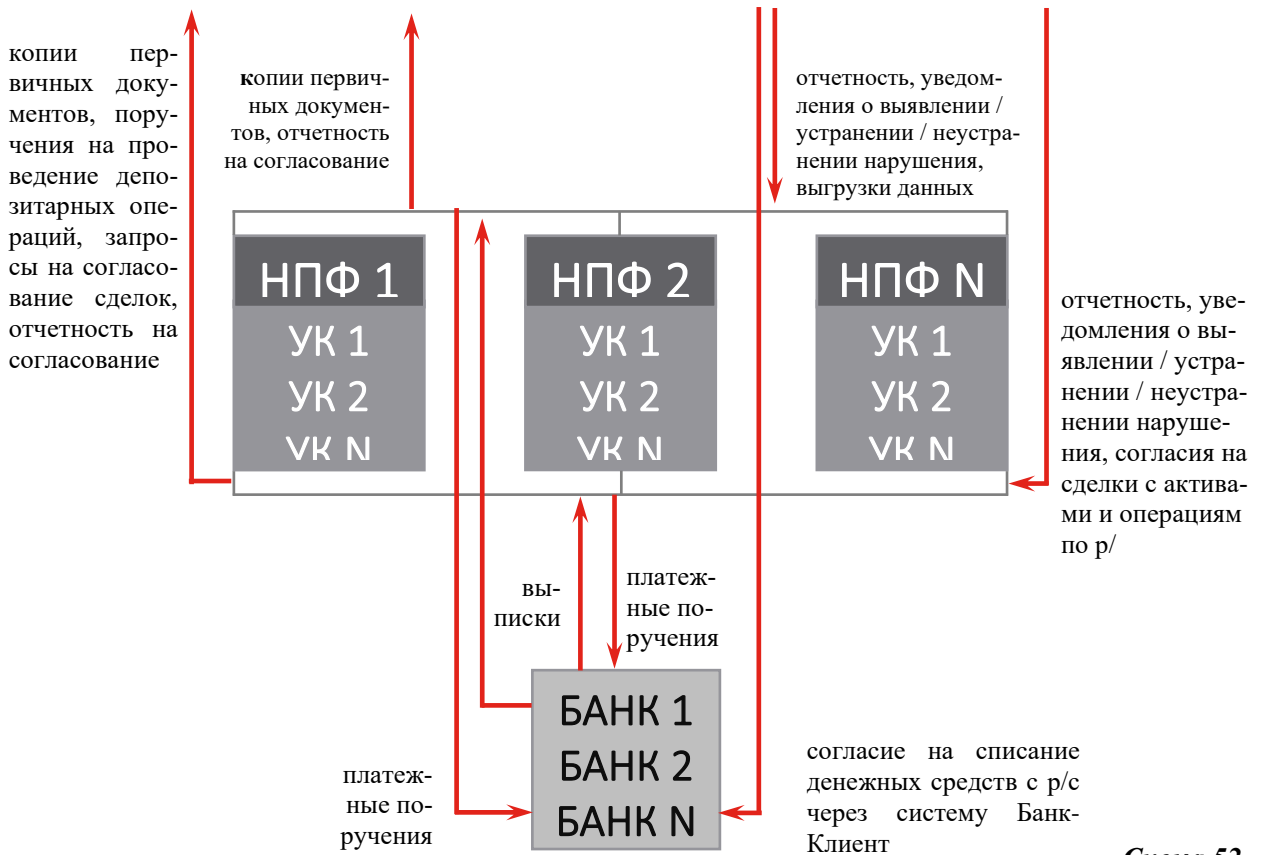


Схема 52

Схема информационного взаимодействия ЕИС СД НПФ с внешними учетными системами и информационными сервисами

Схема интеграции ЕИС СД НПФ внутри СД представлена на *схеме 53*.



Схема 53

Схема интеграции ЕИС СД НПФ внутри СД

Блок интеграции позволяет осуществлять автоматизированное получение и отправку данных во внутренние и внешние системы, используя технологии веб-служб¹⁵³, открытых API¹⁵⁴ и собственной системы синхронизации между блоками ЕИС СД НПФ.

Блок Личный кабинет НПФ

Блок Личный кабинет НПФ представляет собой информационный сервис, который позволяет НПФ оперативно получать корпоративную информацию в отношении ценных бумаг, в которые размещены пенсионные активы, опера-

¹⁵³ Веб-служба, *веб-сервис* (англ. *web service*) - идентифицируемая уникальным веб-адресом (URL-адресом) программная система со стандартизированными интерфейсами, а также HTML-документ сайта, отображаемый браузером пользователя. Веб-службы могут взаимодействовать друг с другом и со сторонними приложениями посредством сообщений, основанных на определённых протоколах (SOAP, XML-RPC и т.д.) и соглашениях (REST). Веб-служба является единицей модульности при использовании сервис-ориентированной архитектуры приложения.

¹⁵⁴ API (программный интерфейс приложения, интерфейс прикладного программирования) (англ. *application programming interface, API*) - описание способов (набор классов, процедур, функций, структур или констант), которыми одна компьютерная программа может взаимодействовать с другой программой. Обычно входит в описание какого-либо интернет-протокола или стандарта вызовов функций операционной системы. Часто реализуется отдельной программной библиотекой или сервисом операционной системы.

тивно получать информацию по операциям с ценными бумагами по счетам депо Фонда и остатки ценных бумаг.

Блок Личный кабинет НПФ включает в себя следующие разделы:

- Корпоративные новости (новости по ценным бумагам и эмитентам, входящим в портфель Фонда; дополнительные материалы по корпоративным действиям)¹⁵⁵;

- Календарь выплат по ценным бумагам (подробное расписание выплат по каждой ценной бумаге; для долговых инструментов: даты выплат, рассчитанные по эмиссионным документам, информация о размере и периоде купона; для акций: дата принятия решения о выплате дивидендов, дата фиксации реестра, дата окончания выплаты, период выплаты, размер дивиденда на одну акцию);

- Выплата дохода по ценным бумагам (информация о совершенных и текущих выплатах; сумма и период выплаты; информация о налогах);

- Остатки по счетам депо (количество ценных бумаг НПФ на любую заданную дату; краткое описание ценной бумаги; свободный остаток ценных бумаг и количество бумаг к списанию);

- Принятые поручения по счетам депо (перечень всех принятых поручений; онлайн статус обработки поручений вышестоящим депозитарием; подробное описание изменения статуса поручения; подробная информация о поручении);

- История операций по счетам депо (перечень всех операций НПФ по счетам депо за любой выбранный период /определенную дату/);

¹⁵⁵ Для предоставления НПФ корпоративных новостей разработан функционал «Портфельная рассылка», который включает в себя сбор информации по ценным бумагам и эмитентам из новостных источников, таких как Интерфакс, НРД и другие. Новости автоматически обрабатываются системой и сопоставляются с эмитентом и/или ценной бумагой, а также с заданными метками - аналог хэштэгов. Далее в зависимости от набора ценных бумаг, которые имеются в инвестиционном портфеле НПФ, для него происходит выборка соответствующих новостей.

- Анкетные данные НПФ (актуальные ключевые сведения о НПФ как о владельце ценных бумаг; актуальные банковские реквизиты для получения доходов по ценным бумагам).

Блок Личный кабинет НПФ имеет интеграцию с блоком депозитарного учета операций с ценными бумагами посредством встроенного функционала синхронизации. Данные из блока депозитарного учета операций с ценными бумагами система получает по заданному расписанию через механизм планировщика или по запросу пользователя. Таким образом, в данный блок поступает информация по Фонду, его счетам депо, ценным бумагам на счетах, операциям (движениям) по счетам и т.д. В системе также реализован функционал, который получает в автоматизированном режиме информацию о статусах клиентских поручений Фонда, его УК в вышестоящих депозитариях. Данный функционал направляет запросы в вышестоящий депозитарий и получает текущий статус с указанием даты и времени перехода в указанный статус.

Блок предварительного контроля операций с активами НПФ ЕИС СД НПФ

Блок предварительного контроля операций с активами НПФ (*далее именуется блок предварительного контроля*) представляет собой уникальный информационный сервис, который дает возможность Фонду, его УК до момента заключения сделки с пенсионными активами провести ее полный анализ на соответствие требованиям законодательства и инвестиционной декларации. Если сделка возможна, рассчитывается лимит суммы сделки в соответствии с ограничениями на структуру портфеля УК и совокупного портфеля Фонда. Реализованный функционал данного блока позволяет НПФ и его УК повысить уровень и качество своего риск-менеджмента и избежать заключение сделок, которые могут привести к нарушению требований к составу и структуре СПР и СПН. Особенно это актуально для биржевых сделок, для заключения которых не требуется предварительного согласия СД.

Блок предварительного контроля включает в себя следующие функциональные разделы:

1. Раздел «Анализ инструментов на дату» - содержит информацию по финансовым инструментам российских эмитентов, торгуемых на Московской Бирже. В столбцах «Доступно для покупки» и «Доступно для продажи» отображается максимальная сумма соответствующих сделок, которые Фонд и/или его УК может совершить с каждым конкретным инструментом с учетом установленных ограничений. Система дает возможность видеть все ограничения и правила, по которым проверялся финансовый инструмент;

2. Раздел «Запрет приобретения» - отображается информация о возможных нарушениях ограничений по составу портфеля в случае приобретения инструмента с указанием требований действующего законодательства.

3. Разделы «Ограничения на покупку», «Ограничения на продажу» - отображается информация о возможных нарушениях ограничений по структуре портфеля в случае приобретения данного инструмента с указанием требований действующего законодательства;

4. Раздел «Неотправленные сделки» - содержит анализ потенциальной (планируемой) сделки с выбранным финансовым инструментом. Здесь реализован механизм заведения самой сделки в инвестиционный портфель (выбирается тип сделки, ценная бумага, указывается количество ценных бумаг и их рыночная цена).

Если потенциальная сделка планируется на сумму, превышающую разрешенную, либо если инструмент не допущен к покупке, система выдаст соответствующее предупреждение.

После сохранения потенциальной сделки раздел «Анализ инструментов на дату» обновится автоматически с учетом всех возможных сделок и будет содержать актуальные ограничения и запреты, а также новые суммы возможных покупок и продаж по каждому инструменту.

Блок Ядро ЕИС СД НПФ

Блок Ядро ЕИС СД НПФ (*далее именуется Ядро*) является основным структурирующим модулем информационной системы, отвечающим за взаимодействие с операционной системой и внешним окружением информационной системы.

С точки зрения программного обеспечения Ядро - это основной модуль, установленный на сервера компании, в который посредством API подключаются остальные прикладные модули.

Описание основных задач, для решения которых предназначен данный блок:

- обеспечение взаимодействия прикладных бизнес-модулей, их коммуникации с оборудованием (сервера, операционные системы) и внешними системами;

- обеспечение работы в информационной системе общего функционала, неспецифичного для отдельных бизнес-задач, например, инструменты взаимодействия пользователей с ПО, средства интеграции, безопасности, криптографии и т.д.;

- реализация механизмов для эффективной разработки бизнес-задач, таких как инструменты быстрой разработки и управления качеством;

- обеспечение механизмов масштабирования информационной системы и управления ее производительностью.

Поскольку ЕИС СД НПФ реализована в виде классического трехзвенного приложения, постольку и Ядро состоит из трех частей:

- клиентского приложения¹⁵⁶;

¹⁵⁶ Доступ в информационную систему осуществляется путем тонкого клиента, то есть через компьютер с браузером, используемым для работы с веб-приложениями. В качестве программы-клиента используются современные браузеры Chrome, IE, Opera, FireFox и другие. Это позволяет не устанавливать дополнительное клиентское обеспечение и использовать на клиентских машинах любую операционную систему. Все пользовательские приложения выполняются на терминальном сервере (сервере приложений), и для пользователя это совершенно прозрачно. Так как вся вычислительная нагрузка ложится на сервер, то тонкий клиент обладает минимальной аппаратной конфигурацией без какого-либо ущерба производительности.

- блока взаимодействия с базами данных¹⁵⁷;
- сервера приложений¹⁵⁸.

Блок администрирования ЕИС СД НПФ

Блок администрирования ЕИС СД НПФ (*далее именуется Блок администрирования*) является модулем информационной системы, отвечающим за централизованную конфигурацию бизнес-процессов и системных процессов.

Описание основных задач, для решения которых предназначен данный блок:

¹⁵⁷ Для работы приложения накопленные данные необходимо сохранять в долговременной памяти, для чего наибольшую популярность получили базы данных. Основные требования к базе данных - это обеспечение операций ввода, редактирования, поиска, и удаления записей; обеспечение надёжности хранения, доступности данных; обеспечение согласованности данных путём соответствия одной из моделей транзакционности. Ядро содержит блок взаимодействия с базами данных, который предоставляет собой API по взаимодействию с хранилищем для прикладных модулей и состоит из двух частей: блок по работе с реляционной базой данных и блок по работе с NoSQL базой данных. Таким образом, в информационной системе используются два типа хранилищ данных, а именно реляционная SQL база данных и документарная NoSQL база данных. Реляционная SQL база реализует более строгую модель транзакционности ACID и используется для хранения и обработки бизнес-данных. NoSQL база данных реализует менее строгий принцип BASE и используется для хранения аудита, логов и другой информации большого объема, но не требующей транзакционной обработки. Использование комбинации данных хранилищ необходимо для обеспечения масштабирования системы.

¹⁵⁸ Сервер приложений - это основной блок Ядра, содержащий функциональное наполнение системы и обеспечивающий функции интеграции и взаимодействия остальных модулей системы. Сервер приложений разработан в соответствии с паттерном проектирования MVC и состоит из трех частей: Model, View, Controller. **Model** содержит модель данных и отвечает за преобразование данных из строчного формата хранения в объектную модель, удобную для использования в прикладных бизнес-модулях системы. **View** содержит модель представления данных пользователю и отвечает за взаимодействие с клиентским приложением. **Controller** содержит собственно саму логику приложения и выполняет следующие функциональные задачи: 1) предоставляет инструменты разработки бизнес-процессов. Ядро содержит инструменты и механизмы быстрой разработки бизнес-процессов на основе библиотеки типовых объектов учета и ролевой маршрутизации. Типовые объекты учета позволяют формировать справочную информацию, документы системы и учетные регистры с механизмами исполнения заданий в точках маршрута бизнес-процесса и организацией связи бизнес-процессов с иными прикладными функциями; 2) обеспечивает интеграцию с внешними системами. Ядро обеспечивает различные механизмы интеграции, как между различными сервисами и экземплярами информационной системы, так и со сторонними сервисами данных посредством Web-служб на основе общепринятых протоколов данных; 3) обеспечивает взаимодействие с инструментами криптографии. Ядро содержит инструменты криптографии, которые прикладные модули используют при обработке и обмене данных из информационной базы, такие как: электронная подпись, криптографический хэш и непосредственно шифрование передаваемых данных; 4) обеспечивает права доступа к данным. Ядро реализует сквозную интеграцию инструментов авторизации и аутентификации в работу пользователей и прикладных бизнес-модулей. Данные средства обеспечивают инструментарий управления правами доступа для модуля Администрирования.

1). Функции конфигурации для системных администраторов (управление правами доступа к объектам учета: формирование групп пользователей и предоставление им прав на работу со справочниками и документами системы и действиями над ними, управление политикой безопасности системы и формирования паролей), анализ данных аудита пользователей (поиск и анализ информации о работе пользователей в системе, выявление необычного поведения и анализ спорных ситуаций), автоматизация регулярных операций (формирование правил планировщика задач для функций обслуживания системы, в отличие от обычных планировщиков в данном модуле реализованы возможности планирования на основании рабочих дней различных организаций), управление вложенными файлами (управление хранением первичных документов в файловой системе, формирование правил и политик переноса данных в архив, удаления временных данных), управление ключами электронной подписи (импорт сертификатов и связывание сертификатов с участниками безопасности), настройка интеграции между информационными системами;

2). Функции конфигурации для системных аналитиков (управление качеством бизнес-данных: формирование правил проверки бизнес-данных путем написания логических условий соответствия для выявления потенциальных ошибок), управление подписками на рассылку (формирование правил уведомлений пользователей о ключевых событиях, позволяющих сотрудникам компании избегать монотонных редких проверок, вместо этого подписываться на данные уведомления и получать сводные отчеты об автоматических проверках и произведенных учетных действиях), управление правами доступа к бизнес-данным и мультиарендностью (формирование правил разделения данных внутри системы между различными подразделениями или между разными категориями клиентов на основе принадлежности данных различным клиентам).

Такие правила позволяют различным клиентам, имеющим идентичные права доступа, видеть только свои данные, а также ограничивать избыточный доступ к данным самих сотрудников внутри компании. В модуле реализованы два подхода по управлению доступом к бизнес-данным: первый - основанный на мандатной модели доступа на уровне строк и второй - на модели «мульти-арендности», ограничивающей доступ к данным в разрезе справочника портфелей), анализ и визуализация модели данных (модель информационной системы состоит более чем из нескольких тысяч документов и справочников; при внесении изменений необходимы инструменты анализа и визуализации структуры данных, которые предоставляет модуль администрирования), управление нумерацией документов (при обработке документов применяется политика нумерации, позволяющая структурировать документы по ключевым характеристикам и обеспечивать сквозную нумерацию в журналах); управление валидацией вводимых данных (для повышения качества работы сотрудников необходимо осуществлять валидацию вводимых данных на самом раннем этапе, ограничивая ввод заведомо некорректной информации или предупреждая о несогласованности данных; модуль предоставляет инструменты по управлению такими правилами валидации); управление маршрутами документов (бизнес-процессы в информационной системе основаны на маршрутах документов; конфигурация маршрутов необходима для осуществления изменений в бизнесе, маршруты документов устанавливают этапы процессов, их последовательность, необходимые условия их выполнения и ответственных лиц этапов); управление справочной информацией о функциях системы (система содержит более десяти тысяч бизнес-процессов, алгоритмов и видов документов, при этом распределение по частоте применения алгоритма подчиняется правилу Паретто, а именно, в 80% случаев пользователи обращаются лишь к 20% функционала системы. Управление справочной информацией создает контекстную справку об использовании редких 80% функций и позволяет избежать обращения к внешним руководствам и справочникам).

Дополнительные единые требования к функциональным блокам ЕИС СД НПФ и технологиям их реализации:

- обеспечение высокого уровня производительности учётной системы;
- наличие веб-интерфейса системы; широкий набор элементов управления интерфейсом; возможность кастомизации интерфейса под конкретного пользователя или бизнес-процесс; настраиваемые виджеты с полезной информацией на рабочем столе;
- наличие подсистемы контекстной помощи и всплывающих подсказок;
- широкие возможности фильтрации данных, как в справочниках, так и в индивидуальных выборках при их поиске; автозаполнение полей при выборе данных;
- выполнение задач в заранее запланированное время или на регулярной основе;
- автоматизированное построение отчетности;
- гибко настраиваемые бизнес-процессы, включая методики расчета стоимости активов и правила проверки нарушений, в том числе из интерфейса в разрезе инвестиционных портфелей НПФ, его УК и макропортфелей, в целом; визуализация стадии прохождения бизнес-процессов в виде схемы;
- обеспечение двухфакторной авторизации пользователей;
- обеспечение разграничения доступа к системе из сети Internet путем фильтрации ip-адресов; хранение логинов и паролей в зашифрованном виде;
- гибкая настройка прав доступа к бизнес-данным;
- полный аудит действий пользователя;
- обеспечение безопасности на уровне базы данных и сетевом уровне.

Оценка эффективности внедрения ЕИС СД НПФ

Благодаря внедрению ЕИС СД НПФ СДК Гарант успешно оказывает услуги своим ключевым клиентам - негосударственным пенсионным фондам и их управляющим компаниям. Все основные цели, заявленные на этапе разработки информационной системы, были достигнуты. Ежегодно ЕИС СД

НПФ обрабатывает все большее количество операций. Количество операций удваивается каждые полтора года, что видно из *схемы 54*.

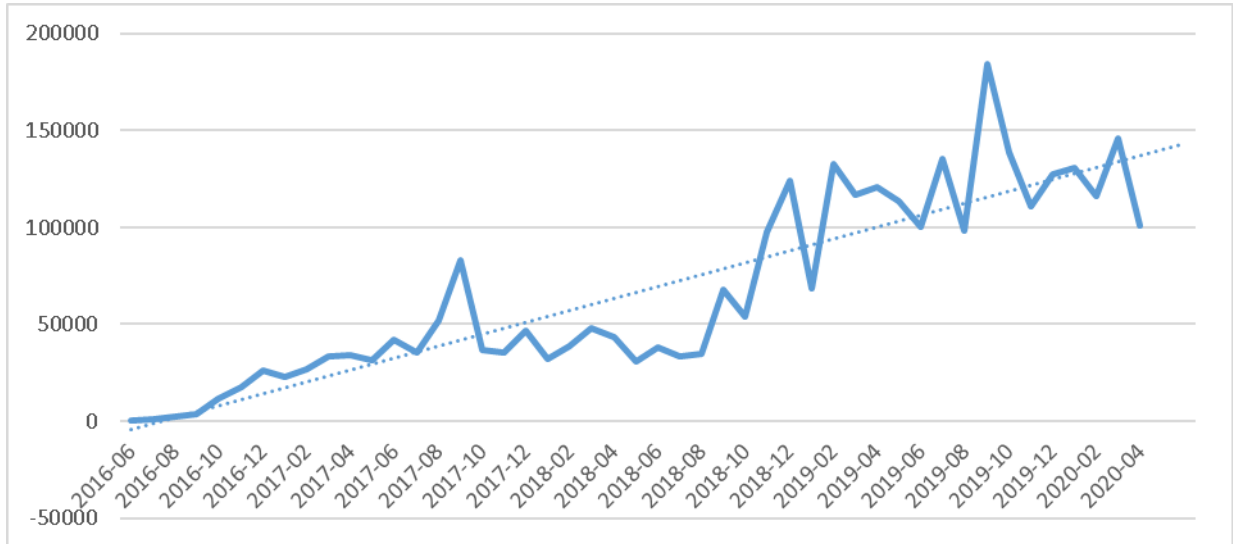


Схема 54
Динамика роста количества операций в ЕИС СД НПФ

Эффективность внедрения информационной системы подтверждается тем, что с ростом объема обрабатываемых данных количество ресурсов на их обработку уменьшается. Так, удвоение объема данных приводит к меньшему увеличению ресурсов на обработку этих данных.

Для мониторинга эффективности информационной системы осуществляется измерение следующих величин:

1. Количество операций в минуту при расчете количественных показателей инвестиционного портфеля и построения ежедневной отчетности;
2. Количество операций на одного сотрудника бизнес подразделения в месяц;
3. Количество решенных задач на одного сотрудника ИТ подразделения в месяц.

Количество операций в минуту при расчете количественных показателей портфеля и построения ежедневной отчетности

Данный показатель позволяет оценить, есть ли ухудшение эффективности работы системы при увеличении количества обрабатываемых системой операций (накопительный эффект). Методика его расчета следующая: после окончания обработки первичных данных (закрытия операционного дня) в ЕИС СД НПФ запускается действие по расчету всех количественных характеристик инвестиционных портфелей (Макропортфелей), всех контрольных ограничений и построения ежедневной отчетности. Далее рассчитывается среднее количество операций, обрабатываемых в минуту при выполнении этого действия (схема 55).

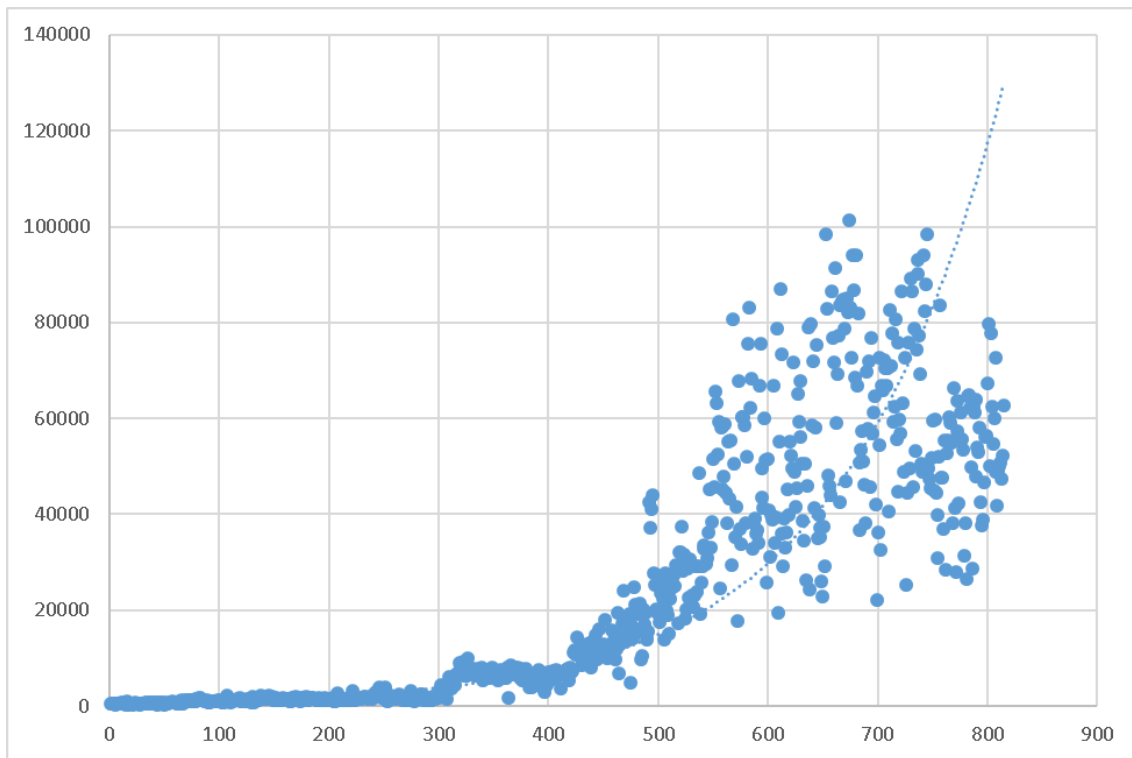


Схема 55
**Среднее количество обрабатываемых операций в минуту
за период с 01.01.2017 по 15 мая 2020 года**

Схема 55 показывает стабильное увеличение скорости обработки операций (среднее количество операций в минуту) до 100000 операций в минуту. Это более чем 10-кратное увеличение данного показателя с момента внедрения информационной системы.

Количество операций на одного сотрудника бизнес-подразделения в месяц

Данный показатель позволяет оценить, какое количество задач обрабатывается одним сотрудником бизнес-подразделения. Методика его расчета следующая: за каждый месяц подсчитывается частное от деления общего количества обработанных операций фондов и их управляющих компаний на количество сотрудников бизнес-подразделений, участвовавших в их проведении. До внедрения ЕИС СД НПФ по данным за 2013 год количество операций на одного сотрудника в месяц в среднем составляло 520 операций (схема 56).

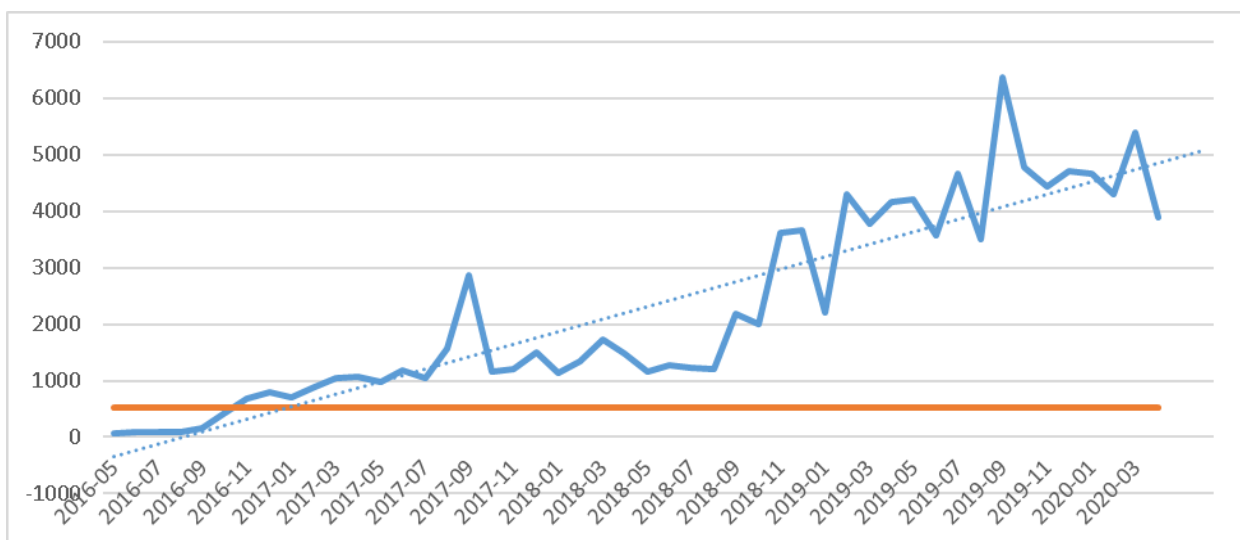


Схема 56
Количество операций на одного сотрудника бизнес подразделения

Схема 56 показывает увеличение количества операций на одного сотрудника с 520 до 6000 операций в месяц, что подтверждает высокую эффективность системы. Этот показатель подтверждает повышение уровня производительности труда персонала, то есть отсутствие линейной зависимости роста количества сотрудников от увеличения числа клиентов, портфелей, операций и т.д. Соответственно, это приводит к экономии ресурсов СД, повышению его рентабельности, возможному снижению стоимости услуг для НПФ и их

УК. Изменения в технологии учета и отражения итоговых данных по портфелю позволило ускорить построение отчетов. Так, если в прежней системе средний итоговый отчет по НПФ строился 520 секунд, то сейчас в ЕИС - 3 секунды. Проверка операционного дня и актуализация портфеля по Фонду ранее занимала в среднем 6 минут, сейчас - не более 2-х минут.

Количество решенных задач на одного сотрудника ИТ подразделения в месяц

Данная метрика позволяет оценить эффективность поддержки и развития информационной системы с точки зрения затрат на ИТ специалистов. Методика его расчета следующая: за каждый месяц подсчитывается частное от деления количества решенных задач по поддержке на количество сотрудников ИТ, участвовавших в решении этих задач. До внедрения ЕИС СД НПФ по данным за 2013 год количество решенных задач на разработчика составляло 9 задач (схема 57).

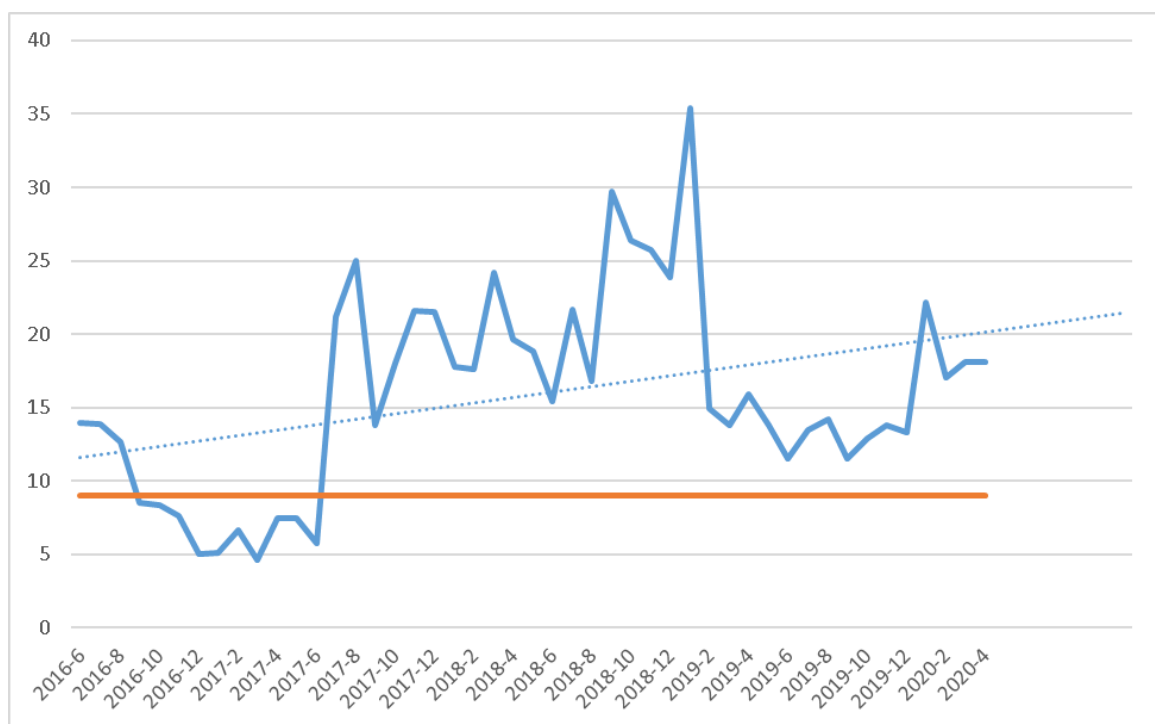


Схема 57

Количество решенных задач на одного сотрудника ИТ подразделения в месяц

Как видно из *схемы 57*, после внедрения ЕИС СД НПФ даже с увеличением объема данных в системе удельное количество задач в месяц на одного разработчика выросло минимум в два раза - до 18 задач в месяц (в пиковые периоды - даже до 35 задач), что подтверждает высокий уровень эффективности системы и дает возможность Компании быстро осуществлять доработки, направленные на поддержку и развитие информационной системы.

ЕИС СД НПФ постоянно развивается, расширяются ее функциональные возможности с учетом изменения законодательства, потребностей и пожеланий фондов и их управляющих компаний.

Одной из важнейших задач по развитию системы можно выделить реализацию проекта по расширению применения в учетной системе методов искусственного интеллекта и так называемых «роботных» технологий, позволяющих максимально автоматизировать процесс и уйти от использования человеческого труда при проведении рутинных, трудоемких операций.

Второе важное направление развития заключается в том, что существующие информационные технологии и системы СД дают серьезные основания говорить о передаче специализированному депозитарию всех учетных функций по управлению пенсионными активами от НПФ и его управляющих компаний, в первую очередь, функционала по ежедневному расчету РСА и СЧА активов СПР и СПН. Это даст возможность НПФ и их управляющим компаниям снизить свои операционные издержки (тем самым, уменьшить затраты), больше сосредоточиться на процессах управления пенсионными активами и развития пенсионных программ, повысить эффективность своей деятельности, и, как следствие, увеличить доходность от управления СПН и СПР, в том числе и по причине снижения расходов НПФ и их УК.

5.2 Социально ответственное инвестирование как перспективное направление инвестиционной деятельности НПФ в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

Социально ответственное инвестирование следует рассматривать как часть системы социальной ответственности, которая в соответствии с Национальным стандартом «Руководство по социальной ответственности» [66], подготовленного, в свою очередь, на основе аналогичного международного стандарта [204], означает «ответственность организации за воздействие ее решений и деятельности на общество и окружающую среду через прозрачное и этическое поведение». Под последним подразумевается поведение, которое «содействует устойчивому развитию, учитывает ожидания заинтересованных сторон», является правомерным, включая согласование с международными нормами, «интегрировано в деятельность всей организации» [66]. Аналогичное толкование социально ответственного инвестирования нашло свое закрепление и в Информационном письме Банка России от 15.07.2020 [44], в котором изложены принципы данного инвестирования.

Что касается термина «социально ответственное инвестирование», то он не получил однозначной трактовки в научной литературе, прежде всего, из-за разного понимания «социальное». К настоящему времени закрепились две трактовки социально ответственного инвестирования - узкая и широкая. В узкой трактовке речь идет об инвестировании в объекты социальной инфраструктуры (например, больницы, дома престарелых и пр.), в широкой трактовке - об инвестировании, имеющем положительные социальные последствия; это инвестирование, которое учитывает экологические, социальные и управленческие факторы при выборе объектов инвестирования. Цель такого инвестирования - получение не только финансового результата, но и создание позитивных социальных изменений, отвечающих ожиданиям общества, включая и создание благоприятной окружающей среды. Иными словами, данное инвестирование предполагает социальную ориентированность эко-

номической и иной деятельности (что не отрицает нацеленность, в том числе на получение приемлемого финансового результата этой деятельности). Социально ответственное инвестирование предполагает, что к числу его значимых показателей, помимо соотношения «риск/доходность», относится и показатель «социальный эффект от инвестирования». При этом трудно согласиться с авторами, которые полагают, что данное инвестирование направлено только на финансирование «некоммерческих объектов, важных для общества» [307]. Оно может быть направлено и на коммерческие проекты, имеющие, помимо финансовой, еще и весомую социальную значимость.

В 2006 году в ООН были приняты принципы ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment, PRI) (в их числе принцип необходимости включения экологических и социальных аспектов, а также вопросов управления в процессы проведения инвестиционного анализа и принятия решений [426]), на базе которых в дальнейшем возникла Международная ассоциация ответственного инвестирования. Ее цель - оказание содействия по включению экологических, социальных и корпоративных факторов управления (ESG) в процессы принятия инвестиционных решений [424]. По состоянию на 31.01.2020 Ассоциация насчитывала более 2300 участников - финансовых организаций¹⁵⁹, которые обязались использовать принципы ответственного инвестирования и предоставлять регулярные отчеты об их выполнении. Таким образом, при проведении инвестиционной политики предлагается учитывать не только экономические результаты, но и социальные последствия, в том числе влияния на окружающую среду, устойчивость развития общества. Этически ответственное поведение инвестора строится с учетом этих факторов. Присоединение к PRI носит добровольный характер.

Среди направлений социально ответственного инвестирования выделяют: эмиссии ценных бумаг, доходы от размещения которых идут на социальные

¹⁵⁹ Сегодня финансовые организации, подписавшие «Принципы ответственного инвестирования», несут ответственность за более чем \$80 трлн активов; среди данных организаций - ряд крупнейших и наиболее влиятельных мировых инвесторов [306; 424].

цели, приносят ощутимый социальный эффект (например, выпуск «зеленых» или социальных облигаций); прямое инвестирование в проекты, соответствующие критериям социально ответственного инвестирования; проектное финансирование; венчурное финансирование и краудфандинг [187].

Можно констатировать, что в настоящее время принципы социально ответственного инвестирования применяются во многих странах мира [427]. Субъектами такого инвестирования являются эмитенты, инвесторы, включая и коллективных инвесторов, государственные/муниципальные структуры. Поскольку не существует единого подхода к пониманию данного инвестирования, постольку используются и разные термины, его обозначающие: «инвестирование в общество» («community investing»), «этическое инвестирование» («ethical investing»), «Эко/зеленое инвестирование» («Eco/green investing»), «импакт-инвестирование» («impact investing»), «инвестирование, связанное с миссией» («mission-related investing»), «ответственное инвестирование» («responsible investing»), «социально ответственное инвестирование» («socially responsible investing» /SRI/), «устойчивое инвестирование» («sustainable investing»), «инвестирование, основанное на ценностях» («values-based investing»), «инвестирование с двойным/тройным результатом» («double/triple bottom line investing») и др.

В настоящее время предпринята попытка разработать терминологический словарь, в котором бы раскрывались разные стороны приведенных терминов. Так, «impact investing» трактуется как «целевое социальное инвестирование», имеющее своим предназначением получение как финансовой, так и социальной пользы [165]; термин «ответственное инвестирование» понимается как аналог термина «устойчивое инвестирование». Широко трактуются и социальные факторы в ракурсе социально ответственного инвестирования (в частности, к ним отнесены права работников, охрана труда, образовательная и кадровая политика организации, стандарты для поставщиков и пр.). Данный подход вполне допустим, но опять же при широком толковании соци-

альной сферы общества. Термин «социально ответственное инвестирование» (SRI) авторы не уточняют, приравнивая, как отмечалось, его значение к устойчивому или «зеленому» инвестированию, что, на наш взгляд, не корректно. Термин «социально ответственное инвестирование» - более широкий и включает в себя: устойчивое инвестирование (его цель - достижение устойчивого развития /«Sustainable Development»/) - инвестирование, которое не только удовлетворяет запросы нынешних поколений людей, но и не наносит ущерба будущим поколениям; социальное инвестирование; «зеленое» инвестирование, иными словами, указанное инвестирование реализуется с учетом ESG-факторов.

В основе SRI лежат определенные критерии (например, экологические, этические и пр.), позволяющие осуществлять отбор («screening») соответствующих объектов инвестирования и оценивать его социальные последствия («shareholder advocacy»).

Вместе с тем в социально ответственное инвестирование имплицитно заложены противоречия: между необходимостью получения определенного уровня доходности и социальной значимостью инвестирования (в этом аспекте достаточно показательное определение SRI, сформулированное Ассоциацией PRI: «это подход к инвестированию, который направлен на включение факторов окружающей среды, социальных факторов и факторов корпоративного управления /ESG/ в процесс принятия инвестиционных решений для лучшего управления рисками и получения устойчивой и долгосрочной прибыли» [405]). Из данного определения следует, что социальная значимость SRI предполагает и получение устойчивой прибыли, что на практике при таком совмещении не всегда выполнимо. Есть и противоречия в SRI между разными пониманиями социальной ценности того или иного инвестирования и пр.

Тем не менее, интерес к социально ответственному инвестированию растет во всем мире. Так, по данным исследователей, 39% инвесторов в мире

уже участвуют в указанном инвестировании [392]. Во многих экономически развитых странах существуют государственные программы развития социально ответственного инвестирования (в частности, в США, Китае, Германии, Франции, Южной Корее и др.). Динамика роста объема капитала социально ответственных инвестиций возрастает на 1/3 каждые два года.

В *таблице 68* отражен рост объема капитала социально ответственного инвестирования в динамике за 2016-2018 гг. [218; 306].

Таблица 68
Динамика роста объема капитала социально ответственных инвестиций по странам мира, \$ млрд

Регион	2016	2018
Европа	12040	14075
США	8723	11995
Япония	474	2180
Канада	1086	1699
Австралия/Новая Зеландия	516	734
Итого	22838	30683

Совокупный объем социально ответственного инвестирования достиг к концу 2018 года \$30,7 трлн (увеличение по сравнению с 2016 годом в 1,34 раза). Причем если в Европе объем таких инвестиций увеличился в 1,16 раз, то в Японии - в 4,5 раза.

Если сравнивать динамику изменений объема вложений по отраслям, то сошлемся на данные Climate Bonds Initiative [306; 362; 363] (*таблица 69*):

Таблица 69
Объем вложений социально ответственного инвестирования по отраслям, \$ млрд

Отрасль	2016	2017
Возобновляемая энергия	33	51
Низкоуглеродное производство	19	45
Чистый транспорт	13	24
Управление водой	12	20
Управление отходами	5	6
Использование земли	2	5
Прочее	4	4

Как видно из приведенной таблицы, увеличиваются инвестиции в сферу возобновляемой энергетики, низкоуглеродное производство, чистый транспорт, управление водой. Незначительное увеличение объема инвестиций отмечено в управлении отходами, использовании земли. Таким образом, отрасль энергетики лидирует среди всех отраслей, куда направляются средства социально ответственного инвестирования.

Среди финансовых инструментов социально ответственного инвестирования можно выделить, в частности:

- облигации по продвижению устойчивого развития (данный инструмент был разработан Европейским инвестиционным банком), они именуется как социальные облигации (используются для привлечения финансирования или рефинансирования социально-значимых проектов, а именно: «доступной базовой инфраструктуры; доступа к наиболее важным услугам; доступного жилья; создания новых рабочих мест; продовольственной безопасности; общественно-экономического развития и расширения социально-экономических возможностей населения» [246]);

- «зеленые» облигации («Green Bonds») - финансовый инструмент, получивший широкое распространение и связанный с экологическими активами и проектами. Как правило, это ценные бумаги с фиксированным доходом. В настоящее время существуют следующие разновидности данных облигаций¹⁶⁰:

- облигации, эмитентами которых являются государственные/муниципальные или международные финансовые организации (эти ценные бумаги имеют рейтинг эмитента; носитель риска - эмитент);

- корпоративные облигации с общим обязательством, выпускаемые для финансирования собственных «зеленых» проектов, корпорация-эмитент гарантирует выплату по облигациям своим балансом (такие облигации имеют рейтинг эмитента; носитель риска - эмитент);

¹⁶⁰ Составлено автором на основе [121].

- проектные облигации, по которым выплаты обеспечены активами инфраструктурного проекта, а также банками и субнациональными властями, если они предоставляют гарантии (эмитентами указанных облигаций выступают субнациональные органы публичной власти, корпорации, банки; носитель риска - эмитент);
- доходные облигации (облигации, обеспеченные поступлением доходов), выплаты по ним осуществляются за счет реализации товаров и услуг, производимых в результате выполнения проекта (эмитентом являются субнациональные органы публичной власти, а также корпорации, банки; носитель риска - инвестор);
- секьюритизированные облигации (Bond Securitization) - это облигации, долговые обязательства по которым обеспечены конкретными активами (их эмитентами являются корпорации, риски несет инвестор), или проектами (бонды с покрытием, их эмитентами выступают банки и специальные кредитные организации, риски несет эмитент).

Среди финансовых инструментов особо выделим «зеленые» облигации, которые различаются по эмитентам, механизмам формирования (например, прямая эмиссия - это обычные бонды с общим обязательством, имеющие целевое назначение; проектные бонды, имеющие фиксированный доход и предназначенные для финансирования инфраструктурных проектов; доходные бонды, выплаты по которым производятся за счет результатов проекта; секьюритизированные облигации, которые либо обеспечены изъятым из баланса пулом активов /asset-backed securities, ABS/, либо необособленными активами, сохраняющимися на балансе эмитента); носителям риска (эмитент, инвестор).

В 2019 году «зеленые» облигации были выпущены эмитентами из более чем 50 стран, а также международными правительственными организациями (в частности, Всемирным банком и Европейским инвестиционным банком ЕС [330]). О динамике объема эмиссии «зеленых» облигаций можно сделать выводы, исходя из *схемы 58* [363].

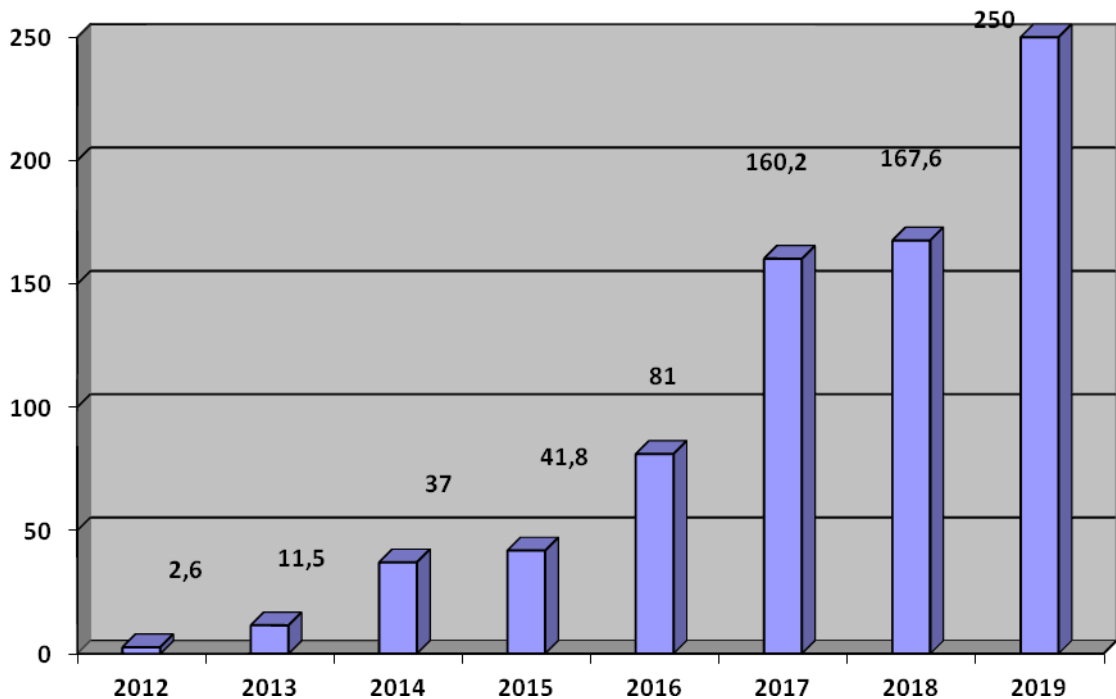


Схема 58
Объем эмиссии «зеленых» облигаций, млрд долл. США

Из приведенной на схеме диаграммы следует, что если в 2012 году объем эмиссии «зеленых» облигаций составлял \$2,6 млрд, то уже, по предварительным данным СВИ, в 2019 году - \$250 млрд, то есть увеличение почти в 100 раз. По расчетам экспертов, суммарно за 2007-2019 гг. было размещено «зеленых» облигаций на сумму \$771 млрд; в настоящее время в обращении (с учетом погашения) находится «зеленых» облигаций на сумму \$500-600 млрд (по более широкой оценке - \$1,5 трлн). Тем не менее, если анализировать рынок «зеленых» облигаций применительно к рынку всех облигаций, то он составляет 0,6-1,3%, хотя темпы его роста достаточно высокие. Среди стран-лидеров по выпуску «зеленых» облигаций США, Китай, Франция. Отнесение выпущенных облигаций к «зеленым» происходит в соответствии со стандартами: «Принципы "зеленых" облигаций (Green Bond Principles, GBP) Между-

народной ассоциации рынков капитала (ICMA)»; «Стандарт "зеленых" облигаций (Climate Bond Initiative, CBI)»¹⁶¹.

Зарубежный опыт показывает, что пенсионные фонды активно подключились к принципам PRI. Так, одним из крупнейших покупателей «зеленых» облигаций на рынках Европы и США является CalSTRs - Калифорнийский государственный пенсионный фонд учителей [417]. В качестве примеров можно привести и участие крупнейших датских пенсионных фондов в ESG-инвестициях: 16 из них включили положения Парижского соглашения о климате в свою инвестиционную политику, перестали вкладывать пенсионные средства в активы компаний, оказывающих негативное воздействие на окружающую среду, и увеличили вложения в те компании, которые развивают «зеленые» технологии. Среди основных направлений социально ответственного инвестирования пенсионных средств фондами были выделены: климатическая политика, «зеленая» энергетика.

Формы участия фондов в социально ответственном инвестировании сводятся к следующим: отказ (он получил название «элиминация») от инвестиций в компании, например, приносящие очевидный вред окружающей среде, в частности, нефтяные компании¹⁶² (элиминация может быть и по другим основаниям: из-за вида деятельности компании, например, торговля оружием, производство табака, применение каких-то нежелательных действий, например, тестирование на животных, негативные бизнес-практики и пр.), и работа с теми компаниями (или финансовыми инструментами, например, государственными облигациями устойчивого развития¹⁶³), чья деятельность отвечает принципам ответственного инвестирования (например, занимается развитием

¹⁶¹ Согласно CBI, для отнесения облигации к разряду «зеленых» облигаций требуется, чтобы были проанализированы: 1) направление использования поступлений от размещения «зеленых» бондов, 2) процесс оценки и выбора проекта, 3) управление средствами эмиссии, 4) отчетность [412].

¹⁶² Так, в сентябре 2019 года один из крупнейших датских пенсионных фондов «MP Pension» отказался от инвестиций в ценные бумаги 10 крупнейших нефтяных компаний [218].

¹⁶³ Так, в марте 2019 года Правительством земли Северный Рейн-Вестфалия (North Rhine-Westphalia) были выпущены государственные облигации устойчивого развития (sustainability bonds), в объеме €2,25 млрд, часть которых была куплена датской УК, управляющей активами пенсионных фондов Sampension (на сумму €12 млн) [227].

«зеленой» энергетики¹⁶⁴). В ближайшие 10 лет доля инвестирования пенсионных средств пенсионных фондов в «зеленую» энергетику и «зеленые» финансы может достигнуть \$52 млрд. Причем данные вложения планируется сделать в инфраструктуру возобновляемой энергетики (прямые инвестиции), а также на приобретение «зеленых» облигаций. Как правило, «зеленые» облигации имеют высокий рейтинг и относительно низкую доходность («в настоящее время на рынках доходность «зеленых» облигаций со средней дюрацией 5 лет находится в интервале от 1,6 до 1,86%» [239]).

Как отмечалось, на государственном уровне в ряде стран выработана стратегия, поощряющая развитие социально ответственного инвестирования, в том числе и для пенсионных фондов: формирование соответствующей инфраструктуры финансового рынка (например, создание инвестиционного климатического фонда акций, как в Великобритании), принятие комплекса мер пруденциального характера (например, изменение методики расчета коэффициента достаточности капитала на основе весовых коэффициентов риска, включая учет риска климатических изменений; корректировка методики расчета объема высококачественных ликвидных активов на базе ESG-факторов; разработка стресс-тестов для финансовых институтов на основе возможных сценариев глобальных климатических изменений) и др. [155]. Причем спрос во всем мире на инвестиции, учитывающие ESG-факторы, в частности, на «зеленые» облигации намного превышает предложение [226].

Применительно к пенсионным фондам можно утверждать об их многофункциональном назначении как акторов социально ответственного инвестирования. Несмотря на то, что пенсионные фонды в большинстве стран мира являются коммерческими организациями, они имеют социальную направленность. Их основная задача - пенсионное обеспечение граждан. Поэтому разрабатывая инвестиционную политику, каждый Фонд, так или иначе,

¹⁶⁴ PenSam и PKA - одни из крупнейших пенсионных фондов Дании инвестировали около €100 млн в проект строительства ветряной электростанции El Campro, расположенной в округе Нокс в штате Теннеси (США) [227].

рассчитывает получить позитивный эффект в целях выполнения пенсионных обязательств перед вкладчиками/участниками Фонда, правопреемниками. Цель НПФ - инвестирование в надежные и по возможности доходные финансовые инструменты для обеспечения материальной обеспеченности будущих пенсионеров. Пенсионные фонды и их УК выступают как институциональные инвесторы. Инвестиционная декларация Фонда может быть дополнена с учетом ESG-факторов. НПФ может потребовать от УК, с которой у НПФ заключен договор доверительного управления, отчитываться перед Фондом о применении ESG-факторов при инвестировании/размещении пенсионных средств. Выбирая контрагентов, в том числе инвестируя пенсионные средства в ценные бумаги компаний, Фонд имеет возможность ориентироваться на те, которые присоединились к PRI или используют принципы SRI.

Присоединение к принципам ESG-инвестирования дает возможность пенсионным фондам закрепить за собой статус социально ориентированного инвестора, что отвечает запросам общества, требованиям клиентов Фонда, участников пенсионного плана, и что в условиях дальнейшего роста популярности и широкого распространения принципов ответственного инвестирования обеспечит существенные преимущества этим фондам в долгосрочной перспективе. Участие в социально ответственном инвестировании позволяет диверсифицировать инвестиционный портфель фондов. Кроме того, сроки погашения, например, «зеленых» бондов, ориентированы на долгосрочный период (более 10 лет), что сопоставимо с долгосрочностью формирования пенсии и выполнения пенсионных обязательств.

В ряде стран (например, во Франции, США и др.) введены требования по раскрытию пенсионными фондами информации об их участии в социально ответственном инвестировании. Существует и личная мотивация присоединения к социально ответственному инвестированию со стороны учредителей, акционеров, руководителей фондов, а также требования госрегулятора, включающего в отчетность данное инвестирование. Но при этом нельзя не

видеть и конфликта интересов: с одной стороны, необходимость зарабатывать финансовые средства для своих клиентов, а с другой стороны, участвовать в социально ответственном инвестировании, что не всегда результативно с точки зрения финансовой составляющей. Поэтому требуется нахождение компромисса.

Подводя итоги анализа практики социально ответственного инвестирования пенсионных средств зарубежными фондами, можно выделить следующие формы их участия в данном инвестировании:

- принятие инвестиционной политики, построенной с учетом ESG-факторов; анализ объектов инвестиций на предмет их согласования с ESG-факторами¹⁶⁵; учет ESG-факторов в качестве тех, которые могут оказать влияние на показатели «риск/доходность» инвестиций; применение тематических инвестиций (инвестиций для решения определенных экологических или социальных проблем);
- использование принципов ESG для оценки качества управления в Фонде;
- применение скрининга для поиска компаний, которые учитывают принципы ESG в их деятельности; поддержка своей инвестиционной стратегией данных компаний, которая может выражаться как в прямых инвестициях в те или иные проекты указанных компаний, так и в приобретении облигаций, эмитентами которых выступают указанные компании; исключение объектов для инвестиций, не соответствующих ESG;
- принятие во внимание критериев ESG для оценки качества управления и финансовой устойчивости при выборе контрагентов Фонда, включая УК (в частности, организация контроля за инвестированием пенсионных средств на основе принципов социально ответственного инвестирования);

¹⁶⁵ Интересен пример с нидерландским пенсионным фондом государственных служащих ABP, который не только наращивает объем инвестиций в проекты и активы, направленные на достижение целей устойчивого развития, но и производит оценку выбросов углекислого газа, вырабатываемых активами, находящимися в инвестиционном портфеле фонда [228].

- в тех случаях, когда Фонд является акционером (участником) или инвестором, он может использовать свои корпоративные права акционера (участника)/инвестора в целях содействия развитию социально ответственного инвестирования.

Что касается Российской Федерации, то с учетом международных инициатив в области устойчивого развития и «зеленых» финансов здесь сформирована правовая основа социально ответственного инвестирования. В частности, закреплена добровольность участия организаций в формировании нефинансовой отчетности в области охраны окружающей среды [42]; разработан Национальный стандарт в области социальной ответственности [66]; Банком России сформулированы принципы ответственного инвестирования [44]; введены меры стимулирования в сфере охраны окружающей среды [26]; официально утверждены Правила предоставления субсидий из федерального бюджета на возмещение затрат организациям по выплате купонного дохода по облигациям, непосредственно выпущенным в целях финансирования инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий [37]; утвержден Национальный проект «Экология», главными целями которого являются эффективное обращение с отходами, кардинальное снижение уровня загрязнения атмосферного воздуха [28]; принята Доктрина энергетической безопасности Российской Федерации [32]; рейтинговым агентством «Эксперт РА» утверждена методология разработки заключения о соответствии облигаций принципам «зеленых» облигаций; на Московской Бирже создан Сектор устойчивого развития, введен «Индекс Мосбиржи-РСПП Вектор устойчивого развития, полной доходности»; Россия приняла на себя обязательства по выполнению Парижского соглашения по климату [35]; вступило в силу Положение Банка России «О стандартах эмиссии ценных бумаг», в котором отдельные главы посвящены особенностям эмиссии облигаций (среди них «зеленые», «социальные», «инфраструктурные» облигаций) с целевым использованием денежных средств, полученных от их размещения [47], и пр.

Так, среди принципов социально ответственного инвестирования, сформулированных Банком России, следующие: выстраивание инвесторами инвестиционной стратегии, нацеленной не только на сохранение и увеличение доходности от инвестиций, но и учитывающей их влияние на факторы устойчивого развития; реализация инвестором (в сотрудничестве с другими инвесторами) корпоративных прав в отношении эмитента эмиссионных ценных бумаг, являющихся объектом инвестиций, в целях содействия его устойчивому развитию; учет факторов устойчивого развития при выборе доверительного управляющего [44]. Следование данным принципам для институциональных инвесторов - добровольное.

В настоящее время определились субъекты социально ответственного инвестирования, в их числе и участники финансового рынка, в частности, банки (например, Внешэкономбанк еще в 2013 году присоединился к Финансовой инициативе Программы ООН по окружающей среде [138]; Банк «Центр-инвест» формирует свой «зеленый» кредитный портфель с 2005 года, кредитует проекты малого бизнеса в сфере энергоэффективности в России [229]); управляющие компании (например, УК «Альфа-Капитал» предложила ESG-стратегию доверительного управления «Альфа Зеленые инвестиции») ¹⁶⁶; Московская Биржа, присоединившаяся к глобальной инициативе «Биржи за устойчивое развитие» (Sustainable Stock Exchanges, SSE) ¹⁶⁷ и создавшая Сектор устойчивого развития для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых инициатив ¹⁶⁸. Первые

¹⁶⁶ Эта стратегия предполагает выбор с помощью иностранных фондов (ETF) акций компаний, лидирующих по рейтингам Environmental, Social and Governance (ESG), а также компаний, оказывающих своей деятельностью прямое позитивное воздействие на окружающий мир [230].

¹⁶⁷ Объединяет 85 бирж из разных стран мира.

¹⁶⁸ Данный сектор включает три самостоятельных сегмента: «зеленые» облигации, «социальные» облигации и национальные проекты. Включение в сегмент «зеленых» или «социальных» облигаций предполагает, что выпуск ценной бумаги или российский/иностраный эмитент ее выпустивший, или инвестиционный проект соответствуют принципам в области «зеленого» или «социального» инвестирования, принятых Международной ассоциацией рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA) либо Международной некоммерческой организацией «Инициатива климатических облигаций» (Climate Bonds Initiative, CBI), а также при наличии независимой внешней оценки, подтверждающей соблюдение указанных принципов [213].

«зеленые» облигации были размещены на Московской Бирже в декабре 2018 года компанией «Ресурсосбережение ХМАО - Югра»¹⁶⁹. Получила распространение и форма использования российских акций иностранными компаниями в целях устойчивого развития¹⁷⁰.

В *таблице 70* представлен перечень ценных бумаг, включенных Московской Биржей в Сектор Устойчивого Развития [213].

Таблица 70
Перечень ценных бумаг на 01.06.2020, включенных на Московской Бирже в Сектор Устойчивого Развития

Эмитент	Краткое наименование инструмента	ISIN	Сегмент сектора	Объем выпуска, шт.	Текущий номинал	Ставка текуще-го/последнего купона	Дата размещения/начала торгов	Дата погашения	Статус эмиссии	Уровень листинга	Соответствие стандартам /нац. проектам
ПАО КБ «Центр-инвест»	ЦентрИБ1 Р6	RU000A1011P5	Зеленые	250000	1000	8%	15.11.2019	13.11.2020	В обращении	3	ISMA /СВИ
ФПК «Гарант-Инвест»	ГарИИнв1 Р06	RU000A1016U4	Зеленые	500000	1000	11,5 %	17.12.2019	13.12.2022	В обращении	3	ISMA /СВИ
ООО «СФО РуСол 1»	РуСол КлА	RU000A101DA6	Зеленые	4700000	1000	9,51 6%	12.02.2020	15.02.2031	В обращении	3	ISMA /СВИ
ООО «СФО РуСол 1»	РуСол КлБ	RU000A101DB4	Зеленые	900000	1000	13,5 16%	12.02.2020	15.02.2031	В обращении	3	ISMA /СВИ

¹⁶⁹ Выпуск облигаций серии 01 в количестве 1,1 млн штук общей номинальной стоимостью 1,1 млрд рублей. Цель - финансирование концессионного проекта строительства и эксплуатации в Нефтеюганском районе комплексного межмуниципального полигона для размещения, обезвреживания и обработки твердых коммунальных отходов для городов Нефтеюганска и Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО - Югра.

¹⁷⁰ Например, шведский фонд Alfred Berg Ryssland, находящийся под консультированием российской компании ТКБ Инвестмент Партнерс, в 2019 году использовал фонд российских акций на основе стратегии применения ESG-фильтра.

ООО «СФО РуСол 1»	РуСол КЛВ	RU00 0A10 1D9	Зеленые	100000	1000	16,0 16%	12.02. 2020	15.02. 2031	В обращении	3	ICMA /CBI
-------------------	-----------	---------------	---------	--------	------	-------------	-------------	-------------	-------------	---	-----------

На 24.04.2020 реестр «зеленых» облигаций следующий (таблица 71 [338]):

Таблица 71
Реестр «зеленых» облигаций на 24.04.2020

№	Эмитент	Отрасль, регион	Выпуск	Тип облигаций	Объем выпуска	Дата и место размещения	Зарубежные реестры и базы данных
1	ООО «Ресурсосбережение ХМАО»	ЖКХ, обращение с отходами Ханты-Мансийский автономный округ-Югра	Серия 01 4-01-00428-R от 22.11.2018	Корпоративные Проектные (Концессионные)	1,1 млрд руб.	19.12.2018 Московская биржа	База данных Environmental Finance Bond Data base База данных ICMA - Green, Social and Sustainability bonds data base
2	RZD CAPITAL PLC, ООО «РЖД»	Железнодорожная транспортная инфраструктура Российская Федерация	RZD CAPITAL PLC 2.2 23/05/27	Еврооблигации	500 млн евро	23.05.2019 Ирландская биржа	База данных ICMA - Green, Social and Sustainability bonds database База данных зеленых облигаций Climate Bonds Initiative
3	ПАО КБ «Центр-Инвест»	Возобновляемые источники энергии, экологичный транспорт Краснодарский край	Серия БО-001P-06 4B0206022 5B001P от 30.10.2019	Корпоративные	250 млн руб.	15.11.2019 Московская биржа	База данных зеленых облигаций Climate Bonds Initiative База данных Environmental Finance Bond Data-base База данных ICMA - Green, Social and Sustainability bonds database
4	АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест»	Коммерческая недвижимость, зеленые технологии г. Москва	Серия 001P-06 4-71794-Н-001P-02E от 23.03.2017	Корпоративные	500 млн руб.	17.12.2019 Московская биржа	База данных Environmental Finance Bond Database

5	ООО «СФО РуСол 1»	Зеленая энергетика, солнечные электростанции Астраханская область	Класс А, 6-01-00514-R от 14.11.2019 Класс Б, 6-02-00514-R от 14.11.2019 Класс В, 6-03-00514-R от 14.11.2019	Структурные	4,7 млрд руб. 900 млн руб. 100 млн руб.	13.02.2020 - 14.02.2020 Московская биржа	База данных зелёных облигаций Climate Bonds Initiative База данных Environmental Finance Bond Database База данных ICMA - Green, Social and Sustainability bonds database
6	RZD CAPITAL PLC, ОАО «РЖД»	Железнодорожная транспортная инфраструктура Российская Федерация	0.84 RZD 20-26 /Z	Еврооблигации	250 млн швейцарских франков	11.03.2020 Швейцарская биржа	База данных зелёных облигаций Climate Bonds Initiative

Как следует из *таблицы 71*, в качестве эмитента «зеленых» облигаций нередко выступает ОАО «РЖД», инвестиционная политика которого направлена на вложения в так называемый «чистый» транспорт. В качестве иных отраслей вложения «зеленых» инвестиций эмитентами: ЖКХ, обращение с отходами, железнодорожная транспортная инфраструктура, возобновляемые источники энергии, «зеленая» энергетика, экологичный транспорт, коммерческая недвижимость, «зеленые» технологии, солнечные электростанции. Среди типов «зеленых» облигаций: структурные, корпоративные, Еврооблигации, проектные (концессионные). Места размещения этих облигаций: Московская биржа, Ирландская биржа, Швейцарская биржа. По состоянию на 22.04.2020 пять эмитентов разместили 8 выпусков зеленых облигаций на сумму 7,55 млрд руб., 500 млн евро и 250 млн швейцарских франков. Вообще же потенциальная емкость рынка «зеленых» облигаций в России оценивается представителями Банка России в 1-1,5 трлн рублей [94, с.181].

Наряду с перечисленными выше эмиссиями «зеленых» облигаций следует выделить немаркированные, но по сути «зеленые» облигации. В частности, к ним относят выпуски концессионных облигаций в рамках концессионных

проектов в сферах управления отходами, коммунальной, транспортной и иных сферах, о которых говорилось в предыдущих частях диссертационного исследования¹⁷¹.

Выделяя специфические черты «зеленых» и социальных облигаций следует отметить их целевой характер, а применение международных стандартов социально ответственного и «зеленого» инвестирования (хотя присоединение к этим стандартам носит добровольный характер) позволяет верифицировать выпущенные облигации как «зеленые»/социальные.

Отметим и риски ответственного инвестирования, среди которых нефинансовые (например, политические, административные, правовые и пр.), а также финансовые (в частности, кредитные риски; риски, связанные, с проектным финансированием и пр.) риски.

На примере «зеленых» облигаций укажем на ряд факторов, препятствующих развитию рынка данных облигаций в России:

1) недостаточность финансовых вложений как в «зеленое» инвестирование, так и в развитие «зеленой» экономики в целом. В частности, по оценкам экспертов, для перехода российской экономики к модели «зеленого» развития потребуется долгосрочное инвестирование в размере около €6 млрд ежегодно [164]. Данный объем необходим для реализации прибыльных проектов по модернизации различных отраслей российской промышленности;

2) факторы, ограничивающие круг эмитентов (например, часть «зеленых» облигаций являются по своему виду структурными облигациями, но эмитентами таких облигаций могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации и специализированные финансовые общества);

3) факторы, снижающие интерес инвесторов к данным облигациям (например, инвесторов отпугивает низкая доходность этих облигаций: так,

¹⁷¹ Речь идет о выпусках облигаций семи эмитентами. По своей сути данные облигации соответствуют принципам ESG (размещено 20 выпусков на сумму 48,4 млрд руб.).

доходность облигаций RZD CAPITAL PLC 2.2 23/05/27, выпущенных РЖД, составляет 2,2% годовых);

4) отсутствие четкого понимания содержания «зеленых» финансов, ответственного инвестирования. Так, возникают вопросы: можно ли считать, например, социально ответственным инвестором компанию, занимающуюся инвестированием в добычу полезных ископаемых, наносящую вред экологии, но при этом проводящую эффективную социальную политику, инвестируя, в частности, в объекты социальной инфраструктуры? В связи с этим необходимо четкое понимание, что такое социально ответственное инвестирование, «зеленые» инвестиции и «устойчивые» инвестиции;

5) отсутствует единый, полноценный правовой механизм, регулирующий «зеленое» инвестирование;

6) отсутствуют действенные стимулы (например, льготы) для развития ответственного инвестирования;

7) существующие ограничения на объекты инвестирования и структуру инвестиционного портфеля не позволяют российским НПФ и их УК активно участвовать в социально ответственном инвестировании;

8) не разработаны принципы раскрытия информации в связи с социально ответственным инвестированием. Так, ни в одной из форм отчетности НПФ не отражаются «зеленые» инвестиции или объекты социально ответственного инвестирования; имеют место лишь инициативы отдельных фондов или УК, которые выкладывают такого рода информацию на своих сайтах;

9) НПФ и их УК в силу сложившихся форм отчетности, проведения стресс-тестирования и пр. нацелены на инвестирование в краткосрочные финансовые инструменты. ESG- принципы в настоящее время НПФ и их УК применяют, как правило, только для имиджевых целей.

Развитию социально ответственного инвестирования требуется государственная поддержка, которая должна осуществляться по ряду направлений:

1) создание стимулирующих условий для развития данного инвестирования, а именно: формирование необходимой правовой базы, теоретико-методологических основ (концепций, стандартов), «дорожных карт» с поэтапным проведением системы необходимых мероприятий; отчетности; соответствующих государственных структур /либо структур под руководством государства (например, в Китае создан Комитет по развитию рынка «зеленых» облигаций; это может быть государственный фонд поддержки социально ответственного инвестирования и пр.), чьей целью является развитие социально ответственного инвестирования. В настоящее время в Российской Федерации только начинается создание правовых стимулирующих условий для развития социально ответственного инвестирования (например, принято Постановление Правительства России от 30.04.2019 №541, о котором говорилось ранее; разработан Национальный проект «Экология» и пр.). Формируется и теоретико-методологическая база социально ответственного инвестирования (так, Банк России представил Концепцию организации в России методологической системы по развитию «зеленых» финансовых инструментов и проектов ответственного финансирования, подготовленную Экспертным советом по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России [187]). В Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 гг. указано на создание не только методологической, но и верификационной системы по инструментам ответственного инвестирования. В связи с этим на базе НАКДИ сформирована экспертная платформа - Центр компетенций и «зеленой» экспертизы. Банком России разработаны и стандарты эмиссии «зеленых» и социальных облигаций; Минэкономразвития России представил Проект Федерального закона «О публичной нефинансовой отчетности» [267];

2) создание механизмов социально ответственного инвестирования (например, разработка Руководства по «зеленым» облигациям, как это было сделано в Китае; существенным шагом в данном направлении следует счи-

тать принятие Положения Банка России «О стандартах эмиссии ценных бумаг» №706-п, которым закреплены не только цели «зеленых», социальных и инфраструктурных облигаций, но и условия решения об их выпуске); формирование и поддержание в актуальном состоянии перечня проектов социально ответственного инвестирования, обеспечение доступности информации о социально ответственном инвестировании (так, в Положении Банка России от 27.03.2020 №714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» [46] закреплено требование раскрытия информации об условиях целевого использования денежных средств, полученных от размещения «зеленых облигаций»); создание платформ участников данного инвестирования (госструктур, инвесторов, банков развития); осуществление выпусков так называемых «стратегических» облигаций (федеральных, муниципальных); разработка механизмов агрегирования «зеленых» залоговых активов, повышения кредитного качества социальных облигаций через создание системы государственных гарантий, субординированный долг, страхование;

3) во всем мире владельцы и эмитенты облигаций, выпущенных в связи с социально ответственным инвестированием, стремятся получить для них соответствующую маркировку как социальных облигаций / «зеленых облигаций». В этом случае указанные субъекты приобретают целый ряд льгот (например, инвесторы вместо выплат по купонам могут получить налоговые льготы или их купонный доход освобождается от налогов), эмитенты имеют возможность получить прямое субсидирование со стороны государства (например, оно полностью или частично берет на себя выплаты по купонам вместо эмитента). Так, в США налоговыми льготами охвачены 80% муниципальных бондов, они не облагаются налогом на доходы; в Китае «зеленые» облигации также получили налоговые освобождения; налоговые льготы покрывают и дополнительные расходы эмитентов, связанные с необходимостью получения статуса социальных ценных бумаг;

4) система государственных мер по стимулированию роста вложений в социально ответственное инвестирование (создается система мер по стимулированию приобретения социальных облигаций, в частности, пенсионными фондами, например, как в Танзании, путем разрешения иметь в инвестиционном портфеле до 25% его стоимости социальных, в том числе «зеленых» облигаций); во Франции установлено требование указывать в отчетах институциональных инвесторов экологические инвестиции; предоставляются меры по снижению стоимости банковского кредита на покупку социальных облигаций;

5) создание государственной службы сертификации социальных облигаций и формирование независимых инспекций;

6) использование экологических критериев при установлении требований к учету достаточности капитала, например, пенсионных фондов;

7) государство должно устранять все препятствия на пути развития социально ответственного инвестирования, создавая благоприятные условия, как для эмитентов, так и для инвесторов.

Социально ответственное инвестирование, так или иначе, использовалось и используется российскими негосударственными пенсионными фондами и их УК. Хотя результаты такого инвестирования различны. В качестве негативного примера можно привести организацию жилищного строительства и ипотечного кредитования с участием ОАО «Ханты-Мансийский негосударственный пенсионный фонд» (около 63% пенсионных средств были инвестированы на эти цели в течение 2007-2009 гг.; на эти средства построено более 500 тыс. м² жилья в регионе), который первоначально добился в этом направлении значительных успехов. Но в связи с кризисом 2008-2009 годов и в последующие годы девелоперские проекты группы (в которую входили дочерние строительные компании, а также указанный НПФ) балансировали на грани рентабельности. По требованию Банка России Фонд изменил свою инвестиционную политику, после чего был допущен в систему гарантирования

вкладов. Из недавних обнадеживающих примеров социально ответственного инвестирования можно назвать подписание в феврале 2019 года меморандума о сотрудничестве в сфере общественного транспорта в рамках Федерального проекта «Чистый воздух» Сбербанком, Правительством Омской области и ЗАО «Лидер» (активно сотрудничающего с пенсионными фондами и их УК).

В настоящее время социально ответственное инвестирование пенсионных средств в России ограничено целым рядом требований со стороны Банка России, включая и проведение стресс-тестирования, в сценариях которого социальные инвестиции не выделены и не учитываются. Механизм инвестирования в «зеленые» облигации для НПФ не сформирован. Но НПФ могут приобретать ценные бумаги на Московской Бирже в Секторе Устойчивого Развития, а также концессионные ценные бумаги, вложения от которых могут пойти на финансирование проектов социально ответственного инвестирования. Вместе с тем требуется разработка системы мер по развитию данного инвестирования непосредственно для НПФ, что соответствует принципам инвестирования пенсионных средств и направлено, в конечном итоге, на повышение надежности и доходности пенсионных активов, а это, в свою очередь, важно для повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России.

Сформулируем в связи с этим предложения по разработке системы значимых мер:

1. Необходимо формирование разнообразных финансовых инструментов, связанных с социальным инвестированием. Основой таких инструментов могли бы стать различные виды «зеленых» и социальных облигаций, эмитентами которых выступили бы компании, занимающиеся социальными, в том числе экологическими проектами. Но для этого требуется разработка соответствующей нормативной правовой базы, в которой были бы закреплены понятия «социально ответственное инвестирование», «экологический проект», а также зафиксированы механизмы такого инвестирования. В целях со-

здания рынка «зеленого»/социального инвестирования важно реализовать межведомственную координацию (например, путем формирования единого координационного центра) действий, образовать институты оценки рисков и, тем самым, выстроить национальную модель этого инвестирования. Следует предусмотреть и развитие системы государственного экологического заказа.

2. Современная правовая база не устанавливает специальные требования относительно участия пенсионных фондов в социально ответственном инвестировании. В структуре инвестиционного портфеля НПФ не отражаются социально ответственные инвестиции. Не отражены они и в отчетности фондов, не учитываются при проведении стресс-тестирования.

Тем не менее, по своему целевому назначению негосударственные пенсионные фонды выступают в социально ответственном инвестировании в двойном качестве: 1) как институт, чьей основной задачей выступает пенсионное обеспечение, что уже позволяет рассматривать НПФ в качестве субъектов социальной сферы и 2) как институциональные инвесторы, вкладывающие пенсионные средства в социально ответственное инвестирование.

НПФ, инвестируя/размещая пенсионные средства в социальные/«зеленые» инвестиции, в итоге получают возможность бóльшей диверсификации инвестиционного портфеля, что увеличивает его устойчивость и доходность и, тем самым, способствует повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда. Кроме того, фонды обретают возможность вложений в долгосрочные финансовые инструменты (более 60% выпущенных «зеленых»/маркированных и немаркированных/ облигаций имеют срок погашения более 10 лет, около 30% - от 5 до 10 лет, только около 6% - от 3 до 5 лет [82]), что соответствует долгосрочности формирования пенсионных обязательств.

Многие социальные проекты предполагают участие в них государства/муниципальных структур или имеют систему их гарантий, что повышает надежность этих ценных бумаг, и, тем самым, увеличивает сохранность инвестированных в эти проекты пенсионных средств. Участвуя в социальных

проектах, Фонд формирует имидж социально ответственного инвестора, что в условиях повышения значимости «зеленых» и социальных инвестиций увеличивает и привлекательность Фонда для настоящих и потенциальных клиентов. Тем самым, НПФ получают надежный финансовый инструмент, как правило, с гарантированной доходностью, что важно для выполнения Фондом пенсионных обязательств и, соответственно, повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда.

Однако требуется принятие ряда мер по активизации данного участия:

- необходимо внести соответствующие поправки в действующее российское законодательство, учитывающее и стимулирующее участие негосударственных пенсионных фондов в данном инвестировании;

- освободить негосударственные пенсионные фонды (и институциональных инвесторов в целом) от налога на прибыль по «зеленым», социальным или смешанным (сочетающим в себе черты и «зеленого», и социального инвестирования) облигациям в части полученного по ним процентного дохода; применить нулевую налоговую ставку к доходу от реализации «зеленых» и социальных облигаций;

- пересмотреть структурные ограничения инвестиционного портфеля НПФ и их УК, касающиеся социально ответственных инвестиций. В частности, увеличить долю вложений пенсионных средств в бумаги одного эмитента с 15% до 25%, чья инвестиционная деятельность подпадает под статус социально ответственного инвестирования;

- разработать и принять принципы раскрытия информации НПФ и их УК об объектах социально ответственного инвестирования;

- выделить в отдельную группу социальные и «зеленые» инвестиции и учитывать их в соответствующих разделах отчетности фондов, а также в сценариях стресс-тестирования; учитывать в стресс-сценариях и экологические факторы;

- внести изменения в ст.251 НК РФ, а именно - не учитывать при определении налоговой базы доход от размещения средств пенсионных резервов в социальные/«зеленые» инвестиции;

- выделить отдельный лимит, как на ипотечные ценные бумаги, так и на социальные и «зеленые» облигации с соответствующими рейтингами, исключив их, тем самым, из установленного рискованного лимита в составе средств пенсионных накоплений и предусмотреть для каждого из них отдельный лимит;

- инвестиционная политика фондов, как и их инвестиционная декларация, должны включать принципы социально ответственного инвестирования; элиминация, как и ESG-скрининг должны быть включены в процессы управления пенсионными активами;

- СРО с участием НПФ должны формировать кейсы лучших практик фондов по социально ответственному инвестированию;

- информация о социальном инвестировании пенсионных средств должна быть размещена на сайтах НПФ и их УК.

3. На уровне Банка России должна быть разработана «дорожная карта» по формированию рынка социальных и «зеленых» инвестиций, включающая соответствующую концепцию и ее официальное утверждение; необходимо создание единого методологического центра в области социально ответственного инвестирования, а также проведение системы мероприятий по развитию инфраструктуры данного рынка. Важно и принятие Кодекса ответственного инвестора, что может быть сделано в СРО. Необходимо выстроить систему стандартизации критериев ESG.

4. Вложения пенсионных средств в «зеленую экономику» (одним из перспективных направлений которой является «зеленая» энергетика) требуют поддержки со стороны государства в виде создания системы государственных гарантий таких вложений.

5. В связи с пандемией коронавируса «COVID-19» целесообразно предусмотреть возможность выпуска социальных облигаций для борьбы с ее последствиями (что уже предусмотрено в заявлении Европейской ассоциации пенсионных фондов /Pensions Europe/ о деятельности пенсионных фондов в период пандемии коронавируса «COVID-19», а также об их роли в преодолении экономических последствий эпидемии [364]). В качестве перспективного направления социально ответственного инвестирования следует предложить инвестиции в медицинские разработки в области борьбы с коронавирусной инфекцией, меры по преодолению социально-экономических последствий пандемии¹⁷².

5.3 Перспективы реформирования отечественной пенсионной системы в ракурсе совершенствования деятельности НПФ и повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

Дискуссии по поводу накопительной пенсии, ведущиеся в связи очередным витком реформирования пенсионной системы, в настоящее время переместились в сторону обсуждения выдвинутой Минфином России и Банком России концепции «Гарантированный пенсионный план» (далее - ГПП), Проект которой был представлен в октябре 2019 года и которая, по планам разработчиков, должна быть введена в России с 2021 года. ГПП фактически сворачивает обязательную накопительную систему, переводя последнюю на принципы добровольности и, тем самым, делая систему ОПС полностью солидарно-распределительной (хотя, по мнению представителей Банка России, ГПП не подменяет собой накопительную пенсионную систему в рамках ОПС, не является ни ее модификацией, ни, тем более, развитием [250]). От-

¹⁷² В настоящее время на рынках разных стран уже осуществлены выпуски облигаций, направленных на преодоление последствий пандемии. Инвестиционный банк стран Северной Европы (Nordic Investment Bank) осуществил выпуск облигаций COVID-19 Response Bond в целях финансирования мер по предотвращению социальных и экономических последствий пандемии коронавируса в странах Северной Европы и Балтии. Средства будут направлены в сферу здравоохранения, в том числе производство медицинского оборудования. Совокупный объем выпуска COVID-19 Response Bond составляет €1 млрд [231].

метим, что до этого Банком России (совместно с Минфином России и Минтрудом России) предлагался механизм индивидуального пенсионного капитала (ИПК), исходящий из добровольно-принудительного принципа его формирования (принцип автоподписки, с правом последующего отказа от участия в программе в течение года), но который после неоднократной критики был отклонен.

В соответствии с Проектом Федерального закона, подготовленном Минфином России (по состоянию на 01.08.2020 не принят) (далее - Проект), «гарантированный пенсионный план» рассматривается как вид пенсионной схемы, которая подразумевает определенный порядок уплаты пенсионных взносов и выплат негосударственных пенсий и (или) иных выплат, особенности отношений между субъектами, реализующими данную схему [260; 266].

Формирование и аккумулирование средств пенсионных резервов ГПП и их дальнейшее размещение представлено на *схеме 59*.

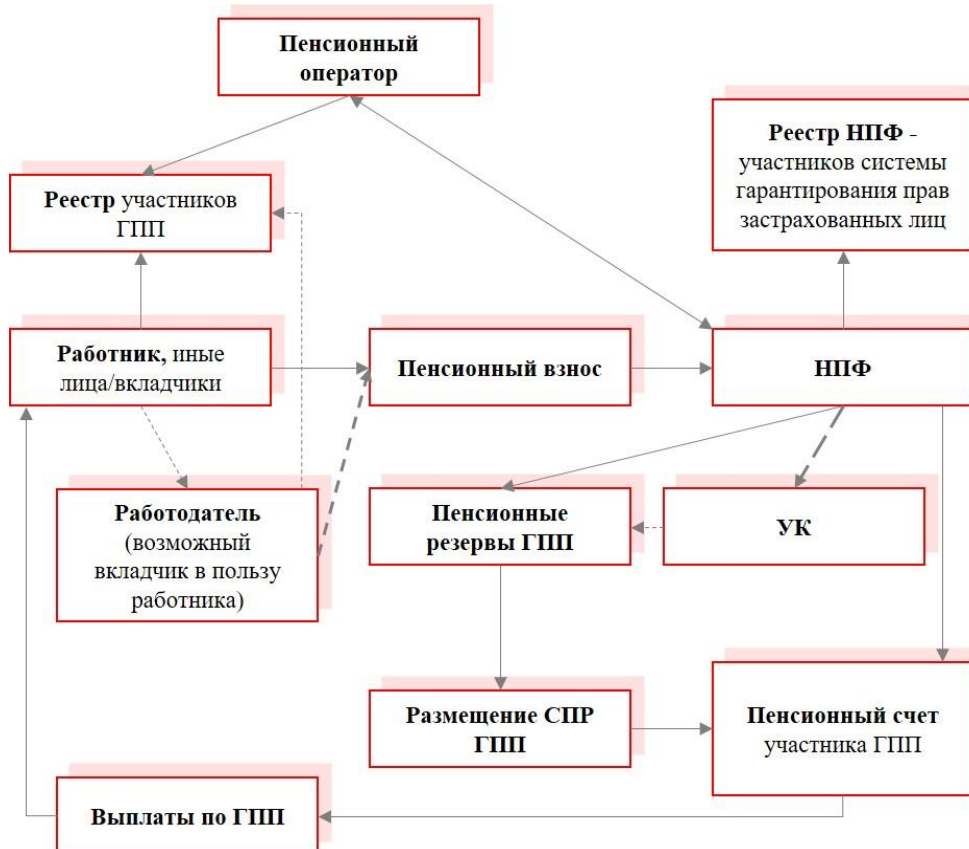


Схема 59

Формирование и аккумулирование средств пенсионных резервов ГПП и их дальнейшее размещение

Работник, он же вкладчик/участник ГПП (внесенный в реестр участников ГПП через пенсионного оператора¹⁷³, с которым НПФ-участник ГПП заключает публичный договор об оказании услуг), а также иные лица (в числе которых может быть и работодатель) уплачивают пенсионные взносы в пользу участника (размер взносов может меняться, а в выплатах может быть сделан перерыв, но не более 5 лет), согласно условиям публичного пенсионного договора (пенсионного договора гарантированного пенсионного плана), заключенного между участником (путем присоединения к пенсионным правилам по ГПП Фонда-участника, что подтверждается уплатой участником пенсионного взноса по ГПП) и НПФ (внесенного в реестр НПФ - участников системы гарантирования прав застрахованных лиц)¹⁷⁴. Работодатель исчисляет, удерживает и перечисляет пенсионные взносы работника в систему ГПП.

НПФ формирует пенсионные резервы ГПП (далее СПР ГПП), отделяя их от прочих СПР, а также открывает пенсионный счет участника ГПП, на котором отражаются средства ГПП участника (пенсионные взносы участника, возможные пенсионные взносы работодателя в пользу участника, результаты размещения СПР ГПП, иные средства, поступающие в качестве пенсионных взносов в систему ГПП и пр.).

Фонд (или его УК) размещает СПР ГПП в разрешенные законодателем объекты. Вместе с тем разработчики Проекта предлагают размещение СПР ГПП не в соответствии с требованиями, предъявляемыми Банком России к СПР, а в соответствии с требованиями по формированию состава и структуры инвестиционного портфеля СПН, согласно ст.24.1 ФЗ «О НПФ».

¹⁷³ Согласно Пояснительной записке к Проекту Федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты по вопросам негосударственного пенсионного обеспечения», «деятельность пенсионного оператора вправе осуществлять лицо, которому присвоен статус центрального депозитария в соответствии с Федеральным законом от 07.12.2011 №414-ФЗ «О центральном депозитарии» [20; 260].

¹⁷⁴ Условия договора определяются Пенсионными правилами по ГПП Фонда. В свою очередь, обязательные условия этого договора устанавливаются Банком России.

При наступлении пенсионных оснований (или иных оснований, например, в случае заболевания из официально установленного перечня заболеваний) Фонд назначает и осуществляет выплаты (выкупную сумму) участнику ГПП. Разработчики ГПП предполагают проводить ежегодную индексацию пенсионных выплат на уровень инфляции за предыдущий год. В рамках гарантий безубыточности накоплений НПФ обязаны не реже одного раза в 5 лет фиксировать размер накопленных средств на пенсионном счете участника ГПП (сумма должна быть не меньше предыдущей, в противном случае НПФ должен компенсировать убытки из собственных средств за счет резерва в гарантированный пенсионный фонд; в случае прекращения деятельности НПФ из-за отзыва лицензии, банкротства вся сумма накопленных взносов в ГПП /за исключением накопленного инвестиционного дохода/ возвращается участнику Агентством по страхованию вкладов, то есть, гарантируется возврат номинала).

Проведенный анализ Проекта позволил сформулировать следующие выводы:

- ГПП изначально позиционируется как новая схема НПО, но ряд характеристик систем ОПС и НПО в нем соединены: с одной стороны, добровольность пенсионных взносов (что характерно для системы НПО), а, с другой стороны, обязательность для Фонда-участника ГПП быть в системе гарантирования прав застрахованных лиц (что существует в системе ОПС); с одной стороны, применяемая терминология «пенсионные резервы ГПП», что свойственно системе НПО, а, с другой стороны, правила инвестирования, характерные для инвестирования СПН. Анализируемый Проект отражает тенденции на сближение систем ОПС и НПО;

- доходность-нетто зависит не только от полученных результатов инвестирования пенсионных средств, но и от выплат вознаграждений и понесенных расходов (например, НПФ, его УК). В настоящем Проекте вводится дополнительный участник - пенсионный оператор, чье вознаграждение и рас-

ходы еще более уменьшат суммы, разнесенные по пенсионным счетам участников ГПП;

- Проект не устанавливает механизмов включения ГПП в уже действующую пенсионную систему (как НПО, так и ОПС), а именно в нем нет ответов на вопросы: приостанавливает ли данная система механизм формирования накопительной пенсии в системе ОПС, если да, то отразится ли это на тарифе страховых взносов, уплачиваемых работодателем в данную систему; означает ли перевод пенсионных накоплений, сформированных в накопительной составляющей ОПС, полное прекращения их формирования в этой системе и вообще существования института накопительных пенсий; как будут соотноситься действующие корпоративные программы НПО (в частности, паритетные программы, которые уже разрабатываются с учетом пенсионных взносов работников) с ГПП;

- Проект не сопровождается расчетами, из него неясно, какое количество граждан России могут и готовы стать участниками формируемой системы; каков размер среднего предполагаемого пенсионного взноса и пр. В условиях продолжающегося снижения жизненного уровня населения, недостаточности стимулов для участия в ГПП сложно прогнозировать устойчивость и положительную динамику развития этой системы;

- в Пояснительной записке к Проекту [260] сказано, что целью ГПП является обеспечение гражданам «возможности формирования за счет личных взносов дополнительных источников финансирования пенсионного дохода в системе НПО при стимулирующей поддержке государства и усилении механизмов защиты и гарантирования пенсионных прав», но работу с физическими лицами как участниками НПО фонды проводили и ранее, а те льготы по налогообложению (социальный вычет), что были зафиксированы в Проекте, участники НПО получали и ранее;

- Проект не обозначил конкретную роль работодателя в формировании пенсионных резервов ГПП работника, кроме процедур исчисления, удержа-

ния и перечисления пенсионных взносов работника по ГПП; Проектом не исключена возможность участия работодателя в формировании пенсионных взносов, но не указан конкретный механизм данного участия. Из возможных мер по стимулированию участия работодателя в ГПП названа следующая: «базу по налогу на прибыль можно будет уменьшить на сумму, рассчитанную в зависимости от перечисленных взносов» [248], предлагается также не облагать НДФЛ сумму, перечисленную работодателем в качестве софинансирования пенсионного взноса работника (при этом вводится и ряд ограничений);

- в Проекте не прописана и роль государства в формировании пенсионных резервов ГПП работника;

- недостаточно в Проекте обозначены и требования к качеству управления пенсионными активами, а сохранность накопленных в ГПП пенсионных взносов гарантируется на уровне их номинала.

Введение ГПП приведет к формированию новой модели пенсионной системы ОПС, в которой роль накопительного компонента минимизирована (в перспективе сведена к нулю), а сама система носит солидарно-распределительный характер.

В связи изложенным предложим модели включения ГПП в действующую систему НПО:

1) без софинансирования пенсионных взносов работника/участника ГПП со стороны работодателя и государства, то есть ГПП означает развитие индивидуального пенсионного инвестирования (индивидуальных пенсионных планов). В данном случае необходимо максимально дифференцировать пенсионные схемы и инвестиционные стратегии применительно к индивидуальным предпочтениям и характеристикам клиента Фонда - участника ГПП (по аналогии с индивидуальными пенсионными планами);

2) участием работодателя в финансировании пенсионных взносов (например, включение ГПП в корпоративные программы с совместным финанси-

ванием последних со стороны работника и работодателя /например, паритетным/);

3) участием работодателя, государства и работника в формировании пенсионных взносов (создание специальных программ с государственным участием /возможно, по аналогии с программой софинансирования/ в рамках ГПП).

Рассмотрим *модель участия работника (без работодателя) в ГПП* (по аналогии с индивидуальными пенсионными планами, с той лишь разницей, что в системе ГПП они инвестируются как СПН и гарантируются в АСВ). Данная модель требует не публичного (как указано в Проекте), а индивидуального пенсионного договора ГПП работника/участника, с одной стороны, и НПФ, с другой стороны. Для повышения эффективности индивидуальных пенсионных планов ГПП (а именно сохранности и доходности вложенных участником средств) предлагается их максимальное дифференцирование, в частности: по предлагаемым схемам вложения средств; типам инвестиционных портфелей; типам индивидуальных пенсионных планов ГПП. Так, уже сейчас фонды предлагают ряд пенсионных схем (*Приложение 28*), что дает возможность повысить эффективность управления пенсионными средствами вкладчика/участника.

Например, в АО «НПФ «Алмазная осень» используется 13 видов схем, из которых 9 схем - схемы с установленными взносами и 4 схемы - схемы с установленными выплатами. Перечисленные схемы используются не только для индивидуальных вкладчиков/участников, но и для коллективных программ в НПО. Данные схемы предполагают заключение договоров как в пользу одного, так и неограниченного числа участников (в корпоративных пенсионных программах). С введением паритетной негосударственной пенсии ряд схем разработан применительно к этой форме корпоративной пенсионной программы (схема с установленными размерами долевых/или корпоративных взносов). Одна часть предложенных схем относится к страховым

схемам, другая часть - к сберегательно-страховым, а третья часть - к сберегательным схемам. Разные пенсионные схемы предполагают и разные сроки пенсионных выплат: пожизненно, в течение ряда лет, но не более 5 лет; некоторые схемы включают индексацию назначенной пенсии (что соответствует и ГПП). Вариативные предложения пенсионных схем Фондом позволяют вкладчику/участнику выбрать для себя оптимальную.

Риски инвестирования пенсионных средств детерминированы, как отмечалось ранее, рядом факторов, применительно к индивидуальному инвестированию указанные риски зависят от стоимости инвестиционного портфеля, размера страхового резерва/резерва для ГПП, длительности накопительного периода, что корреспондирует с возрастом участника ГПП. В ряде зарубежных фондов уже давно введена практика самостоятельного выбора клиентом Фонда типа инвестиционного портфеля по степени риска (или предложения со стороны Фонда инвестиционной стратегии в зависимости от степени риска, корреспондирующего с возрастом клиента Фонда). В частности, половозрастным группам можно сопоставить разные по риску типы инвестиционных портфелей, например, в соответствии с индексами активов пенсионных накоплений Московской Биржи (*таблица 72*):

Таблица 72

Тип индекса в сопоставлении с половозрастной группой /периодом накопления

Тип индекса	Возрастная группа /период накопления	
	(мужчины)*	(женщины)**
Агрессивный индекс RUPAI (40% акций; 40% ОФЗ; 40% облигаций)	18-30 /30 и более лет	18-25 /30 и более лет
Сбалансированный индекс RUPMI (70% облигаций; 10% акций; 20% ОФЗ)	30-40 /от 20 до 30 лет	25-35 /от 20 до 30 лет
Консервативный индекс RUPCI (85% облигаций; 15% ОФЗ)	50-60 /10 и менее лет	35-55 /менее 10 лет

* при выходе на пенсию в 60 лет

** при выходе на пенсию в 55 лет

Таблица 72 раскрывает механизм возможной дифференциации риск-профилей инвестиционных портфелей с учетом половозрастных групп. Пе-

риод накопления соотносится с датой ожидаемого выхода на пенсию клиента Фонда. Поскольку период инвестирования для молодых возрастных групп дольше, постольку и в случае возможных потерь у них есть более длительный период для компенсации этих потерь. Наличие нескольких инвестиционных портфелей у НПФ дает возможность реализовать идею половозрастных моделей. К этому следует добавить, что в случае активного управления своим инвестиционным портфелем клиент Фонда может самостоятельно выбрать один из инвестиционных портфелей. За основу классификации половозрастных инвестиционных портфелей может быть положен критерий соотношения акций, облигаций и ОФЗ (по аналогии с индексами активов пенсионных накоплений Московской Биржи).

Так, *консервативный портфель* (доходность на уровне инфляции) может состоять из следующих активов: соотношение акций и облигаций 25/75 (возможно 30/70); ОФЗ и муниципальные облигации - 10%; российские акции - 10%; российские корпоративные облигации - 65%; акции развивающихся рынков - 15% [263];

- *сбалансированный портфель* (определенная премия над инфляцией): соотношение акций/облигаций 45/55 (возможно 50/50); российские корпоративные облигации - 45%; российские акции - 30%; акции развивающихся рынков - 15%; облигации развивающихся рынков - 10%;

- *агрессивный портфель* (предполагает максимальный горизонт инвестирования - от 10 лет и более): соотношение акций и облигаций 65/35 (возможно 70/30), российские акции - 50%; акции развивающихся рынков - 15%; российские корпоративные облигации - 20%; облигации развивающихся рынков - 15%.

Доходность (рассчитанная по периоду 2005-2020 гг.): по консервативному портфелю составляет 10,7% (при волатильности 9,4%, реальной среднегодовой доходности - 0,3%); по сбалансированному портфелю - 14,6% (при волатильности - 17,4%, реальной среднегодовой доходности - 4,2%); по агрессив-

ному портфелю - 18,4% (при волатильности - 10,4%; реальной среднегодовой доходности - 8,0%) [263]. В качестве бенчмарка использовались соответствующие индексы, в частности, ММВБ.

Среднегодовая доходность инвестиционной стратегии на разных возрастных интервалах представлена на *схеме 60*; исходные условия: мужчина, начало периода накопления - возраст 25 лет, продолжительность периода накопления 35 лет; 25-45 лет - агрессивный портфель (доходность 18,4%); 45-55 лет - сбалансированный портфель (доходность 14,6%); 55-60 лет - консервативный портфель (доходность 10,7%). Средняя доходность за период накопления - 14,6%. Из *схемы 60* видно, что инвестиционный портфель, скорректированный на разные возрастные периоды, дает доходность выше консервативного и сбалансированного портфелей.

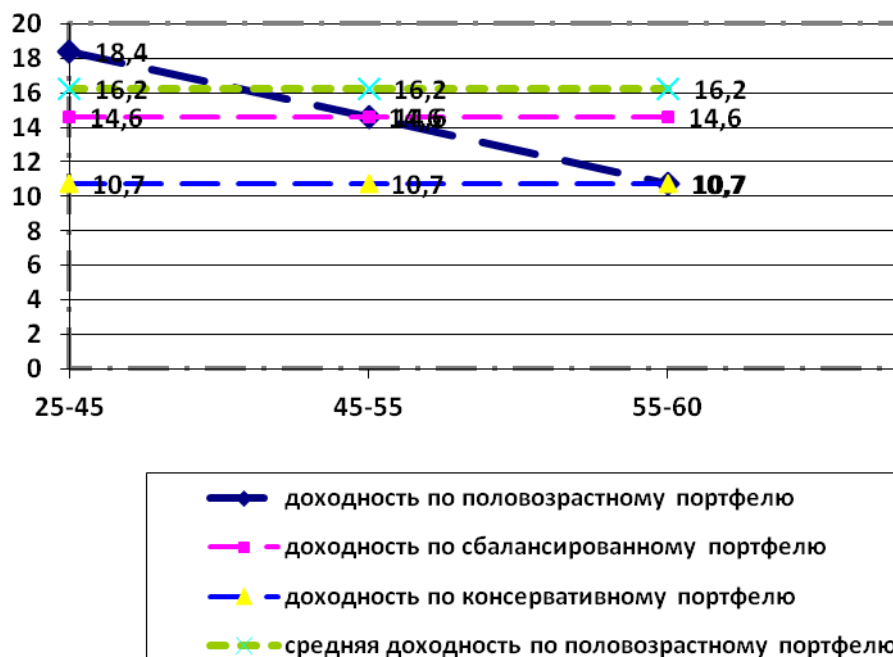


Схема 60
Доходность инвестиционных портфелей при разных типах инвестиционных стратегий

По аналогии с управлением инвестиционным портфелем BNP Paribas Management возможна дальнейшая дифференциация портфелей в рамках одной возрастной группы [123, с.136]. В ряде стран для расчета доли рискованных финансовых инструментов в инвестиционных портфелях, дифференцированных по возрастам, применяется формула: 100 минус возраст вкладчика.

Для учета потребностей клиентов ГПП пенсионные фонды должны предложить им на выбор разные типы индивидуальных пенсионных планов (ИПП), которые при определенных сроках инвестирования и в зависимости от типа инвестиционного портфеля предполагают разную доходность. На примере АО «НПФ «Сафмар» сравним предполагаемую доходность по нескольким ИПП (таблица 73):

Таблица 73
Индивидуальные пенсионные планы с расчетом доходности
(на примере АО «НПФ «Сафмар»)

Название ИПП	Первоначальный взнос / последующие взносы	Периодичность и срок внесения взносов	Инвестиционная стратегия	Прогнозируемая доходность / гарантированная доходность; вознаграждение за услуги по ведению пенсионных счетов	Схема выплат пенсий
«Легкий старт»*	Не менее 2 тыс. руб./ не менее 500 руб. в месяц	Ежемесячно / не менее 5 лет	Базовая	7-9% годовых /гарантированная доходность отсутствует; вознаграждение за услуги по ведению пенсионных счетов 0%	Пожизненная, на срок от 1 года или до исчерпания средств
«Пенсия Плюс»** (со страхованием жизни и здоровья до 2 млн руб.)	Не менее 5 тыс. руб. / не менее 5 тыс. руб. в месяц	Ежемесячно, ежеквартально, раз в полгода, раз в год / не менее 5 лет	Гарантированная доходность: вложения в инструменты с фиксированной доходностью не менее 90%	6-10% /гарантированная доходность 4%; вознаграждение за услуги по ведению пенсионных счетов 3% от суммы пенсионного взноса	Пожизненная, на срок от 1 года или до исчерпания средств

«Европейский стандарт»***	Не менее 5 тыс. руб. / не менее 3 тыс. руб. в месяц	Ежемесячно / не менее 5 лет	Сбалансированная (инструменты с фиксированной доходностью не менее 90%). Вкладчик может изменить инвестиционную стратегию на другую инвестиционную стратегию, утвержденную в Фонде, если сумма пенсионных взносов, отраженных на пенсионном счете, составляет 250 тыс. руб. и более	8% годовых / минимальная гарантируемая доходность 0%; за услуги по ведению пенсионных счетов 0% от суммы пенсионного взноса	Пожизненная, на срок от 1 года или до исчерпания средств
«Премиальный статус» (со страхованием жизни и здоровья до 2 млн руб.)****	Не менее 250 тыс. руб. / не менее 50 тыс. руб. в месяц	Произвольная / не менее 1 года	4 инвестиционных стратегии по выбору вкладчика: базовая, сбалансированная, валютная, с гарантированной доходностью	До 20% (в зависимости от выбранной стратегии) / гарантированная доходность до 4%; вознаграждение за услуги по ведению пенсионных счетов 0% от суммы пенсионного взноса	Пожизненная, на срок от 1 года или до исчерпания средств

* Расчет ИПП: мужчина, возраст 45 лет, первоначальный взнос 10 тыс. руб., ежемесячный взнос 2 тыс. руб., срок внесения пенсионных взносов - 15 лет; пенсионные накопления составят - 896679 руб.; 14944 руб./мес. (выплаты в течение 5 лет ежемесячно)

** Расчет ИПП: мужчина, возраст 45 лет; первоначальный взнос 10 тыс. руб., ежемесячный взнос 5 тыс. руб., срок внесения взносов - 10 лет; пенсионные накопления 1866848 руб.; 31114 руб./мес. (в течение 5 лет ежемесячно); страхование жизни в размере 350000 руб.

*** Расчет ИПП: мужчина, возраст 45 лет; первоначальный взнос 10 тыс. руб., ежемесячный взнос 3 тыс. руб., срок внесения взносов 15 лет; пенсионные накопления 1207002.; 20116 руб./мес. (в течение 5 лет ежемесячно)

**** Расчет ИПП: мужчина, возраст 45 лет; первоначальный взнос 250 тыс. руб., ежемесячный взнос 50 тыс. руб., срок внесения взносов 15 лет; инвестиционная стратегия «базовая» - 966707 руб.; инвестиционная стратегия «сбалансированная» - 832241 руб.; инвестиционная стратегия «валютная» - 2748599 руб.; стратегия «гарантия дохода» - 1122758 руб.; страхование жизни в размере 1 млн руб.

Инвестиционные стратегии, используемые в данном НПФ применительно к ИПП, представлены в *таблице 74*.

Таблица 74
Типы используемых инвестиционных стратегий

Тип стратегии	Структура инвестиционного портфеля	Уровень риска	Прогнозируемая доходность
Сбалансированная	Инструменты с фиксированной доходностью 90%; акции 10%	2	6-8%; минимальная гарантированная доходность не установлена
Базовая	Инструменты с фиксированной доходностью (облигации, депозиты) 80%; Акции 20%	3	7-9%; минимальная гарантированная доходность не установлена
Валютная (защита от девальвации)	Валюта и валютные инструменты с фиксированной доходностью (облигации, депозиты) 100%	3	3-20%; минимальная гарантированная доходность не установлена. Возможен отрицательный инвестиционный результат
Гарантия дохода	Инструменты с фиксированной доходностью 100%	1	6-10%; минимальная гарантированная доходность утверждается на Совете директоров Фонда в первом квартале на текущий финансовый год. Если в течение года ключевая ставка Банка России значительно снижается, Фонд имеет право пересмотреть размер установленной гарантированной доходности.

Таким образом, перечисленные инвестиционные стратегии аналогичны либо сбалансированному индексу RUPMI, либо консервативному индексу RUPCI. Причем некоторые фонды (например, АО «НПФ ВТБ Пенсионный фонд») предлагают в качестве консервативного портфеля для своих клиентов инвестиционный портфель, состоящий из депозитов надежных банков, защищенный от рыночных рисков.

В настоящее время разные типы ИПП представляют такие НПФ, как АО «НПФ Сбербанк», АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления», АО «НПФ «Алмазная осень», АО «НПФ ВТБ Пенсионный фонд» и др. ИПП в них различаются по размеру минимального первого взноса (например, в АО «НПФ «Будущее» такой взнос составляет 1 тыс. руб.; в АО «НПФ «Сафмар» - 2 тыс. руб., в АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления» - 10 тыс. руб.; в АО «НПФ ВТБ Пенсионный фонд» - 30 тыс. руб.), продолжительности периода аккумулирования взносов и пр. Вместе с тем все НПФ, предлагающие

ИПП, столкнулись с рядом одинаковых проблем, среди которых ограниченное число клиентов, способных уплачивать взносы на ИПП, отток клиентов спустя определенное время участия в ИПП.

В качестве вариантов формирования инвестиционного портфеля для ИПП может быть вариант так называемого «вечного портфеля», согласно которому пенсионные взносы распределяются в равных долях между акциями, долгосрочными облигациями, вложениями в валюту и драгоценные металлы (средняя доходность от 5% до 10% в валюте в год) [145]. Такого типа инвестиционные портфели сохраняют свою устойчивость при разнонаправленной динамике финансового рынка. Есть и иные варианты данного инвестиционного портфеля (вложения в валюту - 1/3; 1/3 - драгоценные металлы; 1/3 - акции и облигации «голубых фишек»).

Как отмечалось, пенсионные средства в ГПП в настоящее время предлагается инвестировать по правилам инвестирования СПН. При этом размещение СПР в индивидуальных пенсионных планах осуществляется в соответствии с требованиями к СПР. Однако представляется, что модификации планов инвестирования пенсионных средств в ГПП могут быть аналогичны ИПП. Вместе с тем в настоящее время страхование через АСВ пенсионных взносов в системе НПО отсутствует, но именно это гарантируется в ГПП.

Примерный расчет пенсионного капитала при разных тарифах уплаты пенсионных взносов в ГПП и на разных временных отрезках представлен на *схеме 61*. Расчет был сделан для мужчины, возраст 20 лет, взносооблагаемый доход - 50 тыс. руб. в месяц; тарифы взносов: 0-6% и 6%; предполагаемая доходность 6% годовых; период пенсионных выплат 258 мес. (21,5 лет) после выхода на пенсию (для системы НПО - 60 лет). При тарифе 0-6% совокупный коэффициент замещения пенсией (пенсия в ГПП+страховая пенсия) утраченного заработка составит 39,5% (при расчете совокупного коэффициента замещения использовался средний размер назначенной пенсии в 2019 году, составивший 29,8% от средней начисленной заработной платы); при тарифе 6%

- 40,2%. То есть применение индивидуальных пенсионных программ в ГПП дает увеличение коэффициента замещения на 9,7% и 10,4%, соответственно.

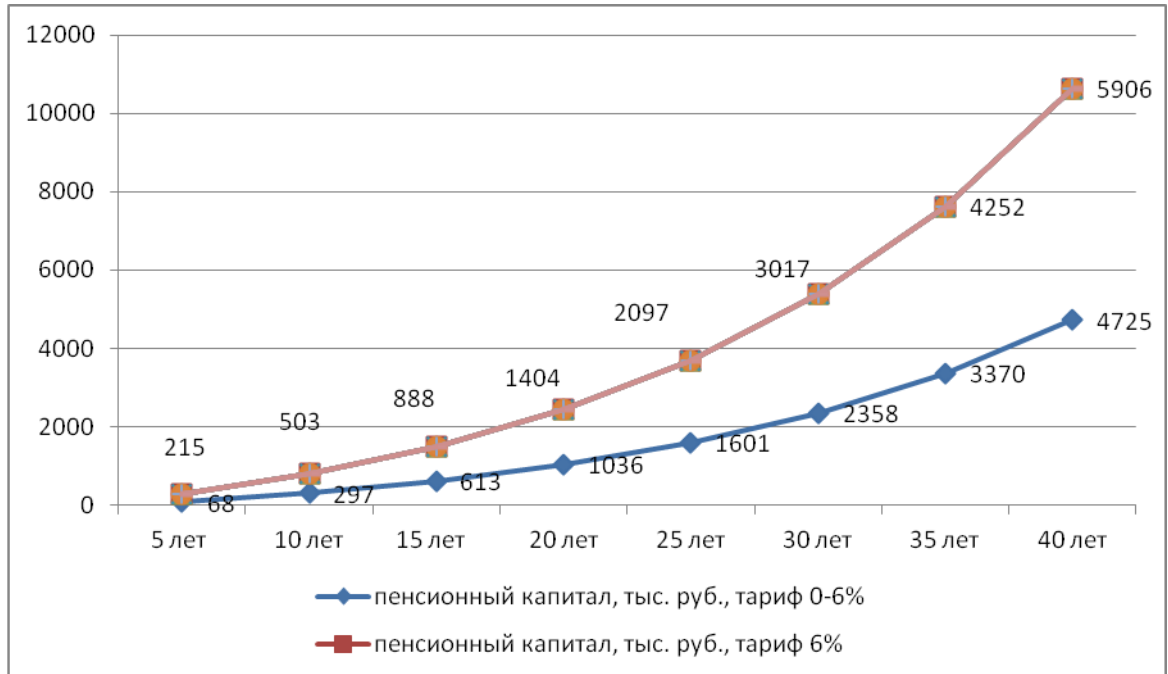


Схема 61

Расчет пенсионного капитала при разных тарифах уплаты пенсионных взносов в ГПП и на разных временных интервалах

Уточним данный расчет применительно к размеру средней номинальной начисленной заработной платы за июнь 2020 года - 52123 руб. (в вариантах: 1) с учетом динамики ежегодного роста размера заработной платы; 2) без учета ее роста, учитывается только индексация на уровень инфляции.

Исходные условия и полученные результаты отражены в *таблицах 75-77*.

Таблица 75

Исходные условия для расчетов

	Биржевые индексы, в соответствии с которыми осуществляется инвестирование	Среднегодовая доходность индекса, %	Среднегодовой рост размера заработной платы, %	Размер отчислений от заработной платы, %	Средний уровень инфляции в год, %
Мужчина с 20 лет до 35 лет	RUPAI - агрессивный	10,28	8,34	6	6,56

с 35 лет до 50 лет	RUPMI - сбалансированный	9,45	8,34		
с 50 лет до 60 лет	RUPCI - консервативный	9,16	8,34		
Женщина				6	6,56
с 20 лет до 35 лет	RUPAI - агрессивный	10,28	8,34		
с 35 лет до 45 лет	RUPMI - сбалансированный	9,45	8,34		
с 45 лет до 55 лет	RUPCI - консервативный	9,16	8,34		

Таблица 76

Итоговые результаты с учетом динамики роста размера заработной платы

	Стаж накоплений, лет	Сумма накоплений, дисконтированная на размер инфляции, руб.	Накопительная пенсия (рассчитана из срока продолжительности жизни 20 лет), руб.	Средняя страховая пенсия по старости, руб.	Итоговая пенсия (накопительная + страховая), руб.	Коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, %
Мужчина	40	3674462,71	15310,26	15878,40	31188,66	59,8
Женщина	35	2899631,02	12081,80	15878,40	27960,20	53,6

Таблица 77

Итоговые результаты без учета роста размера заработной платы (увеличение только на уровень инфляции)

	Стаж накоплений, лет	Сумма накоплений, дисконтированная на уровень инфляции, руб.	Накопительная пенсия (рассчитана из срока продолжительности жизни 20 лет), руб.	Средняя страховая пенсия по старости, руб.	Итоговая пенсия (накопительная + страховая), руб.	Коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, %
Мужчина	40	2767424,46	11530,94	15878,4	27409,34	52,6
Женщина	35	2253341,86	9388,92	15878,4	25267,32	48,5

Таким образом, расчеты показали, что коэффициент замещения пенсией утраченного заработка выше 60% может быть достигнут только при постоянной динамике роста размера заработной платы и продолжительности периода пенсионных накоплений 40 лет и более. Именно динамика роста размера заработной платы оказывает существенное влияние на размер будущей пенсии

участника пенсионных программ. Вместе с тем из расчетов следует, что отчисления 6% от заработной платы (для мужчины) в течение 40 лет формируют коэффициент замещения пенсией утраченного заработка на уровне немого более 50%, а для женщины - почти 50%. Если ориентироваться на то, что многие пенсионные программы рассчитаны на представителей среднего класса, то увеличим в исходных условиях размер заработной платы, с которой работник производит отчисления (при сохранении размера отчислений 6%), до 75 тыс. руб. Остальные условия оставим без изменений (при этом рассчитаем размер будущей пенсии с учетом динамики роста размера заработной платы, а также без учета роста размера заработной платы - увеличение только на уровень инфляции) (таблицы 78 и 79).

Таблица 78

Итоговые результаты с учетом динамики роста размера заработной платы

	Стаж накоплений, лет	Сумма накоплений, дисконтированная на уровень инфляции, руб.	Накопительная пенсия (рассчитана из срока продолжительности жизни 20 лет), руб.	Средняя страховая пенсия по старости, руб.	Итоговая пенсия (накопительная + страховая), руб.	Коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, %
Мужчина	40	4996577,30	20819,07	15878,40	36697,47	48,5
Женщина	35	3968978,41	16537,41	15878,40	32415,81	43,2

Таблица 79

Итоговые результаты без учета роста размера заработной платы (увеличение только на уровень инфляции)

	Стаж накоплений, лет	Сумма Накоплений, дисконтированная на уровень инфляции, руб.	Накопительная пенсия (рассчитана из срока продолжительности жизни 20 лет)	Средняя страховая пенсия по старости, руб.	Итоговая пенсия (накопительная + страховая), руб.	Коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, %
Мужчина	40	3982058,49	16591,91	15878,40	32470,31	43,3

Женщина	35	3242342,90	13509,76	15878,40	29388,16	39,1
---------	----	------------	----------	----------	----------	------

Из расчетов видно, что увеличение размера заработной платы, с которой работник делает отчисления на пенсионные планы, ведет к увеличению размера пенсионных выплат, выраженных в абсолютных величинах, но при этом коэффициент замещения пенсией утраченного заработка самого работника (по отношению к его уровню заработной платы) будет ниже 50%, а для женщин - ниже 40%. Если коэффициент замещения пенсией утраченного заработка рассчитывать, соотнося полученный размер пенсионных выплат со средней заработной платой, то тогда данный коэффициент составит 62-70% (для мужчины) и 54-56% (для женщины).

Рассмотрим модель *участия в ГПП работодателя*. Для того чтобы ГПП мог вписаться в действующую систему НПО как вариант может быть предложено создание паритетных негосударственных пенсионных программ. Суть паритетной программы в том, что работодатель совместно с работниками, являющимися участниками-вкладчиками, на паритетных началах (в равных долях) уплачивает в НПФ в пользу участников-вкладчиков, а участники-вкладчики в свою пользу пенсионные взносы, за счет которых (с учетом дохода от размещения аккумулированных пенсионных взносов) участникам-вкладчикам после наступления официально установленных пенсионных оснований назначаются и выплачиваются негосударственные паритетные пенсии в соответствии с договорами НПО. При этом устанавливается минимальный накопительный стаж (например, 5 лет). В соответствии с принципом паритетного (в равных долях) финансирования паритетной пенсионной программы пенсионный взнос работодателя равен пенсионному взносу, уплачиваемому участником-вкладчиком. Из заработной платы работника (участника-вкладчика), исходя из его начисленной заработной платы за истекший месяц, с учетом размера пенсионного взноса, указанного в его заявлении, данные средства удерживаются и переводятся в НПФ. Примерный расчет вели-

чины ежемесячного пенсионного взноса в зависимости от возраста участника-вкладчика приведен в *таблице 80*.

Таблица 80

**Примерный расчет величины ежемесячного пенсионного взноса
в зависимости от возраста участника-вкладчика**

Возраст вступления в Паритетную пен- сионную программу, лет		Размер ежемесячно- го взноса в % от ежемесячной начис- ленной заработной платы	Возраст вступления в Паритетную пен- сионную программу, лет		Размер ежемесячно- го взноса в % от ежемесячной начис- ленной заработной платы
муж	жен		муж	жен	
до и 20		1,50%	41	36	2,50%
21		1,50%	42	37	2,50%
22		1,50%	43	38	2,60%
23	до и 18	1,60%	44	39	2,60%
24	19	1,60%	45	40	2,70%
25	20	1,70%	46	41	2,70%
26	21	1,70%	47	42	2,80%
27	22	1,70%	48	43	2,80%
28	23	1,80%	49	44	2,90%
29	24	1,80%	50	45	3,00%
30	25	1,90%	51	46	3,00%
31	26	1,90%	52	47	3,10%
32	27	2,00%	53	48	3,20%
33	28	2,00%	54	49	3,20%
34	29	2,10%	55	50	3,30%
35	30	2,20%	56	51	3,40%
36	31	2,30%	57	52	3,50%
37	32	2,30%	58	53	3,60%
38	33	2,40%	59	54	3,70%
39	34	2,40%	60	55	3,80%
40	35	2,50%			

Если стаж работы в организации участника-вкладчика менее 5 лет, то размер его пенсионных взносов рассчитывается по минимальной ставке 1,5% от ежемесячной начисленной заработной платы. При стаже работы участника-вкладчика более 5 лет - размер пенсионного взноса определяется с учетом его пола и возраста *по таблице 80*¹⁷⁵. В зависимости от возраста участника-

¹⁷⁵ Например, если возраст работника (мужчины) 30 лет, и он имеет стаж работы в организации 6 лет, то тариф его страхового взноса будет равен 1,9%. Если данный работник не имеет указанного стажа работы, то его тариф составляет - 1,5%.

вкладчика Фонд может предложить разные инвестиционные стратегии, о чем говорилось ранее.

Приведенные модели дают возможность вписать ГПП в действующую систему НПО при условии, что концепция ГПП будет официально принята. Вместе с тем и введение ГПП следует рассматривать как паллиативную меру, так как он не решает целый ряд проблем в пенсионном обеспечении. В настоящее время ГПП рассматривается как конкурентный продукт в системе НПО и может привести в связи с этим к негативным последствиям. Работодателю должно быть предоставлено право либо развивать имеющиеся корпоративные программы и далее, либо перейти в систему ГПП. Поэтому в случае принятия ГПП важно, прежде всего, вписать его в существующую пенсионную систему. В настоящее время существует ряд возможных направлений дальнейшего развития российской пенсионной системы:

1 направление: продолжать развивать обязательный накопительный элемент пенсионной системы (без ГПП) и вернуться к соответствующим положениям Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы [43]. В частности, это может быть возвращение к ее базовым положениям и, прежде всего, страховым принципам формирования пенсионной системы, развитию накопительного компонента, включая и сохранение его обязательного характера. Но для нормального функционирования данный вариант требует реформирования иных сторон общественной жизни.

Так, в настоящее время одной из причин недостаточно динамичного развития НПО является низкий уровень заработной платы российских граждан и отсутствие необходимых финансовых средств для их участия в добровольных пенсионных программах (в этом смысле введение ГПП не прибавит количества участников НПО). Отсюда, для решения проблем пенсионной системы необходимо решение вопроса о повышении жизненного уровня населения страны. В настоящее время сложно утверждать о наличии детально разработанной государственной программы по такому повышению, хотя

определенные шаги в этом отношении предпринимаются [261]. Поэтому реформирование пенсионной системы должно осуществляться синхронно с реформированием системы оплаты труда, повышением доли заработной платы в ВВП страны.

Одновременно для повышения уровня доходности от инвестирования/размещения пенсионных средств требуется и полноценное развитие финансового рынка с необходимым для диверсификации инвестиционных портфелей множеством разнообразных финансовых инструментов для долгосрочного инвестирования, обеспечивающих доходность выше уровня инфляции и обладающих приемлемым уровнем риска.

Важно формирование трехуровневой пенсионной системы (ОПС, корпоративные пенсионные программы, индивидуальные пенсионные программы), для чего требуется создание системы действенных стимулов, побуждающих работодателя активно включиться в разработку корпоративных пенсионных программ для своих сотрудников, а работника - участвовать еще и в индивидуальных пенсионных планах. Необходим комплекс мер и для стимулирования развития индивидуального пенсионного страхования. Несмотря на имеющееся разнообразие пенсионных продуктов, предлагаемых фондами, данных продуктов недостаточно.

2 направление: отказаться от обязательного характера формирования накопительной составляющей пенсионной системы и перейти на принцип добровольности, применяя модель ГПП, в которой негосударственная пенсия в ГПП будет существовать наряду с иными видами негосударственных пенсий в системе НПО; при этом дальнейшее развитие накопительной составляющей системы ОПС остается неопределенным;

3 направление: принять модифицированный вариант ГПП, вписав его в существующие системы ОПС и НПО: передать СПН в систему НПО; прописать механизм возможного финансового участия работодателя в финансировании пенсионных взносов работника (в связи с этим целесообразно предо-

ставить работодателю право выбора: продолжать существующие корпоративные программы, предусмотрев вариант добровольной уплаты работником пенсионных взносов и не разрабатывать новую программу на базе ГПП или разработать новую программу на базе ГПП, сохранив/не сохранив прежние программы). Как вариант решения проблемы с пенсионными взносами в ГПП - разработка паритетных программ с работодателем. Следует рассмотреть и возможность совместного финансирования программы ГПП с участием работника, работодателя и государства или работника и государства (по аналогии с Программой софинансирования пенсий [14]). Совокупный тариф по пенсионным взносам в ГПП (6% от зарплаты) может быть распределен равным образом (по 2%) между работником, работодателем и государством, что позволит увеличить коэффициент замещения пенсией утраченного заработка работника на 10-20% (при уплате пенсионных взносов в ГПП в течение 40 лет).

Необходимо создать действенную систему мер стимулирования участия работников и работодателей в системе ГПП (НПО):

- исключить любые выплаты в системе НПО/ГПП из налогооблагаемой базы подоходного налога (НДФЛ);
- вывести из налогооблагаемой базы налога на прибыль пенсионные взносы по договорам НПО/ГПП в пользу работников (можно конкретизировать данное предложение, прописав необходимый стаж работы в организации, например, 5 лет);
- поддержать предложение НАПФ и АНПФ о том, чтобы выделить отчисления на пенсионные программы, совершаемые гражданами, из общих социальных вычетов в отдельную категорию «пенсионного налогового вычета», увеличив лимит по нему до 400 тыс. руб. выплаченного НДФЛ (сумма возвращаемого налога составит до 52 тыс. руб. -13% от 400 тыс. руб.) [236; 238].

Важно определить главные приоритеты современного этапа реформирования российской пенсионной системы: вливание пенсионных средств в рос-

сийскую экономику, повышение жизненного уровня пенсионеров, наполнение бюджета ПФР и снижение зависимости от вложений в него финансовых средств из государственного бюджета. Из анализируемой Концепции ГПП просматривается только цель вливания пенсионных средств в экономику страны, но не раскрывается (в том числе не подкрепляется необходимыми расчетами), как введение ГПП отразится на доходах будущих пенсионеров.

Расчеты показывают (исходя из официальных данных Росстата [322]), что в настоящее время 71,3% работников получают номинальную начисленную заработную плату, равную или ниже средней (на 31.12.2019 она составляла 47867 руб.). Но при расчетах следует исходить не из средней, а из модальной (наиболее распространенной) заработной платы. В 2019 году она составила 23,5 тыс. руб. (по мнению экспертов, работник начинает формировать свою пенсию при заработной плате в 45 тыс. руб. [341]). При этом следует учитывать, что в разных субъектах Российской Федерации ситуация неодинаковая, поэтому и количество участников системы ГПП может в несколько раз отличаться по регионам. Реально в данной Программе смогут участвовать 5-10% работников.

Кроме того, по результатам проведенного опроса Левада-центром в мае 2019 года, большинство респондентов негативно отнеслись к идее дополнительных отчислений на накопительную пенсию (63% опрошенных)¹⁷⁶ (*Приложение 29*). При этом 19% респондентов были готовы делать минимальные отчисления (1-5% от своей номинальной начисленной заработной платы), лишь 10% - отчисления в размере 6% и более. С переходом к все более старшим возрастным группам число желающих делать отчисления уменьшалось (так, в возрастной группе 45-54 года неготовность и нежелание делать отчисления высказали 66% респондентов). Среди называемых респондентами причин этого: отсутствие, прежде всего, денежных средств, так как бóльшая

¹⁷⁶ Опрос проводился Левада-центром в мае 2019 года (1,6 тыс. человек в 137 населенных пунктах) [275].

часть получаемых доходов тратится на текущее потребление; недоверие к пенсионной системе (по причинам: ее непонимания, «замораживания» пенсионных накоплений, из-за частого изменения пенсионного законодательства и концепций пенсионной реформы). И если респонденты молодого возраста (18-24 года) рассчитывают, что пенсия в системе НПО будет дополнительным источником дохода при выходе на пенсию (10,4% опрошенных), то в более старших возрастных группах респондентов на эту пенсию полагаются лишь 4-8%. В среднем по всем возрастным группам 7% исходят из возможности получения дополнительной пенсии.

В связи с изложенным можно спрогнозировать, что вариант добровольных отчислений работников в систему ГПП не получит широкого распространения среди работников и, соответственно, требует доработки.

Заключение

1. Проведенный анализ показал, что необходимо пересмотреть критерии (единицы измерения) уровня пенсионного обеспечения граждан России, в связи с чем предлагается для этого использовать величину минимального (восстановительного) потребительского бюджета, так как при его расчете учитываются более широкий ассортимент продуктов (чем при расчете ПМП) и их рыночная стоимость, включаются расходы на услуги ЖКХ и досуг. В денежном эквиваленте такой бюджет должен составлять 2,5-3 ПМП. Принятие данного показателя при расчетах приведет к повышению жизненного уровня пенсионеров, что позволит отнести эту социальную группу к верхней границе малообеспеченных слоев населения. Вместе с тем для представителей среднего класса и высокодоходных слоев населения в качестве показателя уровня пенсионного обеспечения должна выступить величина рационального потребительского бюджета (бюджета развития) пенсионера, соответствующая 3-7 ПМП. Кроме того, может быть использован и коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, который должен составлять 40% и выше от утраченного заработка.

Для решения задач повышения жизненного уровня настоящих и будущих пенсионеров важен рост заработной платы, так как именно от него зависит объем поступлений страховых взносов в систему ОПС и пенсионных взносов в систему НПО, а также величина накопленных пенсионных прав застрахованных лиц и участников пенсионных программ. Это позволит сформировать и полноценную трехуровневую пенсионную систему: государственная система ОПС, корпоративные пенсионные программы, индивидуальные пенсионные планы.

2. Вопросы управления пенсионными активами в фондах в целях обеспечения достаточного (социально приемлемого, достойного) жизненного уровня их клиентов при наступлении пенсионных оснований по-прежнему являются одними из актуальных. В связи с этим помимо приведенных в главе 1 теорий, ко-

торые можно уже считать классическими, выделим группы работ современных зарубежных и отечественных авторов, исследующих обозначенную тему в ее разных аспектах:

- изучение внешних и внутренних факторов, которые в наибольшей степени влияют на сохранность и доходность инвестирования пенсионных активов и, следовательно, на уровень пенсионного обеспечения клиентов фондов. Например, среди причин низкого уровня доходности исследователи называют невысокий уровень профессионализма портфельных управляющих, жесткие требования госрегулятора к перечню разрешенных активов и структуре инвестиционного портфеля, неразвитость национального финансового рынка и пр. [74; 197; 209; 258; 262; 326; 359; 361; 378; 380; 385; 397]; соответственно, наличие необходимых компетенций у управляющих инвестиционными портфелями, эффективное распределение активов, проведение политики «отслеживания рынка» /«Market Timing»/, высокий уровень доходности финансового рынка и его финансовых инструментов и др. - факторы, которые способны существенно повлиять на сохранность и доходность инвестирования пенсионных активов; отметим, что большинство авторов, анализирующих эту тему, исходят из того, что именно распределение активов в инвестиционных портфелях фондов обеспечивает 90% их доходности [77];

- исследование проблем управления инвестиционным портфелем пенсионных активов и выбора оптимальной инвестиционной стратегии. Во многих работах в качестве основного критерия оценки эффективности управления инвестиционным портфелем рассматривается уровень полученной доходности [75; 319; 415]. Вместе с тем в последнее время появились исследования, в которых авторы критерии эффективности инвестирования пенсионных активов связывают с пенсионными выплатами. В частности, Дж.Эстрада и М.Критцман ввели новый показатель - «коэффициент покрытия» («the coverage ratio») [368]. В общем плане данный коэффициент рассчитывается как «соотношение длительности периода пенсионных выплат в заданном объеме,

который позволяет достигнуть тот или иной портфель, к длительности нормативного периода дожития» [77, с.45]. Представляется, что данный коэффициент весьма значим и должен приниматься в расчет при оценке эффективности инвестиционной деятельности Фонда. Однако введение указанного показателя требует ответа на вопрос, какая инвестиционная стратегия обеспечит должный уровень «the coverage ratio». Названные выше авторы рассчитали, что доля вложений в акции в инвестиционном портфеле должна быть на уровне 91%;

- обсуждение в отечественной экономической литературе проблем накопительной составляющей российской системы ОПС (в начале в рамках концепции Индивидуального пенсионного капитала с идеей автоподписки, а в настоящее время - концепции Гарантированного пенсионного плана) корреспондирует с обсуждением в зарубежной литературе проблем накопительных пенсионных систем, привлечения новых клиентов в пенсионные планы, увеличения размера их пенсионных взносов. В связи с этим интерес представляет работа Р.Талера и К.Санстейна «Подталкивание» [313], раскрывающая вариант либертарианского патернализма. Суть последнего в том, что «архитекторы выбора наделяются полномочиями влиять на поведение людей с целью оздоровления, улучшения и продления жизни. Другими словами, мы выступаем за деликатные попытки со стороны коммерческих организаций и правительства подталкивать людей к выбору, который улучшит их жизнь» [313, с.12]. Так, авторы полагают, что создание эффективной системы соответствующих стимулов со стороны государства способно мотивировать население принимать участие в тех или иных пенсионных программах, причем делается это в интересах самого же населения. Но авторы не учитывают, что для этого необходимы, во-первых, финансовые ресурсы (остающиеся сверх текущего потребления); во-вторых, развитая инфраструктура пенсионного рынка (способная предложить разные пенсионные планы с приемлемым уровнем доходности); в-третьих, система гарантий сохранности пенсионных средств и

надежности функционирования всей отрасли НПФ. Вопросы присоединения к пенсионным планам путем автоподписки рассматривались в работах Ю.В.Воронина, А.В.Столярова, Р.Р.Хайнца [136; 377] и др.;

- анализ проблем стабильности функционирования пенсионных фондов. Авторы высказывают опасения, что функционирование пенсионных фондов становится все более ненадежным в силу разных причин (неустойчивость поступления пенсионных взносов, что отражается на снижении коэффициента финансирования, рост недоверия к пенсионной системе и пр.) [393];

- дискуссии о показателях достойного уровня жизни пенсионеров (какой показатель является наиболее информативным, адекватным в отношении обеспечения необходимого уровня пенсионного обеспечения этой социальной группы) [134; 287]. Большинство авторов, основываясь на Конвенции МОТ №102 [4], исходят из показателя коэффициента замещения пенсией утраченного заработка (но, если отечественные авторы исходят из достижения 40% такого замещения, то зарубежные авторы - 70% и выше). Однако некоторые ученые утверждают, что единого показателя коэффициента замещения пенсией утраченного заработка для всех групп населения быть не может (важно количество иждивенцев у пенсионера, состав его семьи и пр.). В отечественной литературе распространена точка зрения, что показателем уровня пенсионного обеспечения пенсионера должен выступить прожиточный минимум пенсионера (2-3 прожиточных минимума пенсионера в качестве социально приемлемого уровня жизни) [135; 254; 287]; данная тема обсуждается и в связи с необходимостью повышения уровня пенсионного обеспечения граждан.

3. Для точного употребления понятий важно различать содержание понятия «пенсионное обеспечение», рассмотренное в широком и узком значениях. В широком значении пенсионное обеспечение охватывает все виды пенсий, а также все механизмы пенсионных выплат. В узком значении пенсионное обеспечение противоположно пенсионному страхованию. Если пенсионное

обеспечение базируется на механизмах финансирования из государственного бюджета, а пенсии имеют обеспечительный характер и учитывают категории получающих пенсионные выплаты, то пенсионное страхование в качестве финансового источника предполагает страховые/пенсионные взносы, строится на принципе эквивалентности, когда сумма поступивших взносов эквивалентна сумме пенсионных выплат. Современная российская система ОПС представляет собой смешанный вариант: с одной стороны, она имеет социально-распределительный характер, а, с другой стороны, - страховой. Между тем, данная система начинает все больше перемещаться в сторону системы государственного пенсионного обеспечения.

4. Понимание сохранности и доходности инвестирования/размещения пенсионных средств имеет разные аспекты в зависимости от трактовки понятия управления пенсионными активами. Если последнее определять как инвестиционный процесс, то, соответственно, сохранность и доходность будут раскрываться в ракурсе результатов данного процесса (как выполнение определенных принципов, на базе которых формируются требования к результатам инвестирования/размещения пенсионных средств).

Применительно к трактовке процесса управления как результата всей деятельности Фонда по разработке инвестиционной политики, выбору инвестиционного портфеля, управляющей компании и пр., сохранность и доходность получают более широкое толкование и рассматриваются как итог всех составляющих процесса управления пенсионными активами в НПФ.

По отношению к процессам государственного регулирования сохранность и доходность пенсионных средств означают показатели, на которые сориентирована вся регулятивная деятельность госрегулятора, в том числе система контроля и надзора за деятельностью НПФ и их УК.

На уровне отдельного участника /застрахованного лица Фонда сохранность и доходность - это факторы, непосредственно влияющие на размер будущей пенсии и уровень пенсионного обеспечения, а сохранность пенсионных

средств входит в систему гарантированных прав застрахованных лиц и участников пенсионных программ. Сохранность раскрывается на этом уровне и как система официально установленных мер, направленных на обеспечение данного права застрахованного лица или участника Фонда.

Сохранность и доходность можно рассматривать и как итог воздействия внешних (в том числе макроэкономических) и внутренних факторов на процессы инвестирования/размещения пенсионных средств.

Существующая система гарантирования прав застрахованных лиц не обеспечивает сохранность пенсионных накоплений от обесценивания в результате инфляции. В отношении сохранности пенсионных резервов до сих пор отсутствует сформулированное законодателем определение.

Поэтому в работе предлагается:

- во-первых, сохранность пенсионных накоплений трактовать как требование сохранения номинала суммы СПН на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица на дату назначения накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты с учетом либо накопленной инфляции за данный период; либо минимальной гарантированной доходности в годовом исчислении. В ряде зарубежных стран учитывается при гарантировании сохранности пенсионных средств либо накопленная инфляция, либо установленная минимальная гарантированная доходность (например, 2-3% выше уровня инфляции);

- во-вторых, ввиду существования разных пенсионных схем (с установленными выплатами и установленными взносами) при размещении СПР необходимо сформулировать соответствующие определения понятия сохранности: для схем с установленными взносами оно по сути совпадает с определением сохранности СПН, а для схем с установленными выплатами (DB) сохранность - требование, в соответствии с которым гарантированная пенсионная выплата не может быть ниже 0,5 размера социальной пенсии по старости, устанавливаемой в системе государственного пенсионного обеспечения, либо

минимального размера негосударственной пенсии, утверждаемой руководством Фонда в соответствии с Пенсионными правилами и пенсионным договором;

- в-третьих, в отношении результатов доверительного управления пенсионными средствами, переданными НПФ управляющей компании, сохранность означает обеспечение возврата данных средств в соответствии с договором доверительного управления (ДУ). При этом, согласно судебной практике, надлежащим исполнением договора ДУ может быть признано только такое исполнение УК своих обязательств по договору, которое обеспечивает достижение целей сохранности и прироста пенсионных средств, для чего деятельность УК при инвестировании/размещении указанных средств должна осуществляться на принципах надежности, ликвидности, доходности и диверсификации. Если пенсионных средств к моменту возврата из ДУ стало меньше, то суды считают, что деятельность УК по доверительному управлению переданным ей имуществом не в полной мере соответствовала принципам надежности, ликвидности, доходности и диверсификации, а, следовательно, обязана возместить ущерб [67; 68; 69; 70]. Важно отметить, что сохранность в отношении пенсионных средств, переданных в доверительное управление УК, означает полную сумму средств, переданных в данное управление за весь период действия соответствующего договора между УК и НПФ.

Важно уточнить, что сохранность пенсионных средств рассматривается в долгосрочной перспективе (минимальный срок такой перспективы - 5 лет, когда фиксируется сумма пенсионных средств на счетах клиентов Фонда).

Требует уточнения и понятие доходности инвестирования/размещения пенсионных средств. Так, доходность может трактоваться как получение положительного (больше 0) результата инвестирования/размещения пенсионных средств (данную доходность следует обозначить как номинальную доходность); как результат, превышающий уровень инфляции (в годовом ис-

числении) (такую доходность целесообразно выделить отдельно и обозначить как реальную доходность). Кроме того, важно различать нетто-доходность (доходность за вычетом вознаграждений НПФ, УК, СД); брутто-доходность (доходность до выплаты вознаграждения НПФ, УК, СД); доходность инвестирования/размещения пенсионных средств, отражающую результаты инвестирования на счетах застрахованных лиц, участников.

С учетом того, что сохранность и доходность, как в ракурсе теоретического осмысления, так и с учетом лучших пенсионных практик, все больше связывают с пенсионными выплатами, целесообразно учитывать коэффициент «the coverage ratio», о котором упоминалось ранее.

5. Проведенный анализ лучших мировых практик показал, что инвестирование пенсионных активов строится на балансе соотношения риск/доходность/затратность [373]. В связи с этим интерес представляют результаты опроса руководителей зарубежных пенсионных фондов о критериях выбора инвестиционного портфеля/отдельных финансовых инструментов: 81% респондентов указали на доходность в качестве такого критерия; 63% - назвали диверсификацию пенсионных активов; 56% - ответили, что руководствуются принципами ответственного инвестирования; 38% - низким уровнем риска инвестирования; 69% - назвали иные причины (невысокие издержки, ликвидность и пр.). Традиционно инвестирование пенсионных средств осуществлялось инвесторами в инструменты с фиксированной доходностью, но в последние годы доля акций и альтернативных инструментов в инвестиционном портфеле пенсионных активов становится все более заметной.

Высокоразвитые пенсионные рынки обеспечивают бóльшую гибкость, когда речь заходит об инвестициях. Так, в ряде стран установлены ограничения на перечень объектов инвестирования и структуру инвестиционного портфеля, в других - нет (Канада, Нидерланды и пр.). В США, например, в каждом штате созданы пенсионные советы, отвечающие за установление инвестиционных руководящих принципов и ограничений. Вместе с тем во всех экономически

развитых странах созданы системы гарантий сохранности пенсионных средств, а в некоторых из них официально закреплены гарантии минимальной доходности (2-4%), гарантии номинала с учетом уровня инфляции [422]. Гарантии возврата пенсионных средств в процессах их инвестирования устанавливают либо нижний предел нормы доходности данных средств или минимум, сверх которого должен быть предложен дополнительный доход.

Кроме того, имеют место абсолютные гарантии возврата, устанавливаемые по отношению к заранее определенному уровню доходности (например, 2% или 4% ежегодно), а также относительные гарантии доходности, которые рассчитаны по отношению к рыночному эталону, средним показателям доходности пенсионных фондов и пр. Так, потенциальный профицит за один зафиксированный период определяется как разница между суммой активов, накопленных в инвестиционном портфеле за этот период, и суммой активов, которые были бы накоплены за этот же период в инвестиционном портфеле с доходностью, равной гарантированному уровню. Считается, что только абсолютные гарантии возврата предопределяют минимальную величину накопленных пенсионных средств (Бельгия, Германия) [422], величина же относительной гарантии будет меняться в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Можно выделить и различные структуры гарантий (плавающий или фиксированный минимальный доход, действительный только при выходе на пенсию или на каждом временном интервале), а также их сроки (рассчитывается и выплачивается ежегодно или в конце периода накопления).

Представленные в работе определения сохранности пенсионных средств были сформулированы с учетом лучших практик зарубежных стран. Один из выводов, который следует из анализа этих практик, состоит в том, что в качестве гарантий могут выступать и меры, относимые непосредственно к процессам инвестирования пенсионных средств (например, выпуск долгосрочных пенсионных продуктов, обеспечивающих приемлемую доходность при минимальном риске и имеющих государственные гарантии). Однако сложно согла-

ситься с позицией ряда зарубежных авторов, которые полагают, что «если государственная пенсионная система уже обеспечивает высокие коэффициенты замещения, то необходимость дополнительной государственной гарантии сохранности частных пенсионных планов /DC/ не так уж важна» [422]. Полагаем, что система гарантий важна, как для обязательных систем пенсионного страхования, так и для частных (негосударственных) пенсионных программ и планов.

Анализ показателей реальной и номинальной доходностей частных пенсионных фондов показал, что в подавляющем большинстве экономически развитых стран, представивших отчетность по накопленной реальной доходности в указанных фондах, она была положительной на 5-летнем, 10-летнем и 15-летнем интервалах, что отразилось и на уровне пенсионного обеспечения клиентов фондов. В ряде стран совокупный коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, сформированный на базе многоуровневой пенсионной системы, достигает до 90% и выше, как, например, в Португалии, Австрии, Люксембурге, Италии, Турции, Аргентине, Индии [404].

6. Роль и значение НПФ в пенсионной системе и в повышении уровня пенсионного обеспечения граждан России можно охарактеризовать следующим образом:

- количество фондов уменьшается, растет монополизация рынка НПФ (по индексу Херфиндаля-Хиршмана /индекс ХХ/ к началу 2019 года степень монополизации рынка НПФ достигла стадии олигополистического рынка). С одной стороны, это способствует повышению устойчивости данного рынка, повышению уровня доходности инвестирования/размещения пенсионных средств («вследствие эффекта масштаба, который позволяет сокращать управленческие и комиссионные расходы НПФ» [236]), но, с другой стороны, снижает конкуренцию на этом рынке между крупными и более мелкими фондами, вместе с тем усиливает ее между крупными фондами в их соперничестве за ограниченные финансовые ресурсы;

- акционирование фондов не сделало рынок НПФ более прозрачным и

устойчивым, не привело к исчезновению рисков непропорциональных действий со стороны их реальных или номинальных собственников. Более того, акционирование породило потенциальные (а в ряде фондов они стали явными, по сути, институциональными) конфликты интересов: в частности, между акционерами и клиентами фонда, акционерами и руководством фондов (в силу возникающей разнонаправленности данных интересов, о чем свидетельствуют, например, проблемы в НПФ, входящих в группу «O1 Group» Б.И.Минца [274]). Изменение организационно-правовой формы НПФ не привело к декларируемым целям при планировании указанного реформирования, а лишь усугубило имеющиеся проблемы;

- большинство крупных НПФ контролируются государственными компаниями, банками с государственным участием, отсюда наблюдается процесс «огосударствления» НПФ;

- постоянные изменения действующего законодательства, регулирующего деятельность НПФ и их УК, отсутствие научно обоснованной концепции развития пенсионного рынка и пенсионной системы в целом, мораторий на формирование накопительной пенсии, смена концепции Индивидуального пенсионного капитала на концепцию Гарантированного пенсионного плана, которая содержит ряд моментов, не однозначных в своей основе, сдерживают развитие отрасли НПФ и пенсионной системы в целом; следует согласиться с выводом, что «НПФ испытывают непрерывное давление от изменений пенсионной системы, которые также усиливают и существующее недоверие населения как в целом к пенсионной системе, так и к самим НПФ» [236, с.4];

- целый ряд механизмов деятельности НПФ нуждается в совершенствовании (например, необходимо изменение механизма расчета собственных средств фондов и пр.);

- инерционный сценарий развития пенсионного рынка становится доминирующим (в силу отсутствия притока новых средств пенсионных накоплений из ПФР в НПФ, истощенности потенциала корпоративных пенсионных

программ, слабо выраженной положительной динамики индивидуальных пенсионных планов);

- установленные госрегулятором ограничения, касающиеся инвестирования/размещения пенсионных средств, не гарантируют пресечения правонарушений (иногда - криминальных) деяний со стороны акционеров и/или руководства фондов при реализации данных процессов; одновременно и лица, «определяющие рискованность или надежность тех или иных активов, не несут никакой, и уж тем более материальной, ответственности за результаты своей оценки» [136, с.109].

7. Результаты анализа инвестирования/размещения пенсионных средств НПФ в системах ОПС и НПО позволили сделать следующие выводы:

1) НПФ накопили значительный опыт по инвестированию/размещению пенсионных средств; одновременно госрегулятором было введена система мер, направленная на внедрение принципов разумного инвестирования в фондах с целью обеспечения сохранности пенсионных средств и недопущения банкротств фондов. В связи с этим представляются избыточными ограничения НПФ на самостоятельное инвестирование/размещение пенсионных средств, как в рамках НПО, так и ОПС. В тоже время самостоятельное размещение СПР позволит снизить издержки Фонда на выплату вознаграждения УК, что увеличит средства на именных пенсионных счетах клиентов НПФ и повысит уровень их пенсионного обеспечения в дальнейшем; целесообразен и постепенный переход (начиная с простых объектов вложений СПН) к самостоятельному инвестированию СПН негосударственными пенсионными фондами;

2) роль НПФ в случае принятия Гарантированного пенсионного плана представляется неопределенной: инвестирование СПН осуществляют УК Фонда, учет планов пенсионный оператор - Национальный расчетный депозитарий. В этих условиях роль НПФ в системе ОПС становится избыточной;

3) повышение доходности, разнесенной по счетам клиентов Фонда, возможно и за счет снижения издержек НПФ (например, за счет передачи исполнения обязанности по расчету текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих СПН, специализированному депозитарию Фонда, для чего требуется принятие Банком России соответствующего нормативного правового акта или внесения соответствующих дополнений в действующие нормативные правовые акты);

4) одна из проблем развития пенсионного рынка - отсутствие финансовых инструментов с фиксированной доходностью на длинных временных горизонтах (в частности, с накопленной доходностью выше уровня инфляции); в качестве таких финансовых инструментов могут быть государственные облигации для НПФ и ПФР;

5) проблемы развития пенсионного рынка необходимо решать системно: нельзя реформировать пенсионную систему без модернизации рынка труда, повышения уровня доходов населения, расширения линейки инструментов фондового рынка, обеспечения устойчивости и позитивного развития российской экономики в целом;

б) вместе с тем о позитивной динамике пенсионного рынка свидетельствуют следующие показатели: увеличение общей суммы активов и капитала фондов, объема пенсионных средств; превышение накопленной за 3 года (2017-2019 гг.) доходности инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ уровня инфляции: СПН - 15,9% (брутто-доходность), 12,1% (разнесенная по счетам); СПР - 20,2% (брутто-доходность), в то время как накопленная за 3 года инфляция составила 10,1%; накопленная среднерыночная разнесенная доходность в НПФ за 5-летний период (2014-2019 гг.) составила 33,5%, что превысило накопленную инфляцию за данный период (31%).

Сравнение с другими финансовыми инструментами показывает, что в 2019 году средневзвешенная доходность инвестирования СПН в НПФ составила 10,7%, что выше показателя доходности по иным финансовым инстру-

ментам; средневзвешенная доходность размещения СПР ниже только доходности ПИФов и вложений в золото (схема 62):

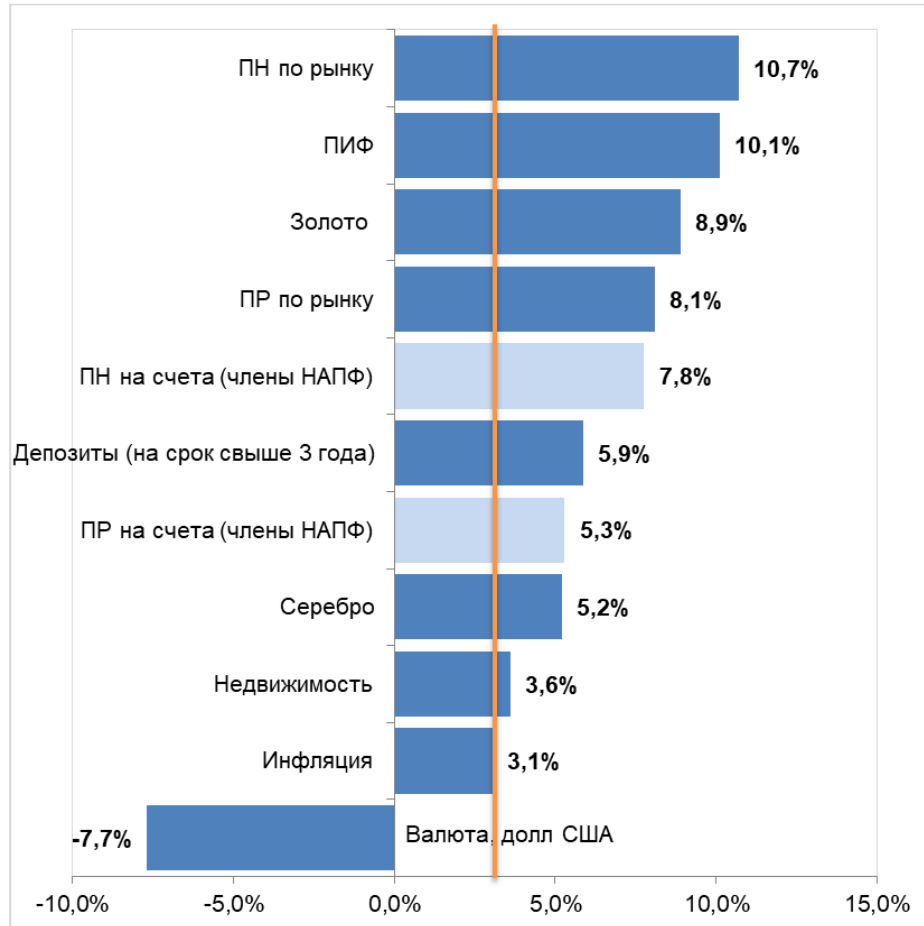


Схема 62

Сравнение доходности в 2019 году НПФ с другими финансовыми инструментами

7) средний размер негосударственной пожизненной пенсии в 2019 году составил 3,5 тыс. руб./мес. (негосударственной срочной пенсии - 5,1 тыс. руб./мес.), что в совокупности со средней пенсией по старости в системе ОПС (14986 руб.) составляет 18486 руб. (38% от средней начисленной заработной платы в Российской Федерации); по консервативной оценке назначение негосударственной пенсии в среднем увеличивает доход пенсионера на 27% [236, с.19]. Отметим, что средний размер паритетной пенсии в АО «НПФ «Алмазная осень» в 2019 году составил 31459 руб. в месяц [85].

8. Для обеспечения сохранности пенсионных средств и недопущения банкротства НПФ в настоящее время в госрегулировании деятельности НПФ и их УК осуществляется переход к пруденциальному, риск-ориентированному надзору, нацеленному не столько на контроль за неукоснительным соблюдением официально установленных требований к размещению/инвестированию пенсионных средств, сколько на превентивные меры, предупреждающие о возникновении рисков в деятельности фондов и их УК. В связи с этим госрегулятор предпринял целый ряд мер, среди которых: разработка Стандарта надзора за НФО; внедрение макропруденциального стресс-тестирования (МСТ) для НПФ; либерализация ограничений в процессах инвестирования/размещения пенсионных средств; расширение перечня разрешенных объектов для инвестирования/размещения пенсионных средств; снятие ограничений на самостоятельное размещение СПР в НПФ; введение разных режимов надзора с использованием механизмов пропорционального регулирования, включая учет при надзоре размера и значимости НФО; введение базовой таксономии XBRL; создание риск-профилей для конкретных НФО; введение триггеров, указывающих на появление проблем в НПФ/их УК. При этом формирующийся пруденциальный надзор сочетается с надзором, построенным на ограничениях (QAR - Quantitative Asset Restrictions), представляя собой смешанную модель.

По мере развития пруденциальный надзор все более становится надзором за поведением участников рынка коллективных инвестиций, а его характер по отношению к конкретному участнику данного рынка определяется объемом рисков, возникающих в его деятельности, рассчитанных исходя из вида и объема совершаемых операций.

Одновременно проведенный анализ показал, что госрегулирование и применяемые при этом методы надзора и контроля нуждаются в совершенствовании. Исходя из принятых на сегодняшний день нормативных правовых актов, а также из сформулированных задач, поставленных в отношении даль-

нейшего развития российской финансовой системы вообще и финансового рынка, в частности, на период 2019-2021 гг. [207], среди направлений дальнейшего развития системы госрегулирования деятельности НПФ/их УК следует выделить:

- создание эффективной системы гарантирования прав участников НПО, что требует и формирования механизма финансового оздоровления (санации) НПФ¹⁷⁷;

- с целью оперативного реагирования на изменение динамики рыночной ситуации введение системы регулирования и надзора, основанной на профессиональном суждении (что неоднозначно воспринимается среди участников пенсионного рынка);

- для усиления превентивного характера надзора за НПФ /их УК ведение методов оценки качества корпоративного управления.

В числе предложений по дальнейшему совершенствованию госрегулирования деятельности НПФ /их УК можно сформулировать следующие:

- целесообразно создать единую систему требований для размещения/инвестирования пенсионных средств, расширив права НПФ на самостоятельное управление пенсионными активами, обосновывая это тем, что фонды успешно прошли проверку при вступлении в систему АСВ, период акционирования, доказали свою устойчивость через МСТ, накопили богатый опыт управления пенсионными активами, повысили общий уровень квалификации своих сотрудников, для них введена фидуциарная ответственность;

- ввиду создания в СД эффективных информационно-аналитических систем, предполагающих автоматизацию функций учета и контроля, предлагается передать проведение процедуры МСТ в СД;

- расширить перечень разрешенных активов для инвестирования/размещения пенсионных средств для НПФ/их УК; разработать специальные финансовые инструменты для пенсионного рынка (например, пенсион-

¹⁷⁷ Что уже официально предусмотрено в отношении страховых и кредитных организаций.

ные облигации, эмитентом которых является государство, с длительным сроком погашения 20 лет и более) с повышенной надежностью (в частности, за счет государственных /муниципальных гарантий, гарантий уполномоченных банков, а также за счет страхования эмитентом или продавцом данного пенсионного продукта выплат по указанному финансовому инструменту, предоставления налоговых льгот эмитенту/продавцу таких пенсионных продуктов) и гарантированной доходностью (на уровне инфляции плюс 2%);

- пересмотреть обоснованность существующих ограничений на объекты инвестирования и структуру инвестиционного портфеля; наметить пути дальнейшей либерализации требований к процессам инвестирования/размещения пенсионных средств;

- изменить структуру риск-ориентированного надзора на основе риск-профилей применительно к различным возрастным группам клиентов НПФ;

- пересмотреть направленность МСТ, ориентируя фонды на выбор реальных активов для инвестирования пенсионных средств; учитывать при проведении МСТ долгосрочность инвестирования в инфраструктурные проекты в фондах; сместить акцент в госрегулировании деятельности НПФ с наблюдения за ее соответствием установленным нормативным требованиям на процессы пенсионных выплат (их максимизацию, величину «коэффициент покрытия» /«the coverage ratio»/);

- пересмотреть имеющуюся в настоящее время систему гарантий сохранности пенсионных средств, для этого:

- а) изменить понимание сохранности пенсионных средств, учитывая гарантии сохранности не только их номинала, но и с учетом индексации по накопленной инфляции либо минимальной гарантированной доходности;

- б) сформулировать и закрепить в нормативных правовых актах понятие сохранности СПР;

в) пересмотреть тариф отчислений в страховой фонд и фонд по обязательному пенсионному страхованию в НПФ с учетом предложенного понимания сохранности СПН;

г) сделать систему гарантирования прав застрахованных лиц многоуровневой, для чего стимулировать создание объединенных гарантийных фондов, фондов взаимного страхования;

д) ввести материальную ответственность российских рейтинговых агентств за необоснованные рейтинги, приведшие к значительным потерям пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения;

е) в целях создания надежной системы сохранности пенсионных средств ввести обязательное страхование для НПФ и их УК рисков, возникающих в процессах инвестирования/размещения пенсионных средств;

ж) при введении Гарантированного пенсионного плана предусмотреть единый РОПС для ОПС и ГПП в размере 1-10% (что предусмотрено для ОПС ФЗ «О НПФ»). Вместе с тем формирование страхового резерва на практике приводит к снижению размера принимаемых Фондом обязательств по выплате негосударственных пенсий участникам Фонда, так как выделение специального резерва для страхования рисков влечет за собой формирование резервов покрытия пенсионных обязательств в меньшем размере, что, в свою очередь, приводит к соответствующему снижению размеров назначаемых негосударственных пенсий. Таким образом, меры по повышению надежности НПФ вступают в противоречие с социальной ролью НПФ. Поэтому важной задачей является достижение разумного баланса между гарантиями сохранности СПР и обеспечением достойного уровня негосударственных пенсий.

9. Институт спецдепозитариев [175] играет значимую роль в системе пенсионного страхования и повышении уровня пенсионного обеспечения граждан, так как решает целый ряд задач по обеспечению сохранности и увеличению доходности пенсионных средств, заключая договоры об оказании услуг с НПФ и их УК. С новым витком развития российской пенсионной системы, в услови-

ях ее модернизации именно СД становится тем институтом, от которого в значительной мере зависит решение задач по повышению доверия граждан как к пенсионной системе, так и финансовому рынку, на котором инвестируются/размещаются их пенсионные средства, по обеспечению защиты интересов застрахованных лиц и вкладчиков/участников, являющихся клиентами пенсионных фондов. СД реализует контрольные и учетные функции с тем, чтобы соблюсти все официально установленные требования и не допустить нарушений действующего законодательства в процессах управления пенсионными активами.

Госрегулятором были сформулированы предложения по повышению значимости института СД, которые требуют общественного обсуждения [108; 109]. В связи с этим представляется важным и целесообразным сформулировать следующие предложения:

- передать все учетные функции спецдепозитарию, включая определение стоимости активов и обязательств, предоставление отчетности (это касается как НПФ, так и их УК), при этом не исключая фидуциарной ответственности фондов, а также ответственности УК за результаты инвестиционной деятельности, некорректный расчет стоимости чистых активов (можно разделить с СД). С экономической точки зрения, передача учетных функций в СД приведет к снижению издержек в НПФ и их УК, в организационно-управленческом аспекте - исключит дублирование функций участников пенсионного рынка, позволит фондам и их УК больше сосредоточиться на основных видах деятельности по ОПС и НПО, что повысит их эффективность и приведет к повышению сохранности и доходности пенсионных средств, а, следовательно, улучшению уровня пенсионного обеспечения российских граждан - клиентов НПФ;

- в целях повышения роли спецдепозитария в обеспечении сохранности и доходности пенсионных средств предлагается официально закрепить процедуру участия СД в государственной регистрации права собственности на отдель-

ные виды имущества, наделив СД особым правомочием выражать согласие/несогласие на данную регистрацию;

- для повышения эффективности выполнения учетных функций, контроля СД за НПФ/их УК в процессах управления пенсионными активами необходимо предусмотреть возможность для СД самостоятельно получать первичную информацию, касающуюся активов (и их стоимости) Фонда/его УК, непосредственно от того или иного финансового института (в частности, получение банковских выписок по счетам и депозитам НПФ и их УК; отчетов брокеров и бирж и пр.);

- в целях повышения эффективности контролирующей функции СД возложить на него процедуру проведения макропруденциального стресс-тестирования НПФ (оценка портфеля на устойчивость, ликвидность, кредитное качество, риски и т.д.), а также передать функции контроля за размещением собственных средств НПФ.

10. Одной из новелл, принятых в последнее время в отношении повышения сохранности пенсионных средств, является макропруденциальное стресс-тестирование (МСТ), показывающее способность фондов выполнять пенсионные обязательства перед клиентами при разных негативных сценариях на разных временных интервалах. Отмечая значимость проведения МСТ, важно подчеркнуть, что данный механизм также нуждается в совершенствовании, так как не учитывает целый ряд характеристик актива, использует только рейтинг головной компании, не предполагает новых поступлений пенсионных средств, задает весьма жесткие сценарии и критерии успешности прохождения МСТ.

В проведенном исследовании предлагается применить МСТ и в отношении УК. В связи с этим предложена авторская модель алгоритмизации отдельных операций при проведении МСТ, что даст возможность выполнять его на базе информационных технологий, еще более упростив указанный процесс и повысив его эффективность.

Общая модель МСТ, проводимого Фондом по ОПС и НПО, в структурном отношении состоит из следующих блоков: 1. Общие параметры модели; 2. Панель управления; 3. Общие параметры сценария; 4. Поквартальные параметры сценария; 5. Общие параметры ОПС; 6. Поквартальные параметры ОПС; 7. Фиксинги; 8. Общие параметры НПО; 9. Портфели активов и расходы по НПО; 10. Прочие параметры НПО; 11. Пенсионные программы + доходы НПО; 12. Резерв покрытия пенсионных обязательств (РППО без гарантированной доходности, руб.; 13. РППО с гарантированием безубыточности); 14. Поквартальные параметры НПО (№ квартала, дата; пенсионные выплаты); 15. Баланс и его переоценка с учетом макроэкономических показателей; 16. Активы и определение рисков; 17. Дефолты; 18. Крупнейшие инвесторы в ОПС; 19. Крупнейшие инвесторы в НПО; 20. Наиболее доходные активы; 21. Наименее доходные активы; 22. Анализ. 23. Результаты анализа.

11. Сохранность и доходность пенсионных средств - во многом конечный результат действия ряда факторов на инвестиционную деятельность НПФ и его УК. В связи с этим важно раскрыть совокупное и разновекторное влияние данных факторов, что было представлено в работе в качестве многофакторной модели. Указанные факторы можно подразделить на следующие группы:

1) факторы макроуровня (факторы мирового уровня, которые в наибольшей степени проявляют себя в годы экономических и иных кризисов, внутристрановые факторы: динамика ВВП, уровень инфляции и пр.);

2) факторы финансового рынка (финансовые инструменты, курсы ценных бумаг, биржевые индексы и пр.);

3) факторы, связанные с динамикой отрасли НПФ (действия госрегулятора, динамика изменения показателей деятельности фондов и пр.);

4) факторы, обусловленные деятельностью Фонда (качество корпоративного управления, взаимоотношения с контрагентами и пр.).

По характеру влияния на сохранность пенсионных средств и доходность их инвестирования в НПФ/их УК перечисленные факторы могут оказывать

как непосредственное (например, уровень инфляции), так и опосредованное (например, уровень ВВП оказывает влияние на доходность пенсионных средств через инфляцию) воздействие (как в рамках прямой, так и обратной зависимостей), в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной (накопленная доходность в НПФ на длительном временном интервале может быть выше уровня накопленной инфляции) перспективах. В долговременной перспективе влияние макроэкономических факторов на доходность снижается (однако это справедливо только в отношении инерционного сценария развития). На краткосрочном и среднесрочном интервалах влияние макроэкономических факторов весьма существенно.

Проведенный анализ показал, что во многом годовая доходность инвестирования/размещения пенсионных средств обусловлена динамикой фондового рынка (так, при позитивной динамике доходность возрастает). Вместе с тем есть ряд финансовых инструментов (в частности, долговые финансовые инструменты, удерживаемые до погашения), которые оцениваются по амортизированной стоимости и не зависят от рыночной волатильности.

Действия госрегулятора также способны повлиять на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств (так, необходимость прохождения МСТ делает инвестиционные портфели НПФ/их УК более консервативными - надежными в плане сохранности, но менее доходными).

В совокупном выражении оценка влияния факторов перечисленных групп на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств меняется при инерционном и кризисном сценариях развития, зависит от периода наблюдения (краткосрочный, среднесрочный, долгосрочный). Так, при инерционном сценарии в краткосрочной и среднесрочной перспективах влияние макроэкономических факторов (среди которых особую роль играет инфляция, что показал расчет корреляционных зависимостей) составляет 40-70%. Нельзя исключать и появление факторов, имеющих непредсказуемый характер и способных оказывать негативное влияние как на макроэкономические

показатели, так и на доходность инвестирования /размещения пенсионных средств (например, таким фактором выступило распространение коронавирусной инфекции «COVID-19»).

12. В последнее время госрегулятор принял ряд мер, связанных с инвестированием/размещением пенсионных средств, которые оказали существенное влияние на данные процессы в НПФ/их УК, в частности:

- расширены права НПФ по самостоятельному размещению СПР, что позволяет фондам уменьшить издержки, связанные с доверительным управлением пенсионными средствами (хотя для НПФ с небольшим объемом СПР по-прежнему значимо доверительное управление);

- расширен перечень разрешенных активов для инвестирования/размещения пенсионных средств (куда включены драгоценные металлы; российские и иностранные депозитарные расписки; клиринговые сертификаты участия, полученные по первой части договора репо с центральным контрагентом; паи биржевых фондов и пр.), что увеличит диверсификацию инвестиционных портфелей; для поддержания доступности ипотечного кредитования Банк России на постоянной основе выделил отдельный 5%-ный лимит на инвестирование СПН в облигации с ипотечным покрытием с высоким кредитным рейтингом;

- выдвинута система мер, нацеленных на повышение сохранности пенсионных активов, что должно ограничить риски вложений и повысить защиту прав застрахованных лиц, вкладчиков и участников НПФ;

- наблюдается процесс сближения требований к инвестированию СПН и размещению СПР (например, ограничения на вложение в акции одного эмитента до 5%; отсутствие ограничений на вложения в ценные бумаги одного выпуска и др.).

Государственное регулирование инвестиционных процессов в НПФ/их УК требует изменений в аспекте его либерализации и расширения перечня объектов для инвестирования/размещения пенсионных средств. Так, в настоящее

время существующие ограничения ориентируют НПФ/их УК на краткосрочные инвестиции с пониженным риском, что ведет к невысокой доходности. Как отмечалось, задачей госрегулятора является и разработка финансовых инструментов, отвечающих задачам долгосрочного инвестирования НПФ/их УК. Однако в настоящее время на финансовом рынке отсутствуют подобные инструменты.

Целесообразно использовать и опыт зарубежных стран по формированию для разных возрастных категорий клиентов НПФ вариативные по степени риска инвестиционные портфели. Необходимо и расширение степени вовлеченности НПФ и их УК в прямые и венчурные инвестиции, в связи с чем в работе предложены несколько вариантов такого участия.

Одновременно следует принять ряд мер и по увеличению сохранности пенсионных активов (например, в облигациях без срока погашения следует учитывать рейтинг либо выпуска, либо поручителя; следует ограничить перечень иностранных индексов, на основании которых осуществляется вложение СПР в иностранные акции и др.).

13. Результаты проведенного автором эмпирического исследования, нацеленного на выявление готовности и возможностей НПФ/их УК инвестировать/размещать пенсионные средства в долгосрочные инфраструктурные проекты, указывают на заинтересованность их руководителей вкладывать данные средства в такие проекты. Вместе с тем можно констатировать неготовность госрегулятора к подобным инвестициям НПФ и их УК (существующие в настоящее время требования к результатам МСТ, система учета и отчетности, а также установленные ограничения не способствуют реализации указанных инвестиций). Кроме того, отсутствуют стандарты долгосрочного инвестирования в инфраструктурные проекты, а само наличие качественных инвестиционных проектов ограничено. В связи с этим в исследовании предложен ряд мер, которые могут сделать указанное инвестирование более привлекательным и осуществимым для НПФ/их УК (они касаются изменения

статуса концессионных облигаций, обособления их в отдельный вид в структуре инвестиционного портфеля, разработки стандартов инвестирования в инфраструктурные проекты, методологии поиска инфраструктурных проектов, сервисных структур, мониторинга рисков, методики рейтингования инфраструктурных ценных бумаг и оценки самого проекта, учета в МСТ долгосрочности концессионных облигаций и пр.). В перспективе предлагается разрешить НПФ, при наличии у них необходимых компетенций и опыта соответствующей работы, входить в капиталы проектных компаний. Кроме того, целесообразно и создание негосударственных инфраструктурных фондов, благодаря которым НПФ могут участвовать в долгосрочном инвестировании инфраструктурных проектов.

Инвестируя/размещая пенсионные средства в облигации компаний, реализующих инфраструктурные проекты, НПФ получают долгосрочный финансовый инструмент с заранее установленной доходностью, что приведет к повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов.

Среди направлений, которые в настоящее время развиваются во всем мире, но только начинают формироваться в российских условиях, - социально ответственное инвестирование, основой которого является инвестирование в «зеленые» и социальные облигации. Для динамичного развития данного инвестирования требуется целый ряд условий, например, создание соответствующей нормативной правовой базы, разработка стандартов, закрепляющих механизмы этого инвестирования, а также «дорожной карты», где пошагово указаны мероприятия для его развития. Для инвестирования/размещения пенсионных средств в социальные инвестиции требуется выделять их отдельно в структуре инвестиционного портфеля, а также в соответствующей отчетности, при проведении МСТ в НПФ.

К числу преимуществ социально ответственного инвестирования следует отнести увеличение возможностей диверсификации инвестиционного портфеля, получение долгосрочного финансового инструмента с фиксированной

доходностью, инвестирование в сравнительно надежные ценные бумаги, так как большинство социальных проектов связано с участием в них государственных структур, либо имеют государственные гарантии. Нельзя не учитывать и имидж Фонда как социально ответственного инвестора.

14. В целях повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов НПФ, роста производительности и эффективности их работы, роста качества управления пенсионными активами, а также принимаемых в фондах управленческих решений, усиления автоматизации рутинных процессов, увеличения скорости обработки информации в СДК «Гарант» разработана Единая информационная система специализированного депозитария при обслуживании НПФ. По расчетам автора, внедрение данной Системы обеспечивает рост КПД в НПФ не менее чем на 30%.

Дальнейшее развитие Системы связано с построением нового функционала СД для НПФ на основе расширения применения методов Искусственного Интеллекта и «роботных» технологий в целях консолидации всех учетных функций, включая и определение стоимости активов и обязательств в НПФ, предоставление отчетности по управлению пенсионными активами; усиления контрольных функций СД за управлением пенсионными активами в фондах, в том числе через наделение его правом получения первичной информации об активах и их стоимости, в которые размещены/инвестированы пенсионные средства Фондом/его УК; расширения обязанностей СД, включая проведение процедуры стресс-тестирования НПФ.

15. В связи с обсуждением концепции Гарантированного пенсионного плана (ГПП) раскрыты ее недостатки: отсутствие механизмов включения ГПП в сформированную пенсионную систему, а также ответов на вопросы о дальнейшем развитии накопительной составляющей системы ОПС, конструкции участия работодателя в ГПП, совмещении программ НПО с ГПП и пр.

В работе предложены возможные сценарии дальнейшего развития российской системы пенсионного страхования: возвращение к модели, предложенной в Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы [43]; принятие ГПП без существенного изменения его концепции; принятие существенно переработанного варианта ГПП. В последнем случае предлагаются три варианта его изменений: 1) без участия работодателя (что, по сути, идентично развитию индивидуальных пенсионных планов), 2) с участием работодателя (например, по типу паритетных пенсионных программ), 3) с участием работодателя и государства (по типу программ софинансирования). Однако при всех вариантах реформирование системы пенсионного страхования Российской Федерации невозможно успешно осуществить без повышения жизненного уровня ее граждан, оплаты их труда, развития финансового рынка. Поэтому пенсионная реформа должна носить комплексный характер.

Список использованных источников

Нормативные правовые акты и документы:

1. Международный пакт об экономических, социальных и культурных правах (Принят 16.12.1966 Резолюцией 2200 /XXI/ на 1496 пленарном заседании Генеральной Ассамблеи ООН) //Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации. - 1994. - №12; Консультант Плюс. - 01.08.2020.
2. Договор о Евразийском экономическом союзе (подписан в г. Астане 29.05.2014) (редакция от 15.03.2018) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.
3. Европейский кодекс социального обеспечения (ETS №48) (Вместе со «Статьей 68 "I", "Международной стандартной отраслевой классификацией всех видов экономической деятельности", "Дополнительным обеспечением или льготами"») (Принят в г. Страсбурге 16.04.1964) (с изменениями от 16.04.1964) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.
4. Конвенция №102 Международной Организации Труда «О минимальных нормах социального обеспечения» (вместе с «Международной стандартной отраслевой классификацией всех видов экономической деятельности») (заключена в г. Женеве 28.06.1952, вступила в силу 27.04.1955, к настоящему времени ее ратифицировали 53 страны, Россия ратифицировала отдельные ее положения) //Конвенции и рекомендации, принятые Международной Конференцией труда. 1919-1956. Том I. - Женева, Международное бюро труда, 1991; Собрание законодательства Российской Федерации. - 08.06.2020. - №23. - Статья 3589; Консультант Плюс. - 01.08.2020.
5. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть первая от 31.07.1998 №146-ФЗ (редакция от 01.04.2020). Часть вторая от 05.08.2000 №117-ФЗ (редакция от 21.05.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 06.08.1998; Собрание законодательства Российской Федерации. - 07.08.2000. - №32. - Статья 3340; Консультант Плюс. - 01.08.2020.
6. Федеральный закон от 29.07.2018 №269-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в целях обеспечения права граждан на получение информации о последствиях прекращения договоров об обязательном пенсионном страховании» //Российская газета (федеральный выпуск). - 01.08.2018; Консультант Плюс. - 01.08.2020.
7. Федеральный закон от 03.10.2018 №350-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам назначения и выплаты пенсий» //Российская газета (федеральный выпуск). - 05.10.2018; Консультант Плюс. - 01.08.2020.
8. Федеральный закон от 07.03.2018 №49 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов» //Российская газета (федеральный выпуск). - 12.03.2018; Консультант Плюс. - 01.08.2020.
9. Федеральный закон от 04.12.2013 №351-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обяза-

тельного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения» (редакция от 11.12.2018) //Российская газета (федеральный выпуск). - 06.12.2013; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

10. Федеральный закон от 14.12.2015 №373-ФЗ «О внесении изменений в статью 33.3 Федерального закона "Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации" и Федеральный закон "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения"» //Российская газета (федеральный выпуск). - 17.12.2015; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

11. Федеральный закон от 10.01.2003 №14-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О негосударственных пенсионных фондах"» (редакция от 26.07.2017) //Российская газета (федеральный выпуск). - 14.01.2003; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

12. Федеральный закон от 28.12.2013 №422-ФЗ «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений, установлении и осуществлении выплат за счет средств пенсионных накоплений» (редакция от 16.10.2019) //Российская газета (федеральный выпуск). - 30.12.2013; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

13. Федеральный закон от 17.07.1999 №178-ФЗ «О государственной социальной помощи» (редакция от 13.07.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 23.07.1999; Консультант Плюс. - 01.08.2020

14. Федеральный закон от 30.04.2008 №56-ФЗ «О дополнительных страховых взносах на накопительную пенсию и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений» (редакция от 01.10.2019) //Российская газета. - 06.05.2008; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

15. Федеральный закон от 05.03.1999 №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (редакция от 01.04.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 11.03.1999; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

16. Федеральный закон от 21.07.2005 №115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (редакция от 27.12.2018) //Российская газета (федеральный выпуск). - 26.07.2005; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

17. Федеральный закон от 07.05.1998 №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (редакция от 18.03.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 13.05.1998; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

18. Федеральный закон от 24.10.1997 №134-ФЗ «О прожиточном минимуме в Российской Федерации» (редакция от 01.04.2019) //Российская газета (федеральный выпуск). - 29.10.1997; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

19. Федеральный закон 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (редакция от 27.12.2019, с изменениями от 07.04.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 25.04.1996; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

20. Федеральный закон от 07.12.2011 №414-ФЗ «О центральном депозитарии» (редакция от 06.02.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 09.12.2011; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

21. Федеральный закон от 24.07.2002 №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» (редакция от 03.08.2018) //Российская газета (федеральный выпуск). - 30.07.2002; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

22. Федеральный закон от 25.02.1999 №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (редакция от 02.08.2019) //Российская газета (федеральный выпуск). - 04.03.1999; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

23. Федеральный закон от 28.11.2011 №335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» (редакция от 27.12.2018) //Российская газета (федеральный выпуск). - 07.12.2011; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

24. Федеральный закон 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (редакция от 02.12.2019) //Российская газета (федеральный выпуск). - 04.12.2001; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

25. Федеральный закон от 15.12.2001 №167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» (редакция от 01.04.2020) //Российская газета (федеральный выпуск). - 20.12.2001; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

26. Федеральный закон от 10.01.2002 №7-ФЗ «Об охране окружающей среды» (редакция от 27.12.2019) //Российская газета (федеральный выпуск). - 12.01.2002; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

27. Закон РСФСР от 26.06.1991 №1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (редакция от 26.07.2017) (утратил силу в части норм, противоречащих Федеральному закону от 25.02.1999 №39-ФЗ) //Бюллетень нормативных актов. - 1992. - №2-3; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

28. Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 №204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» (редакция от 19.07.2018) //Российская газета (федеральный выпуск). - 09.05.2018; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

29. Указ Президента Российской Федерации от 16.09.1992 №1077 «О негосударственных пенсионных фондах» (редакция от 12.04.1999) (утратил силу) //Российская газета (федеральный выпуск). - 23.09.1992; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

30. Указ Президента Российской Федерации от 02.03.1992 №210 «О системе минимальных потребительских бюджетов населения Российской Федерации» //Ведомости Съезда народных депутатов и Верховного Совета Россий-

ской Федерации. - 12.03.1992. - №11. - Статья 558; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

31. Указ Президента Российской Федерации от 13.05.2017 №208 «О Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года» //Собрание законодательства Российской Федерации. - 15.05.2017. - №20. - Ст.2902; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

32. Указ Президента Российской Федерации от 13.05.2019 №216 «Об утверждении Доктрины энергетической безопасности Российской Федерации» //Собрание законодательства Российской Федерации. - 20.05.2019. - №20. - Статья 2421; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

33. Указ Президента Российской Федерации от 01.07.1996 №1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (редакция от 16.10.2000) //Российская газета (федеральный выпуск). - 05.07.1996; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

34. Постановление Правительства Российской Федерации от 15.04.2020 №515 «О признании утратившими силу некоторых актов и отдельных положений некоторых актов Правительства Российской Федерации» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

35. Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2019 №1228 «О принятии Парижского соглашения» //Собрание законодательства Российской Федерации. - 30.09.2019. - №39. - Статья 5430; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

36. Постановление Правительства Российской Федерации от 28.01.2013 №54 «Об утверждении методических рекомендаций по определению потребительской корзины для основных социально-демографических групп населения в субъектах Российской Федерации» (редакция от 19.08.2014) //Российская газета (федеральный выпуск). - 01.02.2013; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

37. Постановление Правительства Российской Федерации от 30.04.2019 №541 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий» //Собрание законодательства Российской Федерации. - 13.05.2019. - №19. - Статья 2298; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

38. Постановление Правительства Российской Федерации от 01.02.2007 №63 «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением» (редакция от 26.08.2013) //Российская газета (федеральный выпуск). - 07.02.2007; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

39. Постановление Правительства Российской Федерации от 12.07.2018 №814 «Об установлении срока осуществления государственной корпорацией "Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)"

функций государственной управляющей компании по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений, а также государственной управляющей компании средствами выплатного резерва» //Собрание законодательства Российской Федерации. - 2018. - №30. - Статья 4730; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

40. Постановление Правительства Российской Федерации от 14.06.2013 №503 «Об установлении срока осуществления государственной корпорацией "Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)" функций государственной управляющей компании по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений, а также государственной управляющей компании средствами выплатного резерва» (утратило силу) //Собрание законодательства Российской Федерации. - 2013. - №25. - Статья 3164; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

41. Постановление Правительства Российской Федерации от 13.12.1999 №1385 «Об утверждении Требований к пенсионным схемам негосударственных пенсионных фондов, применяемым для негосударственного пенсионного обеспечения населения» //Российская газета (федеральный выпуск). - 21.01.2000; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

42. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 18.12.2012 №2423-р «Об утверждении Плана действий по реализации Основ государственной политики в области экологического развития Российской Федерации на период до 2030 года» (редакция от 10.08.2016) //Собрание законодательства Российской Федерации. - 24.12.2012. - №52. - Статья 7561; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

43. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 25.12.2012 №2524-р «Об утверждении Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы» (редакция от 24.10.2018) //Собрание законодательства Российской Федерации. - 31.12.2012. - №53. - Часть 2. - Статья 8029; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

44. Информационное письмо Банка России участникам рынка ценных бумаг от 15.07.2020 №ИН-06-28/111 «О рекомендациях по реализации принципов ответственного инвестирования» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

45. Положение Банка России от 10.06.2015 №474-П «О деятельности специализированных депозитариев» (зарегистрировано в Минюсте России 26.06.2015 №37783) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

46. Положение Банка России от 27.03.2020 №714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (зарегистрировано в Минюсте России 24.04.2020 №58203) //Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru/>, 13.05.2020. - (Дата обращения 01.08.2020).

47. Положение Банка России от 19.12.2019 №706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (зарегистрировано в Минюсте России 21.04.2020 №58158)

//Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru/>. - (Дата обращения 01.08.2020).

48. Положение Банка России от 01.03.2017 №580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии» (редакция от 20.04.2020) (зарегистрировано в Минюсте России 23.06.2017 №47127) //Вестник Банка России. - 10.07.2017. - №56; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

49. Приказ Банка России от 27.05.2020 №ОД-837 «Об утверждении сценариев стресс-тестирования финансовой устойчивости негосударственных пенсионных фондов и отмене приказа Банка России от 12 марта 2020 года №ОД-425» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

50. Приказ Банка России от 20.09.2019 №ОД-2191 «Об утверждении сценариев стресс-тестирования финансовой устойчивости негосударственных пенсионных фондов и отмене Приказа Банка России от 25 марта 2019 года №ОД-655» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

51. Указание Банка России от 20.04.2020 №5445-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 1 марта 2017 года №580-П "Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

52. Указание Банка России от 10.01.2019 №5054-У «О внесении изменений в пункты 1.1 и 1.3 Положения Банка России от 1 марта 2017 года №580-П "Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии"» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

53. Указание Банка России от 30.05.2016 №4028-У «О порядке расчета собственных средств негосударственных пенсионных фондов» (редакция от 30.09.2019) (зарегистрировано в Минюсте России 24.06.2016 №42635) //Вестник Банка России. - 07.07.2016; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

54. Указание Банка России от 31.10.2018 №4954-У «О порядке расчета текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих пенсионные накопления, порядке и сроках расчета стоимости активов, составляющих пенсионные резервы, и совокупной стоимости пенсионных резервов негосударственного пенсионного фонда» (редакция от 20.04.2020) (зарегистрировано в Минюсте России 28.11.2018 №52816) //Вестник Банка России. - 10.12.2018; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

55. Указание Банка России от 04.07.2016 №4060-У «О требованиях к организации системы управления рисками негосударственного пенсионного фонда» (редакция от 14.01.2019) (зарегистрировано в Минюсте России 01.08.2016 №43052) //Вестник Банка России. - 17.08.2016. - №74; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

56. Указание Банка России от 19.07.2016 №4075-У «О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании» (зарегистрировано в Минюсте России 15.08.2016 №43234) //Вестник Банка России. - 01.09.2016; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

57. Указание Банка России от 05.12.2019 №5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов» (зарегистрировано в Минюсте России 16.03.2020 №57758) (вступление в силу отложено до 01.01.2021) //Письмо Банка России от 20.03.2020 //015-54/2082) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

58. Указание Банка России от 27.11.2017 №4623-У «О формах, сроках и порядке составления и представления в Банк России отчетности о деятельности, в том числе требованиях к отчетности по обязательному пенсионному страхованию, негосударственных пенсионных фондов» (редакция от 04.04.2019) (зарегистрировано в Минюсте России 22.12.2017 №49384) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

59. Указание Банка России от 29.03.2017 №4332-У «Об обязательных условиях договора доверительного управления средствами пенсионных резервов и (или) средствами пенсионных накоплений, заключаемого негосударственным пенсионным фондом с управляющей компанией» (зарегистрировано в Минюсте России 22.08.2017 №47894) //Вестник Банка России. - 14.09.2017. - №80; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

60. Указание Банка России от 07.10.2014 №3416-У «Об установлении дополнительных требований к порядку формирования резерва негосударственного пенсионного фонда по обязательному пенсионному страхованию, ставок ежегодных отчислений в резерв негосударственного пенсионного фонда по обязательному пенсионному страхованию, а также ставок гарантийных взносов в фонд гарантирования пенсионных накоплений» //Вестник Банка России. - 19.11.2014. - №104; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

61. Приказ Минфина России от 28.12.2015 №217н «О введении Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности в действие на территории Российской Федерации и о признании утратившими силу некоторых приказов (отдельных положений приказов) Министерства финансов Российской Федерации» (редакция от 11.07.2016) (зарегистрирован в Минюсте России 02.02.2016 №40940) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

62. Приказ Минфина России от 18.11.2005 №140н «Об утверждении Порядка расчета результатов инвестирования средств пенсионных накоплений для их отражения в специальной части индивидуальных лицевых счетов застрахованных лиц» (редакция от 09.04.2015) (зарегистрирован в Минюсте России 26.12.2005 №7301) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

63. Приказ Минфина России от 22.08.2005 №107н (редакция от 23.07.2015) «Об утверждении Стандартов раскрытия информации об инвестировании средств пенсионных накоплений (редакция от 23.07.2015) (зарегистрирован в Минюсте России 12.10.2005 №7067) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

64. Письмо ФСФР России от 15.05.2007 №07-ОВ-01/9826 «О деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами» //Вестник ФСФР России. - 29.06.2007; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

65. Приказ ФСФР России от 10.11.2009 №09-45/пз-н «Об утверждении Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и

накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, а также об утверждении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» (редакция от 11.10.2017) (зарегистрировано в Минюсте России 20.01.2010 №16030) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

66. ГОСТ Р ИСО 26000-2012. Национальный стандарт Российской Федерации. «Руководство по социальной ответственности» (утвержден и введен в действие Приказом Росстандарта от 29.11.2012 №1611-ст) из информационного банка «Отраслевые технические нормы». - М.: Стандартинформ, 2014 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://kadis.org/konsultant-plus/podobrat-sistemu/informatsionnye-banki/otraslevye-tekhicheskie-normy>. - (Дата обращения 01.08.2020).

67. Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 23.12.2013 №ВАС-15131/13 по делу №А40-82604/12-57-783 «Об отказе в передаче дела в Президиум Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации». Текст Определения официально опубликован не был. Истец: НПФ «Роствертол». Ответчик: ООО «УК "АГАНА"» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

68. Постановление ФАС Московского округа от 19.03.2014 №Ф05-449/2014 по делу №А40-67174/13-50-629 //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

69. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 19.03.2015 №Ф05-1031/2015 по делу №А40-67174/13-50-62. Требование: О взыскании денежных средств по договору доверительного управления средствами пенсионных накоплений. Обстоятельства: Истец ссылается на то, что уведомил ответчика об одностороннем отказе от договора, указав при этом в уведомлении реквизиты для перечисления денежных средств. Решение: Требование удовлетворено, поскольку после получения ответчиком уведомления о прекращении договора им была возвращена только часть денежных средств, переданных в доверительное управление //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

70. Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 21.01.2020 №Ф10-5641/2019 по делу №А68-12663/2018 //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

71. Генеральное соглашение между общероссийскими объединениями профсоюзов, общероссийскими объединениями работодателей и Правительством Российской Федерации на 2018-2020 годы //Российская газета (федеральный выпуск). - 05.02.2018.

Источники на русском языке:

72. *Абакумова Н.Н., Волкова А.С.* Пенсионное обеспечение: история развития, современное состояние //Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. - 2018. - №1 (60). - С.895-898.

73. *Абдулкадыров С.С.* Понятие, содержание и сущность проектных облигаций в России и за рубежом //Международное публичное и частное право. - 2014. - №4. - С.23-26.

74. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М.* Долгосрочные портфельные инвестиции: новый взгляд на доходность и риски //Вопросы экономики. - 2015. - №10. - С.54-77.

75. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К.* Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ //Вопросы экономики. - 2015. - №7. - С.26-44.

76. *Абрамов А.Е., Чернова М.И.* Анализ эффективности портфелей негосударственных пенсионных фондов и паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации //Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. - 2015. - Том 2. - №1. - С.659-671.

77. *Абрамов А., Чернова М.* Как сделать НПФ понятным //Вестник НАУФОР. - 2019. - №11 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://naufor.ru/tree.asp?n=18252>. - (Дата обращения 01.08.2020).

78. Агентство по страхованию вкладов. Ликвидация НПФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.asv.org.ru/liquidation-npf/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

79. Агентство по страхованию вкладов. Реестр фондов - участников [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.asv.org.ru/pension/list_npf/index.php. - (Дата обращения: 01.08.2020).

80. Акционерное общество «ВЭБ Инфраструктура» (АО «ИнфраВЭБ»). Портфель открыт. Пенсионные ресурсы станут важным источником долгосрочных инвестиций [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.vebinfra.ru/media/pensionnye-resursy-stanut-vazhnym-istochnikom-dolgosrochnykh-investitsiy/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

81. Аналитическая записка: «О состоянии и направлениях развития рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру России» Экспертного совета по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России. - М., 2018 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/view/0/?>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

82. Аналитическая записка: «Сравнительный анализ механизмов финансирования «зеленых» и «грязных» инвестиционных проектов». «Научно-исследовательский финансовый институт» (НИФИ). - М., 2016. - 78 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2018/06/main/2016_part_1.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

83. *Андрющенко Г.И., Волков И.А.* Корпоративные пенсионные программы как инструмент комплексной модернизации пенсионной системы Российской Федерации //Социальная политика и социология. - 2016. - Том 15. - №5. - С.17-25.

84. *Андрющенко Г.И., Савина М.В.* Социально-экономические риски функционирования современной пенсионной системы России //Социальная политика и социология. - 2018. - Том 17. - №2 (127). - С.9-18.

85. АО «НПФ «Алмазная осень» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://npfao.ru/press-center/npf-almaznaya-osen-proindeksiroval-pensii-veteranam-alrosa-v-2019-g/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

86. АО «НПФ ГАЗФОНД» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://gazfond.ru/about/investment_policy/pension_reserves/?first_section=1827&second_section=1835#chart. - (Дата обращения: 01.08.2020).

87. АО «НПФ «Сафмар». Данные исследования «Отношения россиян к самостоятельному накоплению на старость» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.npfsafmar.ru/press/research/attitude-of-russians-towards-independent-pension-accumulation>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

88. АО «НПФ Сбербанка». После выхода на пенсию россияне хотят получать 59000 рублей [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://npfsberbanka.ru/news/38183/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

89. АО «НПФ «Стройкомплекс» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://npf-stroycomplex.ru/about/investment/>. - (Дата обращения 01.08.2020).

90. *Аракчеев В.С.* К вопросу о соотношении государственного и страхового пенсионного обеспечения //Правовые проблемы укрепления российской государственности: Сборник статей Всероссийской научно-практической конференции (г. Томск, январь 2017) /Редакторы: В.М.Лебедев, Г.Л.Осокина, Е.С.Болтанова, Н.Г.Галковская, Г.Г.Пашкова. Юридический институт Национального исследовательского Томского государственного университета. - Томск, 2017. - С.65-67.

91. *Аранжереев М.М.* Проблемы реализации пенсионной реформы и деятельности НПФ //Пенсионные фонды и инвестиции. - 2005. - №3 (21). - С.20-24.

92. *Аранжереев М.М., Орлова И.Ю.* Негосударственные пенсионные фонды. - М.: Издательство Московского университета, 2012. - 223 с.

93. *Бабушкин М.Б., Помазкин Д.В.* Оценка увеличения современной стоимости долгосрочных обязательств в условиях снижения уровня смертности //Пенсионное обозрение. - 2013. - №3 (15) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/obs-article-581>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

94. *Баженов И.Н.* «Зеленое финансирование»: мировые тенденции и российская практика //Проблемы национальной стратегии. - 2018. - №5 (50). - С.172-186.

95. Банк России [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/27886/digest_2020-q1.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

96. Банк России. Открытые данные [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/. - (Дата обращения: 01.08.2020).

97. Банк России. Департамент коллективных инвестиций и доверительного управления. Тенденции рынка НПФ (на основе оперативных данных специа-

лизированных депозитариев). IV квартал 2019 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://old.cbr.ru/Collection/market_trends_2019-q4.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

98. Банк России. Доклад для общественных консультаций «Концепция макропруденциального стресс-тестирования». - М., 2017 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/50685/Consultation_Paper_171019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

99. Банк России. Доходность НПФ за 2019 год. - М.: Банк России, 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/27892/prof_npf_2019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

100. Банк России. Итоги НПФ за 2018 год [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2018y/. - (Дата обращения: 01.08.2020).

101. Банк России. Концепция пропорционального регулирования и риск-ориентированного надзора за НФО. - М., 2018 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbr.ru/Content/Document/File/46871/PropNadz.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

102. Банк России. Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов. Информационно-аналитический материал. III квартал 2019 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/25628/review_npf_19q3.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

103. Банк России. Обзор ключевых показателей некредитных финансовых организаций по итогам 2014 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/. - (Дата обращения: 01.08.2020).

104. Банк России. Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов. 2019 год - I квартал 2020 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29119/review_npf_19-20q1. - (Дата обращения: 01.08.2020).

105. Банк России. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов. - М., 2019 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

106. Банк России. Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов за 9 месяцев 2019 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2016/. - (Дата обращения: 01.08.2020).

107. Банк России. Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг. Доклад для общественных консультаций. - М., 2020. - 28 с.
108. Банк России. Развитие института специализированных депозитариев. Доклад для общественных консультаций. Март 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/104780/Consultation_Paper_200310.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).
109. Банк России. Расчеты: НРА [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://cbr.ru/statistics/nps/psrf/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
110. Банк России. Реестр лицензий специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/securities_market/registries/ - (Дата обращения: 01.08.2020).
111. Банк России. Тенденции рынка НПФ. IV квартал 2019 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/27274/NPF_market_trends_2019-q4.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).
112. Банк России. 2018 год. Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов. Информационно-аналитический материал. - М., 2019 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://napf.ru/files/2018.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
113. Банк России. 2018 год. Прекращение деятельности страховых организаций и негосударственных пенсионных фондов. Информационно-аналитический материал. - М., 2019 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/23711/termination_activities_insurance_npf_2_2018.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).
114. *Баранов А.В.* О сложностях введения единого норматива достаточности для небанковских участников российского финансового рынка //Рынок ценных бумаг. - 2016. - №2. - С.59-63.
115. *Баранов А.В., Пиванов М.* Регуляторные требования по организации управления рисками НПФ в России //Пенсионное обозрение. - 2019. - №3 (39), июль-сентябрь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/47502>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
116. *Батаев В.В.* Проблемы и перспективы развития системы досрочных пенсий //Проблемы экономики и юридической практики. - 2017. - №1. - С.58-61.
117. *Бестужев-Лада И.В.* Методологические проблемы исследования качества, уровня и образа жизни //Современные концепции уровня, качества и образа жизни. - М.: ИСИ АН СССР, 1978. - 98 с.
118. *Бик С.* Институты «длинных» денег: зарубежный опыт и российские реалии. - 04.08.2015 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/104780/Consultation_Paper_200310.pdf

//investinfra.ru/gchp-kontsessii-i-investitsii/instituty-dlinnyh-deneg-zarubezhnyu-opyt-i-rossiyskie-realii.html. - (Дата обращения: 01.08.2020).

119. *Блауг М.* Экономическая мысль в ретроспективе = Economic Theory in Retrospect /Перевод с английского. - М.: Академия народного хозяйства; Дело ЛТд, 1994. - 687 с.

120. *Бобков В.Н., Одинцова Е.В., Бобков Н.В.* Актуальность разработки национальной Программы повышения доходов, снижения бедности и неравенства //Уровень жизни населения регионов России. - 2020. - Том 16. - №2. - С.9-25.

121. *Богачева О.В., Смородинов О.В.* «Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов //Финансовый журнал / Financial journal. - 2016. - №2. - С.70-81.

122. Большая пресс-конференция Президента Российской Федерации В.В.Путина. 14.12.2017. Стенограмма [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://kremlin.ru/events/president/transcripts/56378>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

123. *Бончик В.М.* Негосударственные пенсионные фонды. Финансовая устойчивость и актуарные расчеты. - М.: Дашков и К°, 2014. - 203 с.

124. *Бровчак С.В.* Практика антикризисного управления НПФ //Управление в страховой компании. - 2009. - №3 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.lawmix.ru/bux/17567>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

125. *Бродунов А.Н.* Рынок ценных бумаг. - М.: МИЭМП, 2010. - 264 с.

126. *Буренин А.Н.* Управление портфелем ценных бумаг. 2-е издание, исправленное и дополненное. - М.: Научно-техническое общество имени С.И.Вавилова, 2008. - 400 с.

127. *Бычков А.* Управление пенсионными резервами. НПФ или ПФР? //Финансовая газета. - 2014, ноябрь. - №41.

128. В поисках реального. Активы и стратегии пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/biblioteka-lidera/v-poiskah-realnogo.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

129. *Вавулин Д.А., Федотов В.Н.* К вопросу об итогах инвестирования пенсионных накоплений управляющими компаниями //Финансы и кредит. - 2010. - №25. - С.54-63.

130. Ваш пенсионный брокер. Индикаторы достаточности уровня пенсий: международные подходы и предложения для России [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pbroker.ru/?p=57687>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

131. Ведомости. Пенсионные фонды никак не найдут свою дорогу [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/04/24/767636-fondi-ne-naidut-dorogu>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

132. *Вильямс Б.* Деньги без учебников //Эксперт». - «D'». - №5 (9), 1 мая 2006 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://expert.ru/d-stroke/2006/05/bill_vilyams/. - (Дата обращения: 01.08.2020).
133. *Волкова А.С.* Пенсионная грамотность студентов в период реформирования накопительной пенсии //Финансовая экономика. - 2018. - №5. - С.26-30.
134. *Воронин Ю.В., Гонтмахер Е.Ш., Сафонов А.Л.* Обязательное пенсионное страхование: пути реформирования //Политика активного долголетия и пенсионные реформы: российский и международный опыт. Выпуск 1: сборник статей /Составители: О.В.Синявская, О.В.Ворон; перевод с французского О.В.Ворон, перевод с английского М.А.Устиновой; Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». - М.: Издательский дом Высшей школы экономики, 2020. - С.7-21.
135. *Воронин Ю.В., Савицкая Т.М.* Проблемы реализации стратегии долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации //Социальное и пенсионное право. - 2016. - №4. - С.3-20.
136. *Воронин Ю.В., Столяров А.В.* Трансформация накопительного элемента пенсионной системы Российской Федерации: в поисках концептуализации современной модели //Журнал российского права. - 2020. - №2. - С.94-111.
137. *Воронов А.М., Гоголев А.М.* Превентивный налоговый контроль //Актуальные проблемы гармонизации судебной реформы с реформой государственного контроля и надзора: Сборник научных статей. - М.: РГУП, 2018. - С.62-69.
138. ВЭБ.РФ - государственная корпорация развития [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://вэб.рф/press-tsentr/9614/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
139. *Гитман Л.Дж., Джонк М.Д.* Основы инвестирования /Перевод с английского: О.В.Буклемишев и др. - М.: Дело, 1997. - 991 с.
140. Годовой доклад «Концессии в России-2019: основные итоги и тренды» подготовлен Аналитической службой Национальной ассоциации концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-koncessii-2019-full.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
141. Годовой отчет Государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» за 2019 год. Утвержден решением Совета директоров Агентства от 13.03.2020 (протокол №1, раздел 1). - М., 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.asv.org.ru/agency/annual/2019/2019_year.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

142. *Гонтмахер Е.Ш.* Главная проблема современной России - отношение государства к человеку //Журнала «Полилог/Polylogos». - 2018. - Том 2. - №2. - С.1-9.
143. *Горюнов И.Ю.* Негосударственные пенсионные фонды: социальный институт и субъекты рынка //Человек и труд. - 2006. - №6. - С.45-54.
144. ГУК (ВЭБ.РФ) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://pensiya.veb.ru/rejting-dohodnosti/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
145. Дайджест вкладчика (Выпуск №215/1053) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://moip.viperson.ru/articles/daydzhest-vkladchika-vypusk-215-1053>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
146. *Данишевская И.В.* Этапы реформирования системы пенсионных накоплений и возрастание роли негосударственных пенсионных фондов //Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2011. - №4. - С.37-46.
147. *Дегтярев Г.П.* Пенсионные реформы в России /Институт социально-экономических проблем народонаселения. - М.: Academia, 2003. - 336 с.
148. *Деева А.И.* Инвестиции /Московская академия экономики и права. 2-е издание, переработанное и дополненное. - М.: Экзамен, 2005. - 397 с.
149. Десять великих экономистов от Маркса до Кейнса /Йозеф Алоиз Шумпетер. Перевод с английского Н.В.Автономовой, И.М.Осадчей, Н.А.Розинской; под научной редакцией В.С.Автомова. - М.: Издательство Института Гайдара, 2011. - 400 с.
150. Директива №2016/2341 Европейского парламента и Совета Европейского Союза «О деятельности учреждений профессионального пенсионного страхования и о надзоре за этой деятельностью (IORPs) (в новой редакции)» (вместе с «Корреляционной таблицей») (принята в г. Страсбурге 14.12.2016) (на английском языке опубликована в Official Journal of the European Union. - 23.12.2016. - N.L.354) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.
151. Директива Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2014/57/ЕС от 16.04.2014 об уголовных санкциях за злоупотребления на рынке (Директива о злоупотреблениях на рынке) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.
152. Директива 2014/65/EU Европейского Парламента и Совета от 15.05.2014 «О рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/EU (в новой редакции)» //Официальный вестник Европейского Союза. - 12.06.2014.
153. *Дмитриев М.Э.* Контуры пенсионной системы постиндустриального мира //Экономическая политика. - 2010. - №2. - С.77-81.
154. Доклад «ТКБ Инвестмент партнерс» на Уральской конференции НАУФОР, октябрь 2018 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://naufor.ru/tree.uralconf.asp?n=15078>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
155. Доклад «Экологизация финансовой системы: изменяя правила игры - Роль центральных банков» (Greening the Financial System: Tilting the

playing field - The role of central banks) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-greening-the-financial-system-20191016.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

156. *Дятлова Н.* Вопросы расширения финансового инструментария через использование инфраструктурных облигаций. - 06.06.2018 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/present-mfk/IFC-2018-dyatlova-voprosy-rasshreniya-finansovogo-instrumentariya-cherez-ispolzovanie-infrastrukturnyh-obligatsij.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

157. Европейская комиссия подготовила отчет о мерах стимулирования внедрения ESG-факторов в Европе [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/evropeyskaya-komissiya-podgotovila-otchet-о-merah-stimulirovaniya-vnedreniya-esg-faktorov-v-evrope.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

158. *Ефимова М.Р., Бычкова С.Г.* Социальная статистика /Под редакцией М.Р.Ефимовой. - М.: Финансы и статистика, 2003. - 559 с.

159. *Жеребин В.М., Ермакова Н.А.* Уровень жизни населения - как он понимается сегодня //Вопросы статистики. - 2000. - №8. - С.3-11.

160. *Жуйков А.Е.* Стандарт ответственного инвестирования активов пенсионного фонда //Пенсионное обозрение. - 2010. - №3, июль-сентябрь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/obs-article-77>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

161. *Зариковский Г.М.* Качество жизни населения России: монография. - М.: Гостехиздат, 2018. - 243 с.

162. *Захаров М.Л.* Международные правовые стандарты пенсионного обеспечения и российская страховая пенсионная система //Журнал российского права. - 2015. - №7. - С.5-12.

163. *Захаров М.Л., Тучкова Э.Г.* Право социального обеспечения России. - М.: Волтерс Клувер, 2004. - 568 с.

164. «Зеленые» финансы: Повестка дня для России. Диагностическая записка. Экспертный Совет по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России. Рабочая группа по вопросам ответственного финансирования (ESG-finance), в т.ч. «зеленого» финансирования. - М.: Всемирный фонд дикой природы (WWF), НАКДИ, 2018. - 63 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-zelenye-finansy-povestka-dnya-dlya-rossii-291018.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

165. Зеленая экономика: определения и понятия /Составители: *М.В.Бабенко, С.И.Бик, А.И.Постнова.* - М.: Всемирный фонд дикой природы (WWF), НАКДИ, 2018. - 36 с.

166. *Иванов С.А.* К вопросу об эволюции теории инвестирования //Проблемы современной экономики. - 2004. - №4 (12) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.m-economy.ru>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

167. *Игонина Л.Л.* Инвестиции. - М.: Экономистъ, 2005. - 311 с.

168. *Ильина Е.* Место специализированного депозитария в инфраструктуре финансового рынка //Депозитариум. - 2013.- №11-12. - С.17-21.
169. Инвестиционная деятельность /*Киселева Н.В., Боровикова Т.В., Захарова Г.В.* и др.; под редакцией Г.П.Подшиваленко, Н.В.Киселевой. 2-е издание, стереотипное. - М.: КНОРУС, 2006. - 420 с.
170. Информационное агентство ИНВЕСТИНФРА [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://investinfra.ru/novosti/opredeleny-krupneyshie-upravlyayuschie-kompanii-mira-po-itogam-2017-goda.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
171. Инфраструктура рынка ценных бумаг и цифровых прав. - М.: Магистр, 2019. - 70 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://docviewer.yandex.ru/view/0/?page=36&*. - (Дата обращения: 01.08.2020).
172. Институт социальной политики НИУ ВШЭ. Влияние пандемии COVID-19 на институты социального страхования [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.hse.ru/data/2020/03/31/1552628861/ИСП%20ВШЭ_Пандемия%20и%20социальное%20страхование_Discussion%20Paper_31032020.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).
173. Итоги встречи Президента Российской Федерации В.В.Путина с IT-инвесторами. - 11.03.2020 //Официальный сайт Президента России [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/62970>. - (Дата обращения 01.08.2020).
174. Итоги 2019 года на российском фондовом рынке и перспективы на 2020 год [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://qbfin.ru/analytics/reviews/itogi-2019-goda-na-rossiyskom-fondovom-rynke-i-perspektivy-na-2020-god>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
175. *Ильина Е.* Место специализированного депозитария в инфраструктуре финансового рынка //Депозитариум. - 2013. - №11-12. - С.17-21.
176. *Каминский П.Л., Павлюченко В.Г., Хмелевская С.А.* Социальное страхование: теория и практика. - М.: ПЕР СЭ, 2003. - 268 с.
177. *Карпунин В.* Как инвесторам реагировать на замедление инфляции //Ведомости. - 25.11.2019 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/finance/blogs/2019/11/25/817089-investoram-zamedlenie-inflyatsii>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
178. *Катульский Е.Д.* Развитие человеческого капитала в условиях экономики знаний //МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). - 2013. - №15. - С.74-78.
179. *Кейнс Дж.М.* Общая теория занятости, процента и денег. - М., 1978 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
180. *Киселева А.С.* Анализ эффективности портфелей пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов //Пенсионное обозрение.

- 2019. - №4 (40), октябрь-декабрь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/127948>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

181. *Ковалевская Н.С., Ковалевский М.А.* Социально-экономические и правовые проблемы негосударственного пенсионного обеспечения (часть II) //Социальное и пенсионное право. - 2015. - №1. - С.3-12.

182. *Кокорев Р.А.* НПФ на очередном переломе: новые вызовы и вопросы без ясных ответов //Пенсионное обозрение. - 2019. - №1 (37), январь-март [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/47417>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

183. *Колганова Е.А.* Стресс-тестирование инвестиционных портфелей НПФ: несовершенства методики //Экономика. Бизнес. Банки. - 2019. - №1 (28), январь. - С.117-124.

184. *Колобаев О.М.* Как мы пережили дефолт [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.infoarchives.ru/old-site/data/cdnafpf15/data/002.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

185. *Коноплева Ю.А.* Теории формирования эффективного инвестиционного портфеля //Известия Уральского государственного экономического университета. - 2015. - №3 (59). - С.48-55.

186. Концепция внедрения риск-ориентированного подхода к регулированию страхового сектора в Российской Федерации [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/41412/concept_solvency_II.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

187. Концепция организации в России методологической системы по развитию «зеленых» финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования. Подготовлена Экспертным советом по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России, Рабочей группой по вопросам ответственного финансирования (ESG-finance). - М., 2019 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/84163/press_04102019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

188. *Коньков В.А.* Принцип обеспечения сохранности средств пенсионных резервов в правоотношениях из пенсионного договора //Бизнес, менеджмент и право. - 2015. - С.142-145.

189. *Корчагин Ю.А.* Инвестиционная стратегия. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006. - 315 с.

190. *Корчагин Ю.А.* Теория хаоса и рынок ценных бумаг //Проблемы региональной экономики. - 2016. - №14 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.lerc.ru/?part=bulletin&art=14&page=15>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

191. *Кох И.А.* Элементы современной портфельной теории //Финансы, денежное обращение и кредит. - 2009. - №8 (57). - С.267-270.

192. Круглый стол «Будущее пенсионного рынка», Москва, 26.05.2015 //РА эксперт [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://RAexpert.ru>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
193. Кузин А.А. К вопросу о возможности и целесообразности изменения правового статуса негосударственных пенсионных фондов //Социально-политические науки. - 2013. - №1. - С.69-74.
194. Куртин А.В. Некоторые аспекты реформирования пенсионной системы Российской Федерации //Трудовое право. - 2006. - №4. - С.40-47.
195. Лаптева А.М. Содержание и сущность понятия «инвестиции» //Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 14. Право. - 2015. - Выпуск 3. - С.45-54.
196. Лескова Ю.Г. Саморегулирование как экономическое и правовое явление //Журнал российского права. - 2011. - №5. - С.48-56.
197. Ломтатидзе О.В. Проблемы инвестирования средств пенсионных накоплений //Финансы и кредит. - 2010. - № 29. - С.54-58.
198. Лукин С.А. Какая пенсионная реформа нам нужна? //Пенсионное обозрение. - 2018. - №2 (34) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/46746>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
199. Максимов Д.М. Пенсионный траст как форма трансграничного накопления и движения капитала в английском праве //Законодательство и экономика. - 2015. - №12. - С.57-83.
200. Марковиц Г. Выбор портфеля /Перевод: The Journal of Finance. - 1952. - Volume 7. - №1. - P.77-91 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://assetallocation.ru/portfolio-selection/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
201. Материалы Второго заседания (18.12.2019) подгруппы 10 «Коллективные инвестиции» Рабочей группы Банка России по оптимизации регуляторной нагрузки на участников финансового рынка [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://cbr.ru/explan/npf_kol_invest/. - (Дата обращения: 01.08.2020).
202. Материалы Третьего заседания рабочей группы Совета венчурного рынка при РВК по вопросам привлечения на рынок средств негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.rvc.ru/press-service/news/investment/139357/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
203. Мачульская Е.Е. Пенсионные реформы в Европе: можно ли использовать опыт европейских стран в России? [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://отрасли-права.рф/article/26606>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
204. Международный стандарт ИСО 26000:2010 «Руководство по социальной ответственности» (ISO 26000:2010 «Guidance on social responsibility») [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://smartcons.org/photoz/downloadfiles/ISO_26000_%28Rus%29-draft.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

205. *Мильчакова Н.А.* К вопросу о зависимости рынка акций и инфляции // *Экономический анализ: теория и практика.* - 2003. - №5, май. - С.36-42.
206. Министерство финансов Российской Федерации. Обзор инвестирования пенсионных накоплений в 2017 году [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.minfin.ru/ru/search/?q_4=обзор+&source_id_4=6. - (Дата обращения: 01.08.2020).
207. Министерство финансов Российской Федерации. «Об основных результатах деятельности Министерства финансов Российской Федерации в 2019 году и задачах органов финансовой системы Российской Федерации на 2020 год. Итоговый доклад» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2020/03/main/ItoGovuyu_doklad_2020.pdf - (Дата обращения: 01.08.2020).
208. Министерство экономического развития Российской Федерации. Информационно-аналитический обзор «О развитии государственно-частного партнерства в Российской Федерации». Февраль 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.economy.gov.ru/material/file/6b5f12f3140cf044f1f715d18dfdef0a/gchp%2021.02.2020.pdf.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
209. *Мицель А.А., Рекундаль О.И.* Инвестиционный портфель пенсионных накоплений // *Финансовая аналитика: проблемы и решения.* - 2011. - №40. - С.2-5.
210. *Михальчук В.Ю.* Негосударственные пенсионные фонды о ходе пенсионной реформы в России // *Финансы.* - 2007. - №1. - С.95-96.
211. Московская Биржа (данные на 27.12.2019), расчет QBF. Итоги 2019 года на российском фондовом рынке и перспективы на 2020 год [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://qbfin.ru/analytics/reviews/itogi-2019-goda-na-rossiyskom-fondovom-rynke-i-perspektivy-na-2020-god>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
212. Московская Биржа. Отраслевой индекс. Март 2020. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investfunds.ru/indexes/216/> - (Дата обращения: 01.08.2020).
213. Московская Биржа. Сектор устойчивого развития [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.moex.com/s3019>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
214. Московская Биржа. Эмитенты рынка инноваций и инвестиций. Сектор РИИ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/markets/rii/rii.aspx> - (Дата обращения: 01.08.2020).
215. *Набиуллина Э.* Выступление на конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок 2019» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.facebook.com/naufor/photos/a.178465098876406/2417894428266784/?type=1&theater>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
216. НАКДИ. Ежеквартальный информационно-аналитический бюллетень «Институциональные инвестиции в инфраструктурные активы. Пен-

сионные фонды и управляющие компании». - 2019. - №1 (16), 1 квартал [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-Infra_Assets-1Q_2019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

217. НАКДИ. Ежеквартальный информационно-аналитический бюллетень «Институциональные инвестиции в инфраструктурные активы. Пенсионные фонды и управляющие компании». - 2019. - №3 (18), 3-й квартал [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-Real%20Assets-2Q_2019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

218. НАКДИ. Ежемесячный обзор: «Устойчивое развитие и зеленые инвестиции». - 2019. - №10, октябрь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/monitoring-ustojchivoe-razvitie/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

219. НАКДИ. Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень НАКДИ: «Пенсионные фонды и инфраструктурные инвестиции за рубежом». - 2017. - №2, август [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-iab-2-august-2017.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

220. НАКДИ. Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень: «Пенсионные фонды и инфраструктурные инвестиции за рубежом». - 2017. - №3, сентябрь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-iab-3-september-2017.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

221. НАКДИ. Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень: «Пенсионные фонды и инфраструктурные инвестиции за рубежом». - 2018. - №1-2 (7-8), январь-февраль [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-iab-1-2-2018.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

222. НАКДИ. Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень: «Пенсионные фонды и инфраструктурные инвестиции за рубежом». - 2018. - №6 (12), июнь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-pension-june-2018.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

223. НАКДИ. Концессии в России. Основные итоги и тренды. 2019. - М., 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-koncessii-2019.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

224. НАКДИ. Лидеры рынка коллективных долгосрочных инвестиций в инфраструктуру. 4 квартал 2019 года. - М., 2019 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/infraone_research_weekly_22_14112019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

225. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/pensionnye-resursy-stanut-vazhnym-istochnikom-dolgosrochnyh-investiciy.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
226. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/raex-opredelilo-top-10-liderov-rossiyskogo-biznesa-pouchetu-esg-faktorov.html/> - (Дата обращения: 01.08.2020).
227. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/mezhdunarodnaya-praktika/datskie-pensionnye-fondy-investirovali-12-mln-v-vypusk-gosudarstvennyh-ustoychivyh-obligaciy.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
228. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/mezhdunarodnaya-praktika/niderlandskiy-pensionnyy-fond-abp-planiruet-investirovat-poryadka-58-mlrd-v-proekty-ustoychivogo-razvitiya-do-2020-goda.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
229. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/sovokupnyj-obem-kreditnogo-portfelya-zelenyx-proektov-banka-czentr-invest-sostavil-175-mlrd-rublej-s-2005-goda.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
230. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/upravlyayushhaya-kompaniya-alfa-kapital-zapuskayet-esg-strategiyu-doveritelnogo-upravleniya.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
231. НАКДИ. Investinfra [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/vedushhaya-analiticheskaya-kompaniya-v-sfere>. - (Дата обращения 01.08.2020).
232. НАКДИ. Investinfra. Банк России опубликовал ключевые показатели НПФ по итогам 2015 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/bank-rossii-opublikoval-klyuchevye-pokazateli-npf-po-itogam-2015-goda.html>. - (Дата обращения 01.08.2020).
233. НАКДИ. Investinfra. Расширенное заседание Рабочей группы по инфраструктурным фондам Экспертного совета по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России в формате экспертной дискуссии по теме «Инфраструктурные фонды как механизм мобилизации частного капитала для реализации национальных проектов в РФ: потребности, перспективы, барьеры» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/novosti/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
234. *Hanco M.B.* Актуальные проблемы реализации конституционного права граждан Российской Федерации на пенсионное обеспечение в контексте реформирования пенсионной системы Российской Федерации //Современное право. - 2019. - №2. - С.38-49.
235. НАПФ. Деятельность НПФ по НПО. Предложения по развитию сегмента. - М.: НАПФ, 2019.

236. НАПФ. Мониторинг отдельных показателей развития НПФ - членов НАПФ в 2019 году. - М.: НАПФ, 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://napf.ru/files/212823>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

237. НАПФ. Предложения по механизмам инвестирования средств НПФ в инфраструктурные проекты [Электронный ресурс]. Режим доступа: napf.ru/files/71536/pf_infr_inv_doc. - (Дата обращения: 01.08.2020).

238. НАПФ и АНПФ. Предложения по дальнейшему развитию рынка негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://napf.ru/files/213275/Сопровод_итог.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

239. Научно-исследовательский финансовый институт (НИФИ). Аналитическая записка «Сравнительный анализ механизмов финансирования «зеленых» и «грязных» инвестиционных проектов» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/minfin-green-docs/minfin-green-docs-17.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

240. Национальное рейтинговое агентство. Привлечение активов пенсионных фондов в инфраструктурные проекты: Модели участия и барьеры инвестирования [Электронный ресурс]. Режим доступа: investinfra.ru/frontend/images/pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

241. *Нечаев К.Ю.* Развитие теории портфельного инвестирования //Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. - 2014. - №2 (192). - С.140-155.

242. *Никитин А.В.* Теоретико-методологические основы исследования надежности негосударственных пенсионных фондов (НПФ) //Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. - 2010. - №3. - С.193-195.

243. *Новиков А.В.* Развитие финансового рынка как драйвер роста экономики России /А.Я.Новиков, И.Я.Новикова //Идеи и идеалы. - Том 12. - №1. - Выпуск 2. - С.319-352.

244. *Новиков А.В.* Экономический рост и инвестиционная деятельность в России: прогнозы и реальность /А.В.Новиков, И.Я.Новикова //ЭКО. - 2019. - №2. - С.104-122.

245. *Ногин Ю.Б.* Влияние экономического кризиса 2020 года на операционную эффективность негосударственных пенсионных фондов //Пенсионное обозрение. - 2020. - №2 (42) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/212578>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

246. О создании на Московской Бирже Сектора облигаций устойчивого развития [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://nko.economy.gov.ru/Files/NewsDocuments/b29b2dc4.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

247. О состоянии рынков ценных бумагах государств - участников СНГ (информационно-аналитический обзор). 2017 год. - М., 2017 [Электронный

ресурс]. Режим доступа: <https://e-cis.info/cooperation/3158/79070/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

248. Обзор: «Гарантированный пенсионный план: что ждет работодателей с введением новой пенсионной системы» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

249. *Оболоник Е.Ф.* Возможности и направления эволюции института специализированного депозитария //Инфраструктура рынка ценных бумаг: сборник научных статей; к 25-летию Профессиональной Ассоциации Регистраторов, Трансфер-Агентов и Депозитариев (ПАРТАД) /Под редакцией П.М.Ланскова. - М.: Магистр, 2019. - С.37-45.

250. Ответ заместителя Председателя Банка России «О позиции по поводу совершенствования негосударственного пенсионного обеспечения» //НАПФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://napf.ru/files/211496/Ответ%20ЦБ%20на%20позицию%20РСПП%20по%20ГПП.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

251. Отчет о результатах контрольного мероприятия «Проверка реализации в 2014-2017 годах и за истекший период 2018 года мер по ликвидации негосударственных пенсионных фондов, предусмотренных Федеральным законом от 7 мая 1998 года №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» и Федеральным законом от 26 октября 2002 года №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (утвержден Коллегией Счетной палаты Российской Федерации 19.02.2019 //Бюллетень Счетной палаты. - 2019. - №6 (258) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://audit.gov.ru/upload/iblock/f99/f999334c0026ad4dd60cbadab19b0211.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

252. Пенсионный фонд Российской Федерации. Официальный сайт. Президент РФ утвердил бюджет Пенсионного фонда России на 2020-2022 годы [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.pfrf.ru/press_center~2019/12/03/194924. - (Дата обращения: 01.08.2020).

253. Пенсионный фонд Российской Федерации. Официальный сайт. Открытые данные [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.pfrf.ru/opendata/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

254. Пенсионное страхование: философия, история, теория и практика /Общая редакция С.А.Хмелевской. Коллектив авторов: *С.А.Хмелевская, Д.Н.Ермаков, М.М.Аранжереев, А.А.Кузин, В.А.Мачехин, И.Ю.Орлова, Е.В.Смольникова, В.В.Сосков, С.В.Хмелевский, В.В.Хмыров.* - М.: Дашков и К°, 2018. - 720 с.

255. Пенсионные инвестиции: глобальные вызовы и мегатренды [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://gavrilenko.ag/wp-content/uploads/2018/01/koncessii-block-Final_Part2.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

256. Пенсионный капитал России. Итоги 2019 года. Доходность выплатных портфелей [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://>

//www.pensopathology.com/post/pension-capital-in-russia-payout-portfolios-2019.
- (Дата обращения: 01.08.2020).

257. Пенсионный капитал России. Итоги 2019 года. Доходность пенсионных накоплений. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.pensopathology.com/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

258. Попков С.Ю. Финансы и инвестиции предприятий реального сектора экономики России: проблемы и перспективы развития //Информатизация и связь. - 2012. - №1. - С.13-16.

259. Попков С.Ю. Человек и труд в цифровой посткризисной экономике: взаимосвязь, современные тренды, постановочные вопросы, профессии будущего, системные решения //Проблемы экономики и юридической практики. - 2020. - Том 16. - №2. - С.20-28.

260. Пояснительная записка к Проекту Федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты по вопросам негосударственного пенсионного обеспечения» //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

261. Правительство Российской Федерации. Проект «Общенациональный план действий, обеспечивающих восстановление занятости и доходов населения, рост экономики и долгосрочные структурные изменения». 31.05.2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nostroy.ru/news_files/2020/06/02/_ОБЩЕНАЦИОНАЛЬНЫЙ%20ПЛАН.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

262. Пратьков Д.Ю. Виды инвестиций //Законодательство и экономика. - 2014. - №4. - С.66-72.

263. Предложения по развитию пенсионной системы в Российской Федерации. Экспертный Совет при Общественном совете по инвестированию средств пенсионных накоплений при Президенте Российской Федерации /Антоневич И.С., Белановский С.А., Михайлов Л.В., Невский А.В., Окопишников А.А., Омельчук Т.Г., Попович Л.Д., Роик В.Д., Сычева Л.И., Эченикэ Е.В. Научный редактор: Дмитриев М.Э. - М., 2011. - 130 с. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://mfc-moscow.com/assets/files/analytics/ru_predloweniya_ekspertnogo_soveta_browura_aprel_2011.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

264. Пректер Р.Р. Волновой принцип Эллиотта: ключ к пониманию рынка /Р.Пректер и А.Фрост; предисловие Ч.Коллинза; перевод с английского Б.Зуева. 6-е издание. - М.: Альпина Паблишер, 2012. - 268 с.

265. Проект Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части осуществления мер по предупреждению банкротства негосударственного пенсионного фонда с участием Центрального банка Российской Федерации» (подготовлен Минфином России, ID проекта 02/04/11-19/00096751) (не внесен в Государственную Думу Федерального Собрания Российской Федерации, текст по состоянию на 05.06.2020) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

266. Проект Федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации по вопросам негосударственного пенсионного обеспечения» (подготовлен Минфином России 29.10.2019) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

267. Проект Федерального закона «О публичной нефинансовой отчетности» (подготовлен Минэкономразвития России) (не внесен в Государственную Думу Федерального Собрания Российской Федерации, текст по состоянию на 10.10.2019) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

268. *Путин В.В.* Выступление 25.11.2009 на Втором российском пенсионном форуме «Реализация нового пенсионного законодательства и актуальные проблемы развития пенсионной системы» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensiamarket.ru/AllNews.aspx?type=partners&id=103>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

269. *Пчелкина Н.В.* Потребительский бюджет как основа формирования доходов трудоспособных членов семей //Уровень жизни населения регионов. - 2009. - №7. - С.65-68.

270. Пятнадцать принципов регулирования частных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.pensionreform.ru, www.inprs.org>. - (Дата обращения 01.08.2020).

271. РА Expert [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://RAexpert.ru>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

272. РА Expert. Будущее пенсионного рынка [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://raexpert.ru/researches/npf/bpr2018>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

273. РА Expert. Обзор рынка ДУ и коллективных инвестиций за 2019 год: от пенсий к рознице [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://raexpert.ru/researches/ua/du_2019. - (Дата обращения: 01.08.2020).

274. РБК. Два НПФ Бориса Минца подали иск к O1 Group на 5,8 млрд руб. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.rbc.ru/rbcfreenews/5b71a52d9a79476dd5773bb8>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

275. РБК. Левада-центр исследовал готовность населения к дополнительным отчислениям на пенсию [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.rbc.ru/newspaper/2019/06/07/5cf7bf0a9a794750016d37e2>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

276. РБК. Информационный ресурс [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://quote.rbc.ru/news/article/5ecbaf459a79471b9a5989fa>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

277. РБК. Информационный ресурс [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.rbc.ru/economics/27/03/2020/5e7c68c09a794763e902f6e8>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

278. РБК. Информационный ресурс [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.rbc.ru/economics/24/04/2020/5ea19aff9a7947282c785981>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

279. Регламент №1094/2010 Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Учреждающий Европейский надзорный орган (Европейский орган по страхованию и профессиональному пенсионному обеспечению), вносящий изменения в Решение 716/2009/ЕС и отменяющий Решение Европейской комиссии 2009/79/ЕС» (Принят в г. Страсбурге 24.11.2010) //Консультант Плюс. - 01.08.2020.

280. Реестр негосударственных пенсионных фондов - участников системы гарантирования прав застрахованных лиц [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.asv.org.ru/pension/list_npf/index.php. - (Дата обращения: 01.08.2020).

281. Рейтинг надежности спецдепозитариев [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.safedepo.ru/renking_s_.php. - (Дата обращения: 01.08.2020).

282. Рейтинг негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://eksystems.ru/rejting-negosudarstvennyh-pensionnyh-fondov-v-2019-2020-godu/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

283. Рейтинговое агентство «РА Эксперт» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://raexpert.ru/rankingtable/managing/uk_2018/tab13/. - (Дата обращения: 01.08.2020).

284. *Римашевская Н.М.* и др. Народное благосостояние: Методология и методика исследования. - М.: Наука, 1988. - 304 с.

285. *Родионова А.В., Аршавский А.Ю.* Эмпирический анализ формирования доходности на российском рынке государственных ценных бумаг //Экономический журнал ВШЭ. - 2012. - №3. - С.285-317.

286. *Розенберг Дж.М.* Инвестиции. Терминологический словарь. - М.: ИНФРА-М, 1997. - 400 с.

287. *Роик В.Д.* Пенсионное страхование и обеспечение. 2-е изд., исправленное и дополненное. - М.: Юрайт, 2019. - 350 с.

288. *Роик В.Д., Степанов Б.Г., Эченикэ Е.В.* Зарубежный опыт организации и модернизации пенсионных систем: уроки для России. - М.: Энди_Зайн, 2007. - 368 с.

289. Российская газета. Назван объем программы финансирования пенсионных накоплений [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://rg.ru/2020/06/10/za-desiat-let-sformirovano-130-mlrd-rublej-pensionnyh-nakorlenij.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

290. *Сафонов А.Л., Анюшина М.А.* Социально-экономические последствия реализуемой в России реформы пенсионной системы и их влияние на экономическую безопасность страны //Труд и социальные отношения. - 2019. - №4. - С.5-15.

291. Сафонов А.Л., Попков С.Ю., Слободчиков И.М., Смирнов В.М., Ястребова Е.В. Живая экономика //Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. - 2016. - №1. - С.7-25.
292. Сафонов А.Л., Попков С.Ю., Слободчиков И.М., Смирнов В.М., Ястребова Е.В. Живая экономика //Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. - 2016. - №3. - С.7-23.
293. СДК «Гарант». Обслуживание НПФ //SdkGarant.Ru. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.sdkgarant.ru/index.php/ru/33>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
294. СДК «Гарант». Регламент специализированного депозитария по осуществлению контроля за соответствием деятельности по распоряжению средствами пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, в том числе переданными в доверительное управление управляющим компаниям, и активами, в которые инвестированы эти средства, принятого 23.12.2019 //SdkGarant.Ru. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.sdkgarant.ru/images/docs/2019-12-31-reglament/regulations_amendments_009. - (Дата обращения: 01.08.2020).
295. Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции: стратегии с высоким доходом и надежностью /Перевод с английского: Н.Вильчинский и др. 4-е издание. - СПб.: Питер, 2010. - 410 с.
296. Система стандартизации НАПФ. «Порядок определения стоимости чистых активов, составляющих пенсионные резервы и пенсионные накопления негосударственных пенсионных фондов» (СТО НАПФ 4.3-2019) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://napf.ru/files/210414/2019.11.28%20Стандарт%20по%20СЧА.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
297. Словарь современной экономической теории Макмиллана: перевод с английского /Общая редакция Д.У.Пирса. - М.: ИНФРА-М, 1997. - 607 с.
298. Смольникова Е.В. Влияние внешней организационной среды на процессы управления негосударственным пенсионным фондом (НПФ) //Вестник МГОУ. Серия: Экономика. - 2015. - №3. - С.128-134.
299. Соболев Т.С. Современный уровень и качество жизни населения России //Вестник Московского университета имени С.Ю.Витте. Серия 1. Экономика и управление. - 2018. - №2 (25). - С.7-14.
300. Солабуто Н.В. Использование волн Элиота при анализе рынка и управлении активами //Финансовый менеджмент в страховой компании. - 2007. - №3, III квартал [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.lawmix.ru/bux/60843>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
301. Соловьев А.К. Пенсионная реформа. Иллюзии и реальность. Издание 2-е, переработанное и дополненное. - М.: Проспект, 2015. - 296 с.
302. Соловьев А.К. Риски цифровизации для пенсионного обеспечения в России //Управление экономикой: методы, модели, технологии. Материалы

XIX Международной научной конференции /Ответственный редактор: Л.А.Исмагилова. - Уфа: Уфимский государственный авиационный технический университет, 2019. - С.107-109.

303. *Сорокин А.И.* Влияние финансового кризиса 2008-2009 гг. на структуру, динамику и эффективность негосударственных пенсионных фондов в России //Финансы и кредит. - 2013. - №30. - С.66-75.

304. *Сосков В.В.* Совершенствование механизмов сохранности пенсионных активов в деятельности управляющих компаний //Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. - 2013. - №5. - С.251-257.

305. Социальная политика. Энциклопедия /Под редакцией Н.А.Волгина и Т.С.Сулимовой. - М.: АльфаПресс, 2006. - 416 с.

306. Статистика и показатели [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://rosinfostat.ru/pensii/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

307. *Степанов Д.И.* Социально ориентированные облигации и иные финансовые инструменты //Закон. - 2015. - №6. - С.119-140.

308. *Степанова Т.Н.* Бюджет высокого достатка //Уровень жизни населения регионов. - 2007. - №7. - С.42-55.

309. Стратегия развития рынка венчурных и прямых инвестиций в Российской Федерации на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 года (проект по состоянию на апрель 2019 года) [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/898/VC_Market_Development_Strategy_2019.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).

310. Счетная палата Российской Федерации. Аналитический отчет о ходе исполнения федерального бюджета и бюджетов государственных внебюджетных фондов Российской Федерации за январь-декабрь 2019 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://ach.gov.ru/promo/analytical-report-federal-budget-2019-4/index.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

311. Таблица размеров средних пенсий и возраста выхода на пенсию в странах мира [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://tyulyagin.ru/ratings/tablica-razmerov-srednix-pensij-v-stranax-mira.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

312. *Талейб Нассим Николас.* Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости = The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable /Перевод с английского, под редакцией М.Тюнькиной. 2-е издание, дополненное. - М.: Издательство «КоЛибри», 2020. - 736 с.

313. *Талер Р., Санстейн К.* Nudge. Архитектура выбора. Как улучшить наши решения о здоровье, благосостоянии и счастье /Перевод с английского Е.Петровой; научный редактор С.Щербаков. - М.: Манн, Иванов и Фербер, 2017 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://neurons.kg/tpl/library/72.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

314. Теоретический коэффициент замещения как инструмент анализа и прогнозирования пенсионной системы [Электронный ресурс]. Режим до-

ступа: <https://www.hse.ru/data/2020/05/21/1547801596/ЛЯШОК.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

315. *Туманянц К.А., Антоненко И.В., Антосик Л.В., Шлевкова Т.В.* Инвестирование пенсионных накоплений: государство или бизнес? //Финансовый журнал. - 2017. - №1. - С.91-102.

316. *Туманянц К.А., Утученкова М.В.* Анализ качества инвестирования пенсионных накоплений в России с использованием бэнчмарк-метода //Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2014. - №24 (210). - С.44-55.

317. *Угрюмов К., Трушин А.* Умножение обещаний //Прямые инвестиции. - 2013. - №12. - С.39-41.

318. *Ушакова Е.Ю.* Недостатки российского законодательства в части определения понятия «инвестиции» //Юрист. - 2013. - №3. - С.38-42.

319. *Фатхлисламова Г.Ф.* Исследование результатов инвестирования средств пенсионных накоплений //Управление. - 2018. - №4. - С.40-46.

320. *Фатхлисламова Г.Ф.* Конкуренция между негосударственными пенсионными фондами на российском пенсионном рынке //Финансовый журнал / Financial Journal. - 2019. - №4. - С.9-22.

321. *Фатхлисламова Г.Ф.* Современные тенденции функционирования негосударственных пенсионных фондов в системе обязательного пенсионного страхования //Управление. - 2019. - Том 7 - №1. - С.19-25.

322. Федеральная служба государственной статистики. Рынок труда, занятость и заработная плата [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.gks.ru/labor_market_employment_salaries. - (Дата обращения: 01.08.2020).

323. Федеральная служба государственной статистики. Уровень жизни [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/folder/13397>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

324. Федерация независимых профсоюзов России (ФНПР). Шаг к достойной жизни [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.fnpr.ru/n/241/16940.html>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

325. *Федоров Т.Ю.* Применение модели геометрического случайного блуждания в случайной среде к описанию финансовых временных рядов //Интеллектуальные системы в производстве. - 2011. - №1 (17). - С.54-67.

326. *Федорова Е.А., Назарова Ю.Н.* Выявление факторов, влияющих на волатильность фондового рынка, с помощью коинтеграционного подхода //Экономический анализ: теория и практика. - 2010. - №3 (168). - С.17-24.

327. *Ференец В.* Первопроходцы XBRL [Интервью с Е.Тетюниной] //Банковское обозрение. - 2018. - №5. - С.102-103.

328. *Филин С.А.* Страхование инвестиционных рисков. - М.: Благовест-В, 2005. - 216 с.

329. Финансирование проектов финтех в глобальном масштабе превысило \$30 млрд в 2017 году [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.time.kz/news/economics/2018/04/06/finansirovanie-proektov-finteh-v>

globalnom-masshtabe-previsilo-30-mlrd-dollarov-v-2017-godu. - (Дата обращения: 01.08.2020).

330. Финансовая информация. Зеленые облигации: новый перспективный инструмент на рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.finversia.ru/publication/zelenye-obligatsii-novyi-perspektivnyi-instrument-na-rynke-tsennykh-bumag-71407>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

331. Финансовые инструменты /*Адамс У.Дж.* и др.; под редакцией Фабозци Ф.; перевод с английского Е.Л.Востриковой, Д.В.Ковалевского, М.Ю.Орлова. - М.: Эксмо, 2010. - 860 с.

332. Финансовый рынок выбрал нормы для «регуляторной гильотины» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://naufor.ru/tree.asp?n=17848>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

333. Финансы. Рамблер [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://finance.rambler.ru/money/41485744/?utm_content=rfinance&utm_medium=read_more&utm_source=corylink. - (Дата обращения: 01.08.2020).

334. *Финогенова Ю.Ю., Одинокова Т.Д.* Роль корпоративных пенсионных программ в архитектуре пенсионной системы России //Бухгалтерский учет в бюджетных и некоммерческих организациях. - 2017. - №21. - С.27-45.

335. Формирование и инвестирование пенсионных накоплений. 2009-2018 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.minfin.ru/library/2009-2018/.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

336. *Фридмен М.* Если бы деньги заговорили... /Перевод с английского: Л.С.Микша, А.М.Семёнов. - М.: Дело, 1998. - 156 с.

337. *Хмыров В.В.* Управление кредитными рисками и рисками ликвидности в деятельности негосударственных пенсионных фондов //Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. - 2013. - №3. - С.151-157.

338. Центр компетенций и «зеленой» экспертизы. Реестр «зеленых» облигаций российских эмитентов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-Reestr-zelenyh-obligacii-220420.pdf>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

339. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции /Перевод с английского А.Н.Буренина, А.А.Васина. - М.: Инфра-М, 2001. - 1028 с.

340. *Швецов Н.М.* Методологические аспекты инвестиционного анализа, основанного на портфельной теории //Инновационное развитие экономики. - 2012. - №2 (8). - С.156-160.

341. Экономика, 21.11.2019. РБК [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.rbc.ru/economics/21/11/2019/5dd52fb29a79478547c1eafc> - (Дата обращения: 01.08.2020).

342. Энциклопедия эпистемологии и философии науки /РАН, Институт философии РАН; редколлегия: И.Т.Касавин и др. - М.: Канон+, 2009. - 1247 с.

343. Эрлик С.Н. Отражение пандемии в зеркале пенсионного бизнеса //Пенсионное обозрение. - 2020. - №3 (43) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/212803>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
344. Юдина Е.В. Негосударственный пенсионный фонд как юридическое лицо //Юрист. - 2020. - №2. - С.39-44.
345. Якушев Е.Л. Пенсионный долг //Пенсионное обозрение. - 2019. - №3 (39); 2020. - №3 (43) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionobserver.ru/127289/212803>. - (Дата обращения 01.08.2020).
346. Якушев Л.П. Национальная специфика понятия многоукладности пенсионной системы //Лаборатория Пенсионной Реформы (Информационно-аналитический портал). - 30.12.1998 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionreform.ru/24685>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
347. Якушев Л.П. Некоторые вопросы стратегии осуществления пенсионной реформы в России //Пенсия. - 1997. - №4. - С.9-14.
348. Bank-RF.ru [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bank-rf.ru/cgi-bin/news/view.cgi?news=14375&place&thema=1>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
349. BCS EXPRESS. Финансовая аналитика [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/vybiraem-naibolee-privlekatelnye-otrasli-dlia-investitsii>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
350. InfraOne Research. Аналитический обзор. Инвестиции в инфраструктуру. 2020 [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2020/investitsii_v_infrastrukturu_2020_infraone_research.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).
351. InfraOne Research. Бонды для инфраструктуры [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/bondy_dlya_infrastruktury_2019_infraone_research.pdf. - (Дата обращения: 01.08.2020).
352. Investfunds. Индексы рынка пенсионных накоплений [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investfunds.ru/indexes/3983/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
353. Investfunds. Усов И. Накопления показали короткий рост. НПФ хорошо закрыли прошлый год [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investfunds.ru/news/67>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
354. Refinitiv. Рыночные данные [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.refinitiv.ru/ru/financial-data/market-data/reference-data>. - (Дата обращения: 01.08.2020).
355. The Global Sustainable Investment Review, 2018 //НАКДИ. Ежемесячный обзор «Устойчивое развитие и зеленые инвестиции». - 2019. - №10, октябрь [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://investinfra.ru/monitoring-ustojchivoe-razvitie/>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

Источника на иностранных языках:

356. Advice to the European Commission on the Principle of Proportionality in the Solvency II. Framework Directive Proposal (CEIOPS-DOC-24/08) [Electronic resource]. Access mode: <https://www.accountancyeurope.eu/consultation-response/consultation-paper-no-24-draft-advice-on-the-principle-of-proportionality-in-the-solvency-ii-framework-directive-proposal-ref-ceiops-cp-01-08/>. - (Date of access: 01.08.2020).

357. Annual survey of investment regulations of pension funds 2019 //OECD, 2019. [Electronic resource]. Access mode: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2019-Survey-Investment-Regulation-Pension-Funds.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

358. *Ariel R.* High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes //The Journal of Finance. - 1990. - №45. - P.1611-1626.

359. *Bussolo M., Schotte S., Matysin M.* Population Aging and Households' Saving in the Russian Federation. Policy Research working paper 7443. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2015 [Electronic resource]. Access mode: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/22874>. - (Date of access: 01.08.2020).

360. Cambridge Academic Content Dictionary. - Cambridge University Press [Electronic resource]. - Access mode: <https://dictionary.cambridge.org/us/dictionary/english/investment>. - (Date of access: 01.08.2020).

361. *Clark G.L.* Pension fund capitalism. - Oxford: Oxford University Press, 2000. - 342 p.

362. Climate Bonds Initiative [Electronic resource]. Access mode: <https://www.climatebonds.net/search/node/distribution%20by%20industry?page=1>. - (Date of access: 01.08.2020).

363. Climate Bonds Initiative (CBI). Global Annual Green Bond Issuance CY 2015-2019 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/2020/01/green-bonds-reach-record-255bn-cy-2019-new-milestone-350-400bn>. - (Date of access: 01.08.2020).

364. «COVID-19 CRISIS 2020 - Pensions Europe Statement» [Electronic resource]. Access mode: <https://www.pensionseurope.eu/pensionseurope-statement-covid-19-crisis-2020>. - (Date of access: 01.08.2020).

365. DIRECTIVE (EU) 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 «On access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC» //Official Journal of the European Union. - 27.6.2013 [Electronic resource]. - Access mode: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:176:0338:0436=EN>. - (Date of access: 01.08.2020).

366. Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 «Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement» //Official Journal of the European Union. - 20.05.2017 [Electronic resource]. - Access mode: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN>. - (Date of access: 01.08.2020).

367. Environmental, Social and Governance Factors Can Be Material Risks for Fixed Income Investors, Finds World Bank Group and GPIF Report. - Washington, D.C., April 19, 2018 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/04/19/>. - (Date of access: 01.08.2020).

368. *Estrada J., Kritzman M.* Toward Determining the Optimal Investment Strategy for Retirement //The Journal of Retirement. - Summer 2019. - №7 (1). - P.35-42.

369. EU Fintech action plan [Electronic resource]. Access mode: <https://home.kpmg.com/be/en/home/insights/2018/03/eu-fintech-action-plan-fs.html>. - (Date of access: 01.08.2020).

370. Europe 2020. A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth [Electronic resource]. Access mode: <https://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%20%20007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

371. *Fama E.F.* Random Walks In Stock Market Prices //Financial Analysts Journal. - 1965. - №21 (5). - P.55-59.

372. *French K.* Stock Returns and the Weekend Effect //Journal of Financial Economics. - 1980. - №8. - P.55-69.

373. Global pension funds. Best practices in the pension funds investment process [Electronic resource]. Access mode: <https://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-awm-global-pension-funds.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

374. *Goetzmann W.N.* An Introduction to Investment Theory. - Yale School of Management, 2000 [Electronic resource]. Access mode: <https://viking.som.yale.edu/an-introduction-to-investment-theory/>. - (Date of access: 01.08.2020).

375. *Gordon M.J.* Security and a financial theory of investment //The Quarterly Journal of Economics. - 1960. - P.472-492.

376. *Griffin J.M., Harris J.H., Topaloglu S.* The dynamics of institutional and individual trading //The Journal of Finance. - 2003. - №6. - Volume 58. - P.2285-2320.

377. *Heinz P.R.* Pension Funds with Automatic Enrollment Schemes: Lessons for Emerging Economies //Policy Research working paper. - WPS 8726. Washington, 2019 [Electronic resource]. Access mode: <http://documents.worldbank.org/curated/en/368081549376313709/Pension-Funds-with>

Automatic-Enrollment-Schemes-Lessons-for-Emerging-Economies. - (Date of access: 01.08.2020).

378. *Heinz P.R., Hinz R., Antolin P., Yermo J.* Evaluating the Financial Performance of Pension Funds. - World Bank, 2010 [Electronic resource]. Access mode: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2405>. - (Date of access: 01.08.2020).

379. *Huang C., Litzenberger R.* Foundations for Financial Economics. - New York: North Holland, 1988. - 364 p. [Electronic resource]. - Access mode: https://www.academia.edu/8548635/_Chi-Fu-Huang-Robert-H.-Litzenberger-Foundations-Book-ZZ-org. - (Date of access: 01.08.2020).

380. *Ibbotson R.G., Kaplan P.D.* Does asset allocation policy explain 40, 90 or 100 percent of performance? //Financial analysis journal. - 2000. - Volume 56. - №1. - P.26-33.

381. *Impavido G.* Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure. - Columbia University, New York: Academic Press, 2013. - 634 p.

382. IOPS. Principles of Private Pension Supervision. - IOPS, 2006 [Electronic resource]. Access mode: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/44495715.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

383. IOPS. Toolkit for Risk-based Pensions Supervision [Electronic resource]. Access mode: http://www.iopsweb.org/IOPS_Toolkit_brochure_2016.pdf. - (Date of access: 01.08.2020).

384. IPE, TOP-100 Infrastructure Investors 2019 [Electronic resource]. Access mode: <https://realassets.ipe.com/reports/top-100-infra-investors/top-100-infrastructure-investors-2019/10033334.article>. - (Date of access: 01.08.2020).

385. *Jorga O., Knoll K., Kuvshinov D., Schilarick M., Taylo A.* The Rate of Retune of Everything, 1870-2015. - Federal Reserve Bank of San-Francisco. Working Paper 2017-25 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-25.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

386. *Kaplan P.D.* From Markowitz 1.0 to Markowitz 2.0 with a Detour to Postmodern Portfolio Theory and Back //The Journal of Investing. - 2017. - №26 (1). - P.122-130.

387. *Khmelevskaya S.A., Orlova I.U., Ermakov D.N.* Analysis of investment activities of nonstate pension funds //International Journal of Civil Engineering and Technology. - 2018. - Volume 10. - №11. - P.2452-2459.

388. *Lintner J.* Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations //The Review of Economics and Statistics. - 1962. - №44. - P.243-269.

389. *Lo A.W., MacKinlay A.C.* A Non-Random Walk Down Wall Street. - Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1999. - 424 p.

390. *Malkiel Burton Gordon*. A Random Walk Down Wall Street. The Time-Tested Strategy for Successful Investing. - New York; London: W.W.Norton & Company Inc., 1973. - 456 p.
391. *Modigliani F., Miller M.H.* Taxes and the Cost of Capital: A Correction //American Economic Review. - 1963. - June. - P.433-443.
392. Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing. [Electronic resource]. Access mode: <https://www.morganstanley.com/articles/investing-with-impact>. - (Date of access: 01.08.2020).
393. *Munnell A.H., Aubry J.-P., Belbase A., Hurwitz J.* Public pension funding in practice //Journal of Pension Economics and Finance. - 2011. - №10 (2). - P.247-268 [Electronic resource]. Access mode: <https://socionet.ru/publication.xml?h=repec:nbr:nberwo:16442>. - (Date of access: 01.08.2020).
394. *Myron J. Gordon*. Security and a Financial Theory of Investment //The Quarterly Journal of Economics. - 1960. - Volume 74 (3). - P.472-492.
395. OECD. Guidelines on pension fund asset management. Recommendation of the Council on 26 January 2006 [Electronic resource]. Access mode: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/36316399.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).
396. OECD (2019), Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds [Electronic resource]. Access mode: www.oecd.org/finance/survey-large-pension-funds.htm. - (Date of access: 01.08.2020).
397. Pensions & Investments /Willis Towers Watson [Electronic resource]. Access mode: <https://www.willistowerswatson.com/en-GB/Solutions/investments>. - (Date of access: 01.08.2020).
398. Pensions at a Glance. 2017, OECD [Electronic resource]. Access mode: https://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2017_pension_glance-2017-en. - (Date of access: 01.08.2020).
399. Pensions at a Glance. 2018, OECD [Electronic resource]. Access mode: https://www.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/data/oecd-pensions-statistics/pensions-at-a-glance-edition-2018_8c95f2ef-en. - (Date of access: 01.08.2020).
400. Pensions at a Glance. OECD, 2019 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.oecd.org/els/oecd-pensions-at-a-glance-19991363.htm>. - (Date of access: 01.08.2020).
401. Pension Funds in figures. OECD, June 2020 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2020.pdf/>. - (Date of access: 01.08.2020).
402. Pensions Europe: Pension Funds Statistics and Trends. March, 2020 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.pensionseurope.eu/system/files/PensionsEurope%20Pension%20Funds%20>

Statistics%20and%20Trends%20-%20March%202020.pdf. - (Date of access: 01.08.2020).

403. Pension markets in focus. 2015 edition: OECD, IOPS and World Bank. - 28 April 2016, Paris [Electronic resource]. Access mode: http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI_NEW. - (Date of access: 01.08.2020).

404. Pension markets in focus. 2019 edition: OECD, IOPS and World Bank. - 30 October 2019, Paris [Electronic resource]. Access mode: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2019.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

405. PRI. What is Responsible Investment? [Electronic resource]. Access mode: <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>. - (Date of access: 01.08.2020).

406. *Price W.J.* Designing pension systems with coherent funded private pillars including issues for notional defined contribution schemes. Policy Research working paper. No. WPS 8420. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2018 [Electronic resource]. Access mode: <http://documents.worldbank.org/curated/en/238221525096188495>. - (Date of access: 01.08.2020).

407. QBF Portfolio Management [Electronic resource]. Access mode: <https://qbfin.ru/analytics/reviews/itogi-2019-goda-na-rossiyskom-fondovom-rynke-i-perspektivy-na-2020-god/>. - (Date of access: 01.08.2020).

408. *Rofman R., Demarco G.* Collecting and transferring pension contributions [Electronic resource]. Access mode: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/230861468781807455/pdf/multi-page.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

409. *Simonian J., López de Prado M., Fabozzi F.J.* Science Is Revolutionizing Investment Practice //The Journal of Portfolio Management Fall. - 2018. - №45 (1). - P.1-4.

410. Social Security Administration [Electronic resource]. Access mode: <https://www.ssa.gov/policy/docs/ssb/v68n2/v68n2p69.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).

411. Staff, Investopedia (25 November 2003). «Buy and Hold» [Electronic resource]. Access mode: <https://www.investopedia.com/terms/b/buyandhold.asp>. - (Date of access: 01.08.2020).

412. Standards //Climate Bonds Initiative [Electronic resource]. Access mode: <http://www.climatebonds.net/standards/about>. - (Date of access: 01.08.2020).

413. *Stewart F.E., Shindo T.* Developing Insurance Markets: Supervision of Deposit Administration Pension Products Offered by Insurance Companies. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2020 [Electronic resource]. Access mode: <http://documents.worldbank.org/curated/en/915471592808198205/>. - (Date of access: 01.08.2020).

414. *Stewart F.E., Jain H., Sandbrook W.* Early Access to Pension Savings: International Experience and Lessons Learnt. FCI Insight. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2019 [Electronic resource]. Access mode: <http://documents.worldbank.org/curated/en/757001551715193169>. - (Date of access: 01.08.2020).
415. *Sullivan R., Stewart F.E., Reznick J. Ayuha Sh.* Sustainable Investment: Best Practice Disclosure Checklist for Pension Funds. FCI Insight. - Washington, D.C.: World Bank Group, 2020 [Electronic resource]. Access mode: <http://documents.worldbank.org/curated/en/485741587445830636>. - (Date of access: 01.08.2020).
416. *Talmor E.* Private Equity: Rethinking the Neoclassical Axioms of Capital Market //The Journal of Alternative Investments Fall. - 2018. - №21 (2). - P.10-15.
417. The California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) [Electronic resource]. Access mode: <https://www.calstrs.com/research>. - (Date of access: 01.08.2020).
418. The EU Framework Programme for Research and Innovation [Electronic resource]. Access mode: <http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en>. - (Date of access: 01.08.2020).
419. The Global Pension Assets Study 2019 [Electronic resource]. Access mode: <https://www.thinkingaheadinstitute.org/en/Library/Public/Research-and-Ideas/2019/02/Global-Pension-Asset-Survey-2019>. - (Date of access: 01.08.2020).
420. The International Organization of Pension Supervisors (IOPS) [Electronic resource]. Access mode: <http://www.iopsweb.org>. - (Date of access: 01.08.2020).
421. The Random Character of Stock Market Prices /Edited by Cootner P.H. - MIT Press, 1964 [Electronic resource]. Access mode: <https://mitpress.mit.edu/books/random-character-stock-market-prices>. - (Date of access: 01.08.2020).
422. The role of guarantees in defined contribution pensions. This document is circulated for discussion under the agenda of the WPPP meeting to be held on 29-30 November 2010 [Electronic resource]. Access mode: <http://pensionreform.ru/files/21045/30.11.2010.%20OECD.%20The%20Role%20of%20Guarantees%20in%20Defined%20Contribution%20Pensions.pdf>. - (Date of access: 01.08.2020).
423. The world's largest 500 asset managers [Electronic resource]. Access mode: https://www.willistowerswatson.pl/aktualnosci/pdf/2018.10.29-TAI-PI-500_2018.pdf. - (Date of access: 01.08.2020).
424. Understanding the UN Principles for Responsible Investment (PRI) [Electronic resource]. Access mode: <https://www.investopedia.com/terms/u/un-principles-responsible-investment-pri.asp>. - (Date of access: 01.08.2020).
425. Unintended Consequences: How Scaling Back Public Pensions Puts Government Revenues at Risk [Electronic resource]. Access mode: <https://>

[//www.ncpers.org/files/NCPERS%20Unintended%20Consequences%20Report_FINAL%20EDIT.pdf](http://www.ncpers.org/files/NCPERS%20Unintended%20Consequences%20Report_FINAL%20EDIT.pdf). - (Date of access: 01.08.2020).

426. UNPRI, United Nations Secretary-General Launches «Principles for Responsible Investment» (PRI) Backed by World's Largest Investors [Electronic resource]. Access mode: <http://www.unpri.org/press/united-nations-secretary-general-launches-principles-for-responsible-investment-backed-by-worlds-largest-investors-2/>. - (Date of access: 01.08.2020).

427. US/SIF. The Forum for Sustainable and Responsible Investment [Electronic resource]. Access mode: <https://www.ussif.org/sribasics>. - (Date of access: 01.08.2020).

428. Vanguard Group [Electronic resource]. Access mode: <https://investor.vanguard.com/taxes/cost-basis/reporting>. - (Date of access: 01.08.2020).

Приложения

Приложение 1

Численность пенсионеров и средний размер назначенных пенсий по видам пенсионного обеспечения и категориям пенсионеров (по состоянию на 1 января) [323]

	1981	1991	1996	2001	2006 ¹)	2010 ¹)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Численность пенсионеров, состоящих на учете в ПФР ²), тыс. чел.	27417	32848	37083	38411	38313	39090	41456	42729	43177	43504	43865	43546
из них получающие пенсии:												
по старости	19540	25659	29011	28813	29192	30828	34422	35555	36003	36336	36710	36341
по инвалидности	3469	3514	4270	4822	4323	3816	2317	2267	2183	2107	2043	2088
по случаю потери кормильца	3864	2792	2482	2116	2737	1523	1331	1395	1405	1408	1403	1381
пострадавшие в результате радиационных и техногенных катастроф и члены их семей	-	-	-	-	215	275	312	332	382	422	443	459
федеральные государственные гражданские служащие	-	-	-	-	27	43	66	71	68	74	77	78
социальные	-	470	1123	1986	1819	2605	3007	3108	3134	3156	3188	3198
Удельный вес численности женщин, не достигших установленного	4,6	4,4	5,1	4,6	6,1	5,7	4,4	3,9	3,6	3,3	3,1	2,9

	1981	1991	1996	2001	2006 ¹)	2010 ¹)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
пенсионного возраста, в общей численности пенсионеров по старости ³⁾ , процентов												
Удельный вес численности мужчин, не достигших общеустановленного пенсионного возраста, в общей численности пенсионеров по старости ³⁾ , процентов	3,6	4,2	6,3	3,4	5,0	5,0	4,2	3,8	3,8	3,5	3,3	3,0
Из общей численности пенсионеров - работающие пенсионеры ⁴⁾ , тыс. чел.	-	6801	8426	6102	8592	11708	14917	15259	9883	9669	9667	9315
из них получающие пенсии:												
по старости	-	6026	7646	4631	7503	10589	13872	14199	8791	8602	8574	8197
по инвалидности	-	747	681	783	935	926	773	759	679	656	652	669
по случаю потери кормильца	-	...	13	43	23	10	17	23	46	35	37	34
пострадавшие в результате радиационных и техногенных катастроф и члены их	-	-	-	-	71	98	118	127	144	164	172	178

	1981	1991	1996	2001	2006 ¹)	2010 ¹)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
семей												
федераль- ные госу- дарствен- ные граж- данские служащие	-	-	-	-	4	10	20	22	12	11	11	10
социаль- ные	-	...	17	115	56	75	116	128	211	201	221	227
Средний размер назначен- ных пен- сий ⁵), руб. (до 2000 г. - тыс. руб.)												
все пенси- онеры	0,059	0,113	242,6	823,4	2538,2	6177,4	10888,7	12080,9	12425,6	13323,1	14102,1	14904,4
из них по- лучающие пенсии:												
по старо- сти	0,065	0,121	258,5	894,0	2763,6	6630,1	11569,1	12830,4	13172,5	14151,6	14986,3	15878,4
по инва- лидности	0,057	0,101	218,0	698,5	1981,7	4785,0	7209,9	8040,1	8253,7	8807,4	9278,6	9823,9
по случаю потери кормильца	0,032	0,064	132,8	501,5	1494,0	3740,3	7185,1	7924,9	8175,7	8875,7	9479,2	10109, 9
постра- давшие в результате радиаци- онных и техноген- ных ката- строф и члены их семей	-	-	-	-	2438,6	6030,9	9779,2	10766,7	11261,1	11863,2	12428,5	12997,1
федераль- ные госу- дарствен- ные граж- данские служащие	-	-	-	-	4389,4	9565,2	15550,0	17186,4	17500,8	18709,7	19994,1	21224,3
социаль- ные	-	0,068	160,1	496,7	1798,4	4244,5	7548,3	8302,4	8644,4	8806,6	9093,7	9298,1

¹⁾ В связи с изменением пенсионного законодательства с 01.01.2002 и с 01.01.2010 произошло перераспределение численности пенсионеров по видам пенсионного обеспечения и категориям пенсионеров.

²⁾ За 1981-2001 гг. данные приведены по пенсионерам, состоящим на учете в органах социальной защиты населения

³⁾ Получающих пенсии в соответствии с Федеральным законом от 17.12.2001 № 173-ФЗ «О трудовых пенсиях в Российской Федерации», с 2015 г. - в соответствии с Федеральным законом от 28.12.2013 № 400-ФЗ «О страховых пенсиях».

⁴⁾ Снижение численности работающих пенсионеров в 2017 г. по сравнению с 01.01.2016 обусловлено вступлением в силу Федерального закона от 29.12.2015 № 385-ФЗ, предусматривающих неиндексацию пенсий работающим пенсионерам.

⁵⁾ 2001 г. - с учетом компенсации. 2017 г. – не включая единовременную денежную выплату, назначенную в соответствии с Федеральным законом от 22.11.2016 №385-ФЗ в размере 5 тыс. рублей.

Приложение 2**Категории населения в зависимости от соотношения среднедушевых
Денежных доходов и стоимости минимальной потребительской корзины (МПК) [158]**

Категория	Соотношение среднедушевого дохода и МПК
1. Порог нищеты	Менее 0,5 МПК
2. Уровень бедности	0,5-1,0 МПК
3. Малообеспеченные	Более 1,0 МПК, но не менее среднего значения по стране
4. Обеспеченные	2,0-7,0 МПК
5. Состоятельные	Более 7,0 МПК
6. Богатые	С доходом, превышающим среднедушевой доход в 10 и более раз

Приложение 3
Функция спроса денег

Функция спроса на деньги может быть выражена в виде формулы:

$$M_d = P * f(R_b, R_e, p, h, y, u),$$

где:

M_d - величина спроса на деньги;

P - абсолютный уровень цен;

R_b - номинальная норма процента по облигациям;

R_e - рыночная стоимость дохода по акциям;

p - темп изменения уровня цен;

h - отношение труда со всеми другими формами богатства;

y - общий объем богатства;

u - величина, отражающая возможное изменение вкусов и предпочтений.

Приложение 4
Расчет показателя NPV

Показатель NPV (чистая дисконтируемая стоимость) рассчитывается по следующей формуле:

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1+i)^t},$$

где:

CF_t - сумма чистого денежного потока (cash flow) в определенный период времени;

t - период времени, за который берется чистый денежный поток;

N - количество периодов, за который рассчитывается инвестиционный проект;

i - ставка дисконтирования, принятая в расчет в этом проекте.

Соответственно, при NPV > 0 инвестиционный проект можно считать доходным, если NPV < 0, то он не является доходным. Между тем, данный метод имеет и свои недостатки: с помощью него некорректно сравнивать инвестиционные проекты, различающиеся несколькими показателями (для корректного сравнения двух и более инвестиционных проектов они должны иметь одинаковые инвестиционные затраты); невозможно рассчитать период окупаемости инвестиции; не учитывается размер инвестиции.

Приложение 5
Расчет инвестиционного портфеля по Марковицу

Портфель Марковица

Найдем максимальную доходность портфеля при заданном риске не больше чем 0,2%

ШАГ 1 **РАСЧЕТ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ**

Находим ожидаемые доходности для каждой акции
В таблицу также включаем колонку с весами акций

	Ожидаемая доходность е	Вес w
Сбербанк	2,3%	7,53%
ГМКНорНик	1,7%	0,00%
Роснефть	1,1%	0,00%
ГАЗПРОМ ао	0,8%	0,00%
ЛУКОЙЛ	1,4%	0,00%
Новатэк ао	1,4%	20,00%
Татнфт Зап	2,5%	72,47%
МТС-ао	1,1%	0,00%
НЛМК ао	1,4%	0,00%
АЛРОСА ао	0,3%	0,00%
МосБиржа	1,0%	0,00%
ММК	2,4%	0,00%
Транснф ап	0,6%	0,00%
Аэрофлот	1,8%	0,00%
РусГидро	0,5%	0,00%
ФСК ЕЭС ао	2,6%	0,00%
Система ао	0,9%	0,00%
сумма		100,0%

ШАГ 2 **РАСЧЕТ КОВАРИАЦИОННОЙ МАТРИЦЫ**

Создаем ковариационную матрицу для наших акций
(на примере ряда акций)

	Сбербанк	ГМКНор- Ник	Роснефть	ГАЗ- ПРОМ ао	ЛУ- КОЙЛ
Сбербанк	0,0078	0,0015	0,0028	0,0031	0,0025
ГМКНорНик	0,0015	0,0065	0,0017	0,0017	0,0027
Роснефть	0,0028	0,0017	0,0065	0,0028	0,0036
ГАЗПРОМ ао	0,0031	0,0017	0,0028	0,0056	0,0019
ЛУКОЙЛ	0,0025	0,0027	0,0036	0,0019	0,0042
Новатэк ао	0,0019	0,0010	0,0022	0,0027	0,0016
Татнфт Зап	0,0022	0,0009	0,0032	0,0019	0,0022
МТС-ао	0,0032	0,0027	0,0025	0,0024	0,0026
НЛМК ао	0,0006	0,0034	0,0020	0,0008	0,0021
АЛРОСА ао	0,0008	0,0021	0,0022	0,0014	0,0025

МосБиржа	0,0033	0,0013	0,0021	0,0013	0,0019
ММК	0,0023	0,0023	0,0028	0,0013	0,0021
Транснф ап	0,0020	0,0024	0,0015	0,0023	0,0011
Аэрофлот	0,0044	0,0013	0,0023	0,0016	0,0021
РусГидро	0,0033	0,0033	0,0033	0,0033	0,0033
ФСК ЕЭС ао	0,0058	0,0011	0,0034	0,0026	0,0025
Система ао	0,0034	0,0036	0,0031	0,0027	0,0026

ШАГ 3 РАСЧЕТ РИСКА И ДОХОДНОСТИ ПОРТФЕЛЯ

Используем формулу доходности портфеля

$$E(R_p) = \sum_i w_i E(R_i)$$

Используем функцию СУММПРОИЗВ (SUMPRODUCT) для упрощения расчетов

	0,02266330
Доходность портфеля	3

Весы появятся позже, когда мы будем использовать SOLVER (Поиск решений)

Формула для риска портфеля выглядит следующим образом:

$$\sigma_p^2 = \sum_i w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_i \sum_{j \neq i} w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij},$$

Но на вставку каждого показателя в формулу уйдет слишком много времени, поэтому используем перемножением матриц

	Сбербанк	ГМКНорНик	Роснефть	ГАЗПРОМ	ЛУКОЙЛ
Вес	8%	0%	0%	0%	8%
Риск портфеля	0,001999873				

Приложение 6
Модель Шарпа

Модель может быть выражена следующей формулой:

$$r_i = \alpha_{iI} + \beta_{iI} r_I + \varepsilon_{iI},$$

где:

r_i - доходность ценной бумаги i за данный период;

r_I - доходность на рыночный индекс I за аналогичный период;

α_{iI} - коэффициент смещения (альфа-коэффициент) показывает, какая часть доходности i -ой ценной бумаги не связана с изменениями доходности рынка ценных бумаг;

β_{iI} - коэффициент наклона (бета-коэффициент) показывает чувствительность доходности i -ой ценной бумаги к изменениям доходности рыночного портфеля;

ε_{iI} - случайная погрешность.

Если предположить, что $\beta_{iI} > 0$, а среднее значение случайной погрешности равно 0, то чем выше r_I , тем выше r_i . Альфа-коэффициент указывает на доходность актива вне зависимости от конъюнктуры рынка, бета-коэффициент, напротив, указывает на данную зависимость.

Приложение 7

**Доходность инвестиционного портфеля пенсионных средств,
рассчитанная в рамках модели «квазиШарпа»**

Для эффективной работы на нестабильных фондовых рынках применяется модель инвестиционного портфеля, которая получила название модель «квазиШарпа». Эта модель основана на взаимосвязи доходности каждой ценной бумаги из всего множества N ценных бумаг с доходностью единичного портфеля их этих бумаг:

1. Доходность ценной бумаги рассчитывается как математическое ожидание доходностей.

2. Единичный портфель представляет собой портфель, состоящий из всех рассматриваемых ценных бумаг, взятых в одинаковой пропорции. В модели Шарпа за эталонный портфель(бенчмарк) берется так называемый рыночный портфель, динамику которого часто описывает фондовый индекс.

3. Доходность ценной бумаги прямо пропорционально доходности единичного портфеля.

4. Риск ценной бумаги рассчитывается как чувствительность изменения доходности ценной бумаги от изменения доходности единичного портфеля. За безрисковую ставку берется средняя доходность единичного портфеля, а не государственные обязательства.

Модель «квазиШарпа» соединяет доходность ценной бумаги с доходностью единичного портфеля и риском этой ценной бумаги с помощью функции линейной регрессии.

Приложение 8

Действия инвестора, согласно теории арбитража ожиданий

Прежде всего, инвестор рассчитывает ожидаемую доходность актива А при допущениях модели линейного ценообразования по формуле:

$$E[R_a] = R_f + \beta_a(E[R_m] - R_f),$$

где:

R_f - безрисковая ставка;

$E[R_m]$ - ожидаемая доходность на рынке;

$E[R_a]$ - ожидаемая доходность актива А.

В конце периода инвестор получает реализацию рынка и актива А, в той или иной степени отличные от его ожиданий:

$$R_m = E[R_m] + e_m$$

$$R_a = E[R_a] + e_a$$

Здесь имеет место дисперсия, поэтому более правильно такой арбитраж называть «арбитраж в ожиданиях», потому что инвестор фиксирует положительное ожидаемое вознаграждение, а не положительное гарантированное вознаграждение [374]. Чтобы добиться «арбитражного» ценообразования, необходимо предположить, что существуют некоторые значимые систематические риски, ведущие к линейной отдаче; инвесторы распознают данные риски и могут оценить чувствительность безопасности к ним; некоторые инвесторы готовы рисковать; эти инвесторы могут и будут использовать различия в ожидаемой доходности путем принятия арбитража риска [374].

Приложение 9 Теория волн

Базисный волновой цикл включает восемь волн, из которых пять - движущие (обозначаются цифрами 1-5), а три - корректирующие (обозначаются А, В, С). В первой малой пятиволновой последовательности волны 1, 3 и 5 являются движущими, а волны 2 и 4 - корректирующими. Это означает, что движение волны привело к повышению на один градус вверх. Однако также можно констатировать начало первой небольшой трехволновой коррекционной последовательности. После первых пяти волн вверх (первая волна отражает начало подъема на рынке, третья волна означает активный рост, который разворачивается в полную силу после достижения вершины первой волны, но рост заканчивается и инвесторы фиксируют прибыль; пятая волна - по силе равна первой волне, она уже не столь интенсивна, как третья, так как значительно меньшая группа инвесторов покупает ценные бумаги, рынок достигает пика и начинается движение вспять) и трех волн вниз (первый откат - 2-я волна - начинается вследствие ошибочной распродажи ценных бумаг; второй откат - 4-я волна - начинается после того, как инвесторы решат снять прибыль), последовательность начинается снова, образуя фрактал с пяти- и трехволновой структурой, которая лежит на один градус выше. Цикл включает 89 волн, за которыми следует завершенная корректирующая картина из 55 волн¹⁷⁸.

¹⁷⁸ Корректирующие волновые паттерны разворачиваются в вариативных формах (зигзаги, плоскости или треугольники). В свою очередь, эти корректирующие паттерны могут объединяться для формирования более сложных коррекций. Точно так же треугольная корректирующая модель формируется обычно в волне 4, но очень редко в волне 2, и является показателем окончания коррекции.

Приложение 10
Расчет РМРТ

РМРТ содержит в качестве базисной формулу:

$$d = \sqrt{\int_{\infty}^t (t-r)^2 f(r) dr},$$

где:

d - волатильность вниз (широко известное в финансовом сообществе как «риск снижения»);

t - годовой целевой доход, первоначально называемый минимально приемлемым (допустимым) уровнем доходности портфеля, или MAR;

r - случайная величина, представляющая доходность для распределения годовой доходности портфеля $f(r)$;

$f(r)$ - распределение годовой доходности, например, трехпараметрическое логнормальное распределение.

Коэффициент Сортино (S), разработанный компанией Investment Technologies, стал первым новым элементом в модели РМРТ. Он был разработан с целью заменить коэффициент Шарпа. Коэффициент Сортино определяется как:

$$S = \frac{r-t}{d},$$

где:

r - годовая норма доходности портфеля (средняя доходность портфеля);

t - минимально допустимый уровень доходности портфеля;

d - риск убытков, волатильность вниз (downside risk).

Приложение 11

Гарантирование прав застрахованных лиц страховщиками

1. Гарантируемые страховщиком средства застрахованного лица, которому еще не установлена выплата за счет средств пенсионных накоплений, и при установлении выплат за счет средств пенсионных накоплений определяются в следующем порядке:

$$ГСС_k = \Phi_{k-1} + \sum_{i=m}^n (CB_i + ДВ_i + ВР_i + С\Phi_i + МКВ_i - МКО_i), k \geq 1,$$

$$ГСС_0 = BO + \sum_{i=1}^n (CB_i + ДВ_i + ВР_i + С\Phi_i + МКВ_i - МКО_i),$$

где:

$$\Phi_k = \max \left\{ \Phi_{k-1} + \sum_{i=z}^{z+59} (CB_i + ДВ_i + ВР_i + С\Phi_i + МКВ_i - МКО_i), P_k \right\},$$

$$k \geq 1,$$

$$\Phi_0 = BO + \sum_{i=1}^p (CB_i + ДВ_i + ВР_i + С\Phi_i + МКВ_i - МКО_i),$$

где ГСС_к - гарантируемые страховщиком с начала к-го пятилетнего периода средства застрахованного лица, которому еще не установлена выплата за счет средств пенсионных накоплений, и при установлении выплат за счет средств пенсионных накоплений;

к - порядковый номер пятилетнего периода с года вступления в силу договора об обязательном пенсионном страховании с фондом-участником или года, в котором Пенсионный фонд Российской Федерации стал страховщиком застрахованного лица по основаниям, предусмотренным законодательством Российской Федерации (далее - возникновение правоотношений со страховщиком);

Φ_k (при $k \geq 1$) - сумма пенсионных накоплений, подлежащая отражению в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица в соответствии с законодательством Российской Федерации по состоянию на 31 декабря последнего года к-го пятилетнего периода с года возникновения правоотношений со страховщиком;

n - порядковый номер месяца наступления гарантийного случая, исчисленный с месяца возникновения правоотношений со страховщиком;

i - порядковый номер месяца, исчисленный с месяца возникновения правоотношений со страховщиком;

m - порядковый номер первого месяца к-го пятилетнего периода, исчисленный с месяца возникновения правоотношений со страховщиком;

СВ_i - учтенные в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица суммы страховых взносов на финансирование накопительной пенсии за i-й месяц;

ДВ_i - учтенные в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица суммы дополнительных страховых взносов на накопительную пенсию за i-й месяц;

ВР_i - учтенные в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица суммы взносов работодателя, уплаченных в пользу застрахованного лица за i-й месяц;

$C\Phi_i$ - учтенные в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица суммы взносов на софинансирование формирования пенсионных накоплений за i -й месяц;

MKB_i - учтенные в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица средства (часть средств) материнского (семейного) капитала, направленные на формирование накопительной пенсии (включая доход, полученный от их инвестирования) за i -й месяц;

MKO_i - средства (часть средств) материнского (семейного) капитала, переданные в случае отказа застрахованного лица от направления их на формирование накопительной пенсии и выбора другого направления использования в соответствии с Федеральным законом от 29.12.2006 №256-ФЗ «О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей» (включая доход, полученный от их инвестирования) за i -й месяц;

GCC_0 - гарантируемые страховщиком средства застрахованного лица, которому еще не установлена выплата за счет средств пенсионных накоплений, и при установлении выплат за счет средств пенсионных накоплений до конца года возникновения правоотношений со страховщиком;

z - порядковый номер первого месяца k -го пятилетнего периода, исчисленный с месяца возникновения правоотношений со страховщиком;

P_k - сумма пенсионных накоплений, учтенных в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица в соответствии с законодательством Российской Федерации по состоянию на 31 декабря последнего года k -го пятилетнего периода с года возникновения правоотношений со страховщиком, в размере, отражающем результат их инвестирования;

Φ_0 - сумма пенсионных накоплений, подлежащая отражению в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица в соответствии с законодательством Российской Федерации по состоянию на 31 декабря года возникновения правоотношений со страховщиком;

VO - сумма пенсионных накоплений, поступившая при возникновении правоотношений со страховщиком;

r - порядковый номер последнего месяца года вступления в силу договора со страховщиком, исчисленный с месяца возникновения правоотношений со страховщиком.

Расчет месяцев для показателей i , m , n , z , r осуществляется нарастающим итогом с месяца возникновения правоотношений со страховщиком.

2. В случае возникновения правоотношений со страховщиком до 1 января 2015 года:

$$GCC_1 = \Phi_0 + \sum_{i=1}^n (CB_i + DB_i + BP_i + C\Phi_i + MKB_i - MKO_i), \text{ где:}$$

GCC_1 - гарантируемые страховщиком средства застрахованного лица, которому еще не установлена выплата за счет средств пенсионных накоплений, и при установлении выплат за счет средств пенсионных накоплений с 01.01.2015 до даты определения суммы пенсионных накоплений в соответствии с частями 8 - 10 или 11 - 13 статьи 11 Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон "О негосударственных пенсионных фондах" и отдельные законодательные акты Российской Федерации» конца года возникновения правоотношений со страховщиком;

Φ_0 - сумма пенсионных накоплений, подлежащая отражению в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застра-

хованного лица в соответствии с законодательством Российской Федерации по состоянию на 01.01.2015;

i , n , $СВ_i$, $ДВ_i$, $ВР_i$, $СФ_i$, $МКВ_i$, $МКО_i$ - показатели, определяемые в соответствии с частью 1 настоящей статьи, при этом расчет месяцев для показателей i , n осуществляется нарастающим итогом с 01.01.2015.

Показатель $ГСС_k$ для $k > 1$ определяется в соответствии с частью 1 настоящей статьи, при этом:

Φ_1 - сумма пенсионных накоплений, определенная в соответствии с частями 8 - 10 или 11 - 13 статьи 11 Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон "О негосударственных пенсионных фондах" и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

3. Гарантийным случаем в отношении гарантируемых страховщиком средств застрахованного лица признается:

1) при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений - недостаток средств пенсионных накоплений, учтенных в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица по состоянию на 31 декабря:

а) года, в котором в соответствии с законодательством Российской Федерации осуществляется отражение результатов инвестирования средств пенсионных накоплений за кратный пяти годам срок с года вступления в силу договора об обязательном пенсионном страховании с фондом-участником или удовлетворения заявления застрахованного лица о переходе в Пенсионный фонд Российской Федерации, в размере, отражающем результат инвестирования средств пенсионных накоплений, не включенных в резервы фонда, на указанную дату, определенном в соответствии со ст.10.1 Федерального закона от 24.07.2002 №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» или ст.36.2-1 ФЗ «О НПФ», по сравнению с гарантируемыми страховщиком средствами застрахованного лица;

б) года, предшествующего году удовлетворения заявления застрахованного лица о переходе, в размере, отражающем результат инвестирования средств пенсионных накоплений, не включенных в резервы фонда, на указанную дату, определенном в соответствии со ст.10.1 Федерального закона от 24.07.2002 №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» или с п.1 ст.36.6-1 ФЗ «О НПФ», по сравнению с гарантируемыми страховщиком средствами застрахованного лица;

2) недостаток средств пенсионных накоплений, сформированных за счет средств (части средств) материнского (семейного) капитала, при отказе застрахованного лица от направления средств (части средств) материнского (семейного) капитала на формирование накопительной пенсии и выборе другого направления использования указанных средств в соответствии с Федеральным законом от 29.12.2006 №256-ФЗ «О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей» на дату передачи указанных средств УК или фондом-участником в ПФР по сравнению с гарантируемыми страховщиком средствами застрахованного лица, сформированными за счет средств (части средств) материнского (семейного) капитала, на указанную дату;

3) недостаток средств пенсионных накоплений, сформированных за счет средств (части средств) материнского (семейного) капитала, на дату передачи указанных средств УК или фондом-участником в ПФР в связи со смертью застрахованного лица до назначения ему накопительной пенсии и (или) срочной пенсионной выплаты либо единовременной выплаты средств пенсионных накоплений по сравнению с гарантируемыми страхов-

щиком средствами застрахованного лица, сформированными за счет средств (части средств) материнского (семейного) капитала, на указанную дату;

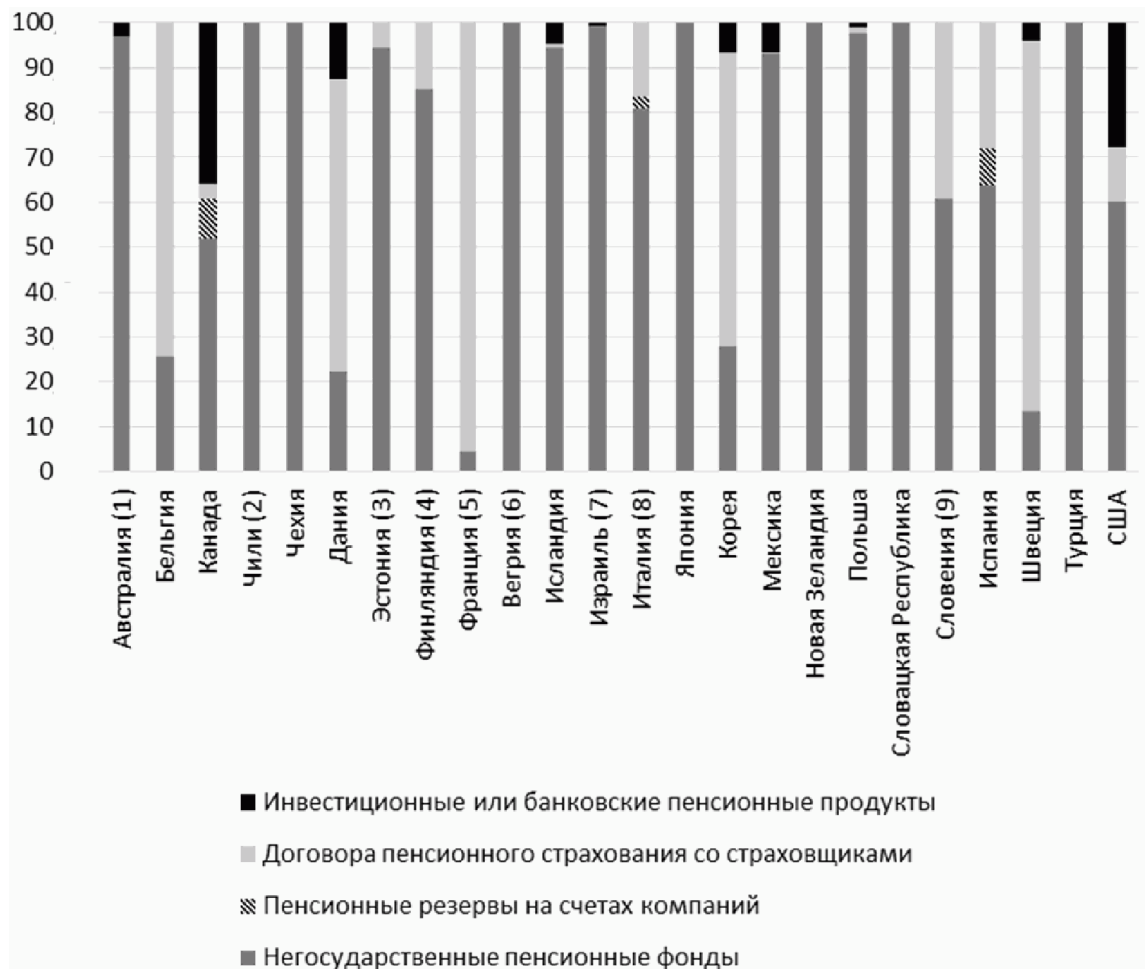
4) при установлении выплат за счет средств пенсионных накоплений - недостаток средств пенсионных накоплений, учтенных в специальной части индивидуального лицевого счета или на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица, на день, с которого застрахованному лицу устанавливаются накопительная пенсия и (или) срочная пенсионная выплата либо единовременная выплата средств пенсионных накоплений, по сравнению с гарантируемыми страховщиком средствами застрахованного лица на указанную дату;

5) несоответствие размера средств выплатного резерва фонда-участника для осуществления выплаты накопительной пенсии и (или) размера средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, которым установлена срочная пенсионная выплата, для осуществления выплаты срочной пенсионной выплаты требованиям достаточности средств выплатного резерва фонда-участника для осуществления выплаты накопительной пенсии и (или) достаточности средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, которым установлена срочная пенсионная выплата, для осуществления выплаты срочной пенсионной выплаты;

6) при введении Банком России запрета на осуществление операций фонда-участника по обязательному пенсионному страхованию - недостаток средств пенсионных накоплений, учтенных на пенсионном счете накопительной пенсии застрахованного лица, по сравнению с гарантируемыми страховщиком средствами застрахованного лица на дату передачи средств пенсионных накоплений.

Приложение 12

**Негосударственные пенсионные активы по видам финансирования
в странах-членах ОЭСР, в процентах к общей сумме активов [403]**



Примечание.

1. Пенсионные программы, предлагаемые инвестиционными компаниями/банками, не были учтены.
2. За исключением индивидуальных пенсионных счетов и пенсионных страховых продуктов.
3. Данные относятся ко всем пенсионным фондам.
- 4, 5. Данных для пенсионных резервов на счетах компаний не имеется.
6. Индивидуальные пенсионные счета и пенсионные страховые продукты не были учтены.
7. Данные по договорам пенсионного страхования включают в себя договоры добровольного пенсионного страхования, а также добровольного страхования на базе пенсионных фондов.
8. Технические положения были использованы для определения размера пенсионных резервов на счетах компаний.
9. Все компании, находящиеся под управлением агентства словенского страхового надзора, отнесены к категории «договоры пенсионного страхования».

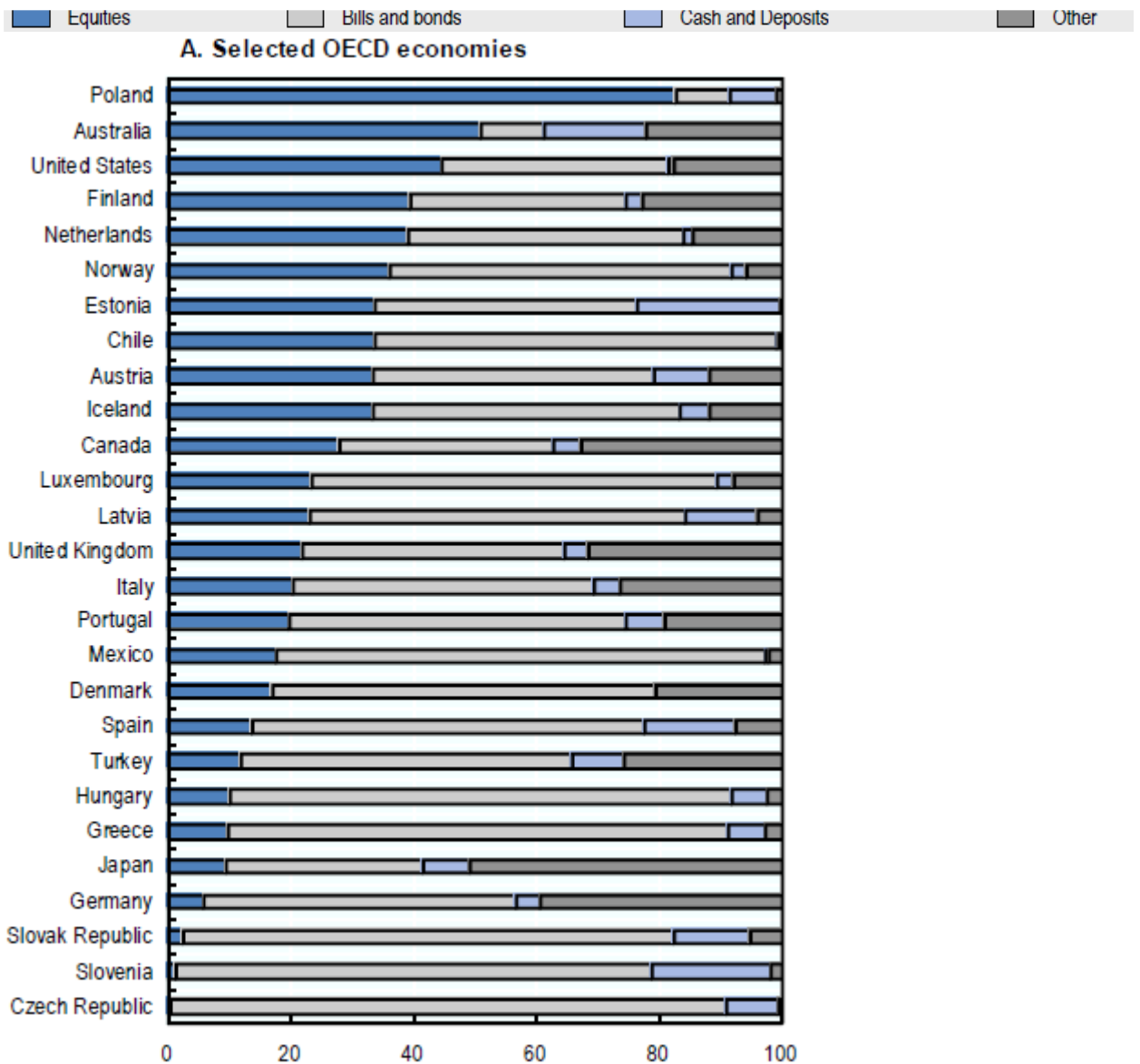
Приложение 13

**Категории кредитных организаций и инвестиционных компаний
для проведения контрольно-надзорных мероприятий**

№	Категория	Описание
1	Категория 1	Институты, перечисленные в ст.131 Директивы 2013/36/EU (глобальные системно значимые (G-SIIs) и иные системно значимые (O-SIIs), в том числе отнесенные к данной категории согласно определениям уполномоченных органов на основе оценки их размера, внутренней организации, а также с учетом предмета, масштаба и сложности их деятельности
2	Категория 2	Институты среднего и крупного размера, не вошедшие в категорию 1 и осуществляющие деятельность внутри страны или с существенным объемом трансграничных операций, в нескольких сферах бизнеса, в том числе на небанковском рынке, и предлагающие кредитные и финансовые продукты розничным и корпоративным клиентам. Не системно значимые специализированные институты, обладающие значительной долей рынка в своей сфере деятельности, или платежные системы, или биржи
3	Категория 3	Институты среднего и крупного размера, не вошедшие в категории 1 или 2, осуществляющие деятельность внутри страны или с несущественным объемом трансграничных операций, в ограниченной сфере бизнеса и предлагающие преимущественно кредитные продукты розничным и корпоративным клиентам с незначительной долей финансовых продуктов. Специализированные институты, обладающие незначительной долей рынка в своей сфере деятельности, или платежные системы, или биржи
4	Категория 4	Прочие отечественные институты малого размера и несложной структуры, не вошедшие в категории 1-3 (например, с ограниченной сферой деятельности и незначительной долей рынка)

Приложение 14
Структура инвестиционных портфелей [400]

Распределение активов в накопительных и частных пенсионных планах по отдельным классам активов и инвестиционным инструментам, 2018 или последний доступный год (Allocation of assets in funded and private pension plans in selected asset classes and investment vehicles, 2018 or latest year available)



Equities - акции; bills and bonds - векселя и облигации; cash and deposits - денежные средства и депозиты; other - другое.

Расчет средств, находящиеся в доверительном управлении УК¹⁷⁹,

Рассчитывается по формуле:

$$\text{Ср.ду} = \sum \text{СЧАиф} + \text{СЧАпн} + \text{СЧАпр} + \text{СЧАжн} + \text{ИП} + \text{СИ},$$

где:

- СЧАиф - стоимость чистых активов инвестиционных фондов;
- СЧАпн - стоимость чистых активов, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений;
- СЧАпр - стоимость чистых активов, в которые размещены средства пенсионных резервов;
- СЧАжн - стоимость чистых активов, в которые инвестированы накопления для жилищного обеспечения военнослужащих;
- ИП размер ипотечного покрытия;
- СИ стоимость имущества, находящегося в доверительном управлении по договорам ДУ ценными бумагами, договорам ДУ собственными средствами (капиталом) и страховыми резервами страховщиков.

¹⁷⁹ Доверительное управление УК может осуществлять средствами пенсионных накоплений (СПН), накоплениями для жилищного обеспечения военнослужащих, ипотечным покрытием, средствами компенсационного фонда саморегулируемой организации оценщиков, целевым капиталом некоммерческой организации [64].

Приложение 16
Значения индекса ХХ [321, с.22]

Исходя из определения типа рыночной структуры по значению индекса ХХ:

- 1) чистая монополия – индекс $ХХ=10000$;
- 2) монополистическая конкуренция - $1800 < \text{индекс } ХХ < 10000$;
- 3) олигополия - $1000 < \text{Индекс } ХХ < 1800$;
- 4) совершенная конкуренция - $\text{Индекс } ХХ < 1000$.

Приложение 17

**Ограничения в структуре инвестиционного портфеля
при инвестировании СПН и размещении СПР**

Актив	Ограничение в структуре, в %:	
	Доля актива в инвестиционном портфеле Фонда при инвестировании СПН	Доля актива в совокупной стоимости пенсионных резервов Фонда при размещении СПР
Максимальная доля ценных бумаг одного эмитента или группы связанных эмитентов	не более 10% ¹⁸⁰	нет
Максимальная доля ценных бумаг одного эмитента за исключением государственных ценных бумаг Российской Федерации, государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и акций акционерных инвестиционных фондов	нет	не более 15% ¹⁸¹
Доля государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации	стоимость государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и облигаций, выпущенных от имени муниципальных образований, (включая ценные бумаги, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо), в совокупности составляет не более 40%.	не более 80%
Доля муниципальных облигаций		не более 80%
Доля государственных ценных бумаг Российской Федерации одного выпуска или государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации одного выпуска	нет	не более 35%
Депозиты в кредитной организации и ценные бумаги, эмитированные этой кредитной организацией	не более 25%	Нет
Доля банковских депозитов и депозитных сертификатов российских банков	нет	не более 80%; доля банковских депозитов в одном банке (депозитных сертификатов одного банка) может

¹⁸⁰ За исключением государственных ценных бумаг Российской Федерации, ценных бумаг, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией, а также ипотечных ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством РФ об ипотечных ценных бумагах и удовлетворяющих требованиям, установленным Банком России.

¹⁸¹ За исключением государственных ценных бумаг Российской Федерации, государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и акций акционерных инвестиционных фондов.

		составлять не более 25%
Максимальная доля ценных бумаг, эмитированных аффилированными лицами фонда, УК, спецдепозитария и актуария	не более 10%	нет
Максимальная доля депозитов, размещенных в кредитных организациях, являющихся аффилированными лицами фонда, УК	не более 20%	нет
Доля акций российских открытых акционерных обществ	нет	не более 70%
Максимальная доля акций одного эмитента	не должна превышать 10% его капитализации; на момент заключения сделки по приобретению акций российских акционерных обществ, не соответствующих критериям абз.2 и 3 п.п.1.1.3 п.1.1 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П, совокупная стоимость таких ценных бумаг (с учетом ожидаемых к получению по второй части договора репо и (или) подлежащих передаче по второй части договора репо) с учетом приобретаемых составляет не более 5%. Стоимость акций одного эмитента (включая акции, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо) составляет не более 10% до 30.06.2019, с 01.07.2019 - не более 9%, с 01.01.2020 - не более 8%, с 01.07.2021 - не более 7%, с 01.01.2022 - не более 6%, а с 01.07.2022 - не более 5%. На момент заключения сделки по приобретению акций российских акционерных обществ, не соответствующих критериям абз. 2 и 3 п.п.1.1.3 п.1.1 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П, совокупная стоимость таких ценных бумаг (с учетом ожидаемых к получению по второй части договора репо и (или) подлежащих передаче по второй части договора репо) с учетом приобретаемых составляет не более 5%	нет
Доля облигаций российских хозяйственных обществ	нет	не более 80%
Максимальная доля облигаций одного эмитента	не должна превышать 40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного	нет

	эмитента ¹⁸²	
Максимальная доля ценных бумаг одного эмитента, являющегося вкладчиком фонда	нет	не более 5% ¹⁸³
Максимальная доля в совокупном инвестиционном портфеле фонда ценных бумаг одного эмитента	не должна превышать 50% совокупного объема находящихся в обращении ценных бумаг данного эмитента ¹⁸⁴	доля государственных ценных бумаг Российской Федерации одного выпуска или государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации одного выпуска не более 35%, всех остальных не более 15%
На момент заключения сделки по приобретению акций российских акционерных обществ, субординированных облигаций кредитных организаций, а также паев (акций, долей) иностранных индексных инвестиционных фондов, проспекты эмиссии которых (правила доверительного управления которыми) предусматривают возможность инвестировать средства таких фондов в акции (включая ценные бумаги, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо)	совокупная стоимость таких ценных бумаг (с учетом приобретаемых) составляет не более 40%	нет
Максимальная доля денежных средств в рублях и иностранной валюте на счетах и депозитах в кредитных организациях	определяется Банком России	_____
Максимальная доля средств, размещенных в ценные бумаги иностранных эмитентов	не более 20%	_____
Суммарная доля ценных бумаг правительств иностранных государств, цен-	_____	не более 30%

¹⁸² За исключением государственных ценных бумаг Российской Федерацией, ценных бумаг, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией, а также ипотечных ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством РФ об ипотечных ценных бумагах и удовлетворяющих требованиям, установленным Банком России.

¹⁸³ За исключением случаев, когда указанные ценные бумаги включены в котировальный список высшего уровня, то есть в котировальный список российской фондовой биржи, для включения в который в соответствии с законодательством Российской Федерации установлены максимальные требования.

¹⁸⁴ За исключением государственных ценных бумаг Российской Федерацией, ценных бумаг, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией, а также ипотечных ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах и удовлетворяющих требованиям, установленным Банком России.

ных бумаг международных финансовых организаций, акций иностранных акционерных обществ, облигаций иностранных коммерческих организаций и акций (паев) иностранных инвестиционных фондов		
Ценные бумаги международных финансовых организаций, а также паи (акции, доли) иностранных индексных инвестиционных фондов (включая ценные бумаги, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо)	не более 20%	_____
Доля ипотечных сертификатов участия	_____	не более 20%, в том числе доля ипотечных сертификатов участия, удостоверяющих доли в праве общей собственности на ипотечные покрытия, ДУ которыми осуществляется одним управляющим ипотечным покрытием, - не более 10%
Доля инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов	нет ограничений	не более 70% ¹⁸⁵
Доля акций акционерных инвестиционных фондов и инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, управление (ДУ) которыми осуществляется одной УК	нет ограничений	не более 25%
Суммарная доля ценных бумаг, включенных в котировальные списки фондовых бирж, в которые включаются ценные бумаги, впервые размещаемые путем открытой подписки или впервые предлагаемые к публичному обращению, а также ценных бумаг, не включенных в котировальные списки фондовых бирж ¹⁸⁶	нет ограничений	не более 40% ¹⁸⁷

¹⁸⁵ При этом доля инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, не допущенных к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг, а также доля инвестиционных паев, предназначенных для квалифицированных инвесторов, может составлять не более 5% резерва покрытия пенсионных обязательств фонда, увеличенных на долю страхового резерва в указанных резервах покрытия пенсионных обязательств.

¹⁸⁶ За исключением государственных ценных бумаг Российской Федерации и инвестиционных паев открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов.

¹⁸⁷ В том числе доля ценных бумаг, по которым не зарегистрирован отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) или не представлено уведомление в регистрирующий орган об итогах

Максимальная доля в инвестиционном портфеле фонда прочих видов разрешенных активов	определяется Банком России	нет ограничений
Доля объектов недвижимого имущества	актив не разрешен по составу	не более 10%
Стоимость ценных бумаг одного юридического лица (группы связанных юридических лиц (юридические лица, являющиеся основными и дочерними обществами), ценных бумаг, исполнение обязательств по которым обеспечено поручительством либо гарантией такого юридического лица (лиц, входящих в группу связанных юридических лиц), размер денежных средств в рублях и в иностранной валюте на банковских депозитах и на счетах в таком юридическом лице (лицах, входящих в группу связанных юридических лиц, если соответствующие юридические лица являются кредитными организациями), размер прав требования к такому юридическому лицу (лицам, входящим в группу связанных юридических лиц) по возврату ценных бумаг и денежных средств по второй части договора репо (в составе ценных бумаг, также учитываются ценные бумаги, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо)	в совокупности составляют не более 15% до 30.06.2019, с 01.07.2019 - не более 14%, с 01.01.2020 - не более 13%, с 01.07.2021 - не более 12%, с 01.01.2022 - не более 11%, а с 01.07.2022 - не более 10%; увеличение в инвестиционном портфеле доли указанных активов, путем совершения сделок по приобретению таких активов допускается при условии, что их совокупная стоимость с учетом приобретаемых активов составляет не более 10% стоимости инвестиционного портфеля на момент заключения сделки по их приобретению	нет ограничений
Стоимость облигаций кредитных организаций, акций кредитных организаций (включая облигации и акции, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо), размер банковских депозитов (в составе активов, подпадающих под ограничение настоящего подпункта, учитываются денежные средства на банковских счетах и на специальных брокерских счетах)	в совокупности составляют не более 40%, с 01.01. 2018 - не более 37,5 %, с 01.07.2018 - не более 35%, а с 01.01.2019 - не более 30 %.	нет ограничений
На момент заключения сделки по приобретению активов, номинированных в иностранной валюте, совокупная стоимость таких активов (с учетом приобретаемых)	не более 30%	нет ограничений

выпуска (дополнительного выпуска), может составлять не более 15 процентов пенсионных резервов.

<p>Стоимость лотов производных финансовых инструментов (если базовым (базисным) активом производного финансового инструмента является другой производный финансовый инструмент, - стоимость лотов таких производных финансовых инструментов), стоимость ценных бумаг (сумма денежных средств), полученных управляющей компанией по первой части договора репо, и размер принятых обязательств по поставке активов по иным сделкам, дата исполнения которых не ранее 4 рабочих дней со дня заключения сделки</p>	<p>в совокупности составляют не более 20%, а на дату заключения сделок с производными финансовыми инструментами, сделок репо или сделок, дата исполнения которых не ранее 4 рабочих дней со дня заключения сделки, - не более 10% стоимости инвестиционного портфеля с учетом заключенных сделок</p>	<p>нет ограничений</p>
<p>Стоимость облигаций с ипотечным покрытием (включая облигации, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо) в совокупности</p>	<p>не более 5%</p>	<p>нет ограничений</p>
<p>Стоимость следующих активов в совокупности: активов, указанных в п.1.2 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П; акций российских акционерных обществ, не включенных одновременно в список для расчета Индекса МосБиржи и в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одной из российских бирж; облигаций, указанных в абз.5 пп.1.1.2 п.1.1 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П; облигаций (за исключением облигаций с ипотечным покрытием), выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами; облигаций (за исключением субординированных облигаций кредитных организаций), выпуску которых присвоен рейтинг ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России, а в случае его отсутствия - эмитенту облигаций присвоен рейтинг ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России, либо рейтинг эмитента облигаций отсутствует, и при наличии поручителя (гаранта) по таким облигациям ему присвоен рейтинг ниже уровня, уста-</p>	<p>не более 10%, а с 01.07.2022 - не более 7%</p>	<p>нет ограничений</p>

<p>новленного Советом директоров Банка России, либо рейтинг поручителя (гаранта) отсутствует; инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов</p>		
--	--	--

Приложение 18
Модель карты рисков

Карта рисков, используемая для выявления рисков, актуальных (присущих) деятельности Фонда⁷

1. Инвестиционные риски
1.1. Кредитные риски
риск дефолта
риск миграции
кредитный риск контрагента
страновой (политический) риск
риск секьюритизации
остаточный кредитный риск
1.2. Риски ликвидности
риск рыночной ликвидности
риск ликвидности (риск неплатежеспособности Фонда)
риск избыточной ликвидности
1.3. Рыночные риски
фондовый риск
процентный риск
рыночный риск портфеля долговых ценных бумаг Казначейства
валютный риск по структурной открытой валютной позиции
1.4. Риски концентрации
риск кредитной концентрации на группу контрагентов
риск отраслевой кредитной концентрации
риск концентрации финансовых инструментов
риск страновой кредитной концентрации
риск концентрации источников ликвидности
риск кредитной концентрации требований, номинированных в одной валюте
риск концентрации видов обеспечения
2. Риск недвижимости
3. Риск страхования
4. Актуарные риски (пенсионные риски)
4.1. Демографический риск
4.2. Риск увеличения периодов и размеров выплат накопительных пенсий или негосударственных пенсий
4.3. Экономический риск
4.4. Риск покрытия обязательств взносами
4.5. Риск стоимости обслуживания
5. Операционные риски (включая правовой риск)
6. Регуляторный (комплаенс) риск
7. Модельный риск
8. Бизнес риски
8.1. Репутационный риск (риск потери деловой репутации)
8.2. Стратегический риск

⁷ Данный перечень рисков, включая невыявленные (неактуальные) риски в Фонде, может быть дополнен. В случае выявления иных видов/подвидов рисков в Фонде, не поименованных в Карте рисков, они должны быть включены в Реестр рисков и Карту рисков.

Приложение 19
Баланс НПФ при проведении МСТ

Статья баланса	
Дефицит активов, минимум из величин:	
	Дефицит на аналитическом счете
	Дефицит собственных средств до норматива
Активы СС на начало периода	
	-проценты на аналитический счет
	-рыночная переоценка
	-кредитный риск
	-recovery
Вознаграждение фонда	
Использование СС, в т.ч.	
	-страховые взносы в АСВ
	-пополнение РОПС за счет СС
	-гарантийное возмещение по ОПС
	-возмещение аналитических счетов ПН и РОПС
	- вознаграждение УК
	- необходимые расходы УК
	- вознаграждение СД
	- необходимые расходы СД
	Итого отчисления по ОПС
	-гарантийное возмещение по НПО
	-пополнение СР до норматива за счет СС
	-возмещение аналитических счетов ПР и СР
	Итого отчисления по НПО
Активы СС на конец квартала, в т.ч	
	-денежные средства на конец квартала
	- активы, оцененные по справедливой стоимости
Расчет остатка на аналитическом счете	
Аналитический счет на начало квартала	
	-проценты на аналитический счет
	-потоки по активам
	-другие притоки
	-использование СС
	-зачисление денежных средств и средств от продажи активов
Аналитический счет на конец квартала	
Проверка (должен быть 0)	
Активы на начало периода	
Выплаты пенсий	

Выплаты правопреемникам	
Изменение стоимости портфеля	
	-проценты на аналитический счет
	-рыночная переоценка
	-кредитный риск
	-recovery
Активы на конец периода <u>до выплат/поступлений/отчислений по п.3, 4, 4 и 7</u>	
Расчет дохода	
	-доход за квартал
	-доход за год
	-средняя СЧА
Выплата фиксированной части вознаграждения фонду, в т.ч.	
	-фиксированная часть (до 0,75%)
	-на выплаты в РОПС
	- на выплаты в АСВ
Инвестиционный доход после <u>выплат по п.4, в т.ч.</u>	
Переменная часть вознаграждения фонда	
Распределение части инвестиционного дохода по счетам	
Зачисление гарантийного восполнения, в т.ч.	
	-из РОПС
	-из СС
Перечисление средств ушедших застрахованных лиц (только в тесте на ликвидность)	
Активы на конец периода до восполнения АС до минимального уровня	
Активы на конец периода, в т.ч.	
	-денежные средства на конец квартала
	- активы, оцененные по справедливой стоимости
Расчет остатка на аналитическом счете	
	Аналитический счет на начало квартала
	-проценты на аналитический счет
	-зачисление гарантийного восполнения
	-потоки по активам
	-зачисление recovery
	-выплаты
	-зачисление денежных средств и средств от продажи активов
	- восполнение АС до минимального уровня
	Аналитический счет на конец квартала
Проверка (должен быть 0)	
Текущий остаток по счетам з/л, по которым производится фиксинг	
Размер фиксинга	
Гарантийное восполнение	
Средства, необходимые для удовлетворения переходов	
Активы РОПС на начало периода	
	-проценты на аналитический счет
	-рыночная переоценка
	-кредитный риск

	-recovery
Активы на конец периода до выплат/поступлений/отчислений по п.3, 4, 4 и 7	
Расчет дохода	
	-доход за квартал
	-доход за год
	-средняя СЧА
Выплата фиксированной части вознаграждения фонду, в т.ч.	
	- на выплаты в АСВ
Инвестиционный доход после выплат по п.4, в т.ч.	
Переменная часть вознаграждения фонда	
Внешние поступления в РОПС, в т.ч.	
	-восполнение РОПС до норматива
	-пополнение РОПС за счет ПН (отчисления по 0,125%-0,25%)
Использование РОПС для гарантийного восполнения	
Выполняется ли норматив? (1-да, 0-нет)	
Активы на конец периода до восполнения АС до минимального уровня	
Активы РОПС на конец периода, в т.ч.	
	-денежные средства на начало конец квартала
	- активы, оцененные по справедливой стоимости
Расчет остатка на аналитическом счете	
	Аналитический счет на начало квартала
	-проценты на аналитический счет
	-потоки по активам
	-другие поступления
	-выплаты
	-зачисление денежных средств и средств от продажи активов
	- восполнение АС до минимального уровня
	Аналитический счет на конец квартала
Проверка (должен быть 0)	
Активы на начало периода	
Выплаты пенсий	
Выплаты правопреемникам	
Изменение стоимости портфеля	
	-проценты на аналитический счет
	-рыночная переоценка
	-кредитный риск
	-recovery
Активы на конец периода до выплат/поступлений/отчислений по п.3, 4, 4 и 7	
Расчет дохода	
	-доход за квартал
	-доход за год
	-средняя СЧА
Выплата вознаграждений и возмещение необходимых расходов, в т.ч.	
	- вознаграждение СД постоянное
	- вознаграждение СД переменное от СЧА

- вознаграждение СД переменное от дохода
-уплата вознаграждения УК постоянное
-уплата вознаграждения УК переменное от СЧА
-уплата вознаграждения УК переменное от дохода
-уплата расходов на оценщиков, брокеров, НРД, НКО
Инвестиционный доход после выплат по п.3, в т.ч.
-уплата вознаграждения фонда постоянное
-уплата вознаграждения фонда переменное от СЧА
-уплата вознаграждения фонда переменное от дохода
Инвестиционный доход после уплаты вознаграждений, в т.ч:
-распределяемый по счетам
-направляемый в СР
Зачисление гарантийного восполнения, в т.ч.
Перечисление средств ушедших застрахованных лиц (только в тесте на ликвидность)
Активы на конец периода до восполнения АС до минимального уровня
Активы на конец периода, в т.ч.
-денежные средства на конец квартала
-активы, оцененные по справедливой стоимости
Расчет остатка на аналитическом счете
Аналитический счет на начало квартала
-проценты на аналитический счет
-зачисление гарантийного восполнения
-потоки по активам
-зачисление recovery
-выплаты
-зачисление денежных средств и средств от продажи активов
- восполнение АС до минимального уровня
Аналитический счет на конец квартала
Проверка (должен быть 0)
Остаток на счетах в схеме до распределения дохода
Гарантированный доход по всем уровням МГД
Доход по схеме фактический
РШО счетов без МГД после выплаты пенсий до распределения дохода
Гарантийное восполнение
Пополнение аналитических счетов (разносится как доход)
Остаток на счетах с МГД после разнесения дохода и восполнения
Остаток на счетах лиц, которым можно разносить убыток
Средства, необходимые для удовлетворения переходов
Активы на начало периода
Выплаты пенсий
Выплаты правопреемникам
Изменение стоимости портфеля
-проценты на аналитический счет
-рыночная переоценка

	-кредитный риск
	-recovery
Активы на конец периода до выплат/поступлений/отчислений по п.3, 4, 4 и 7	
Расчет дохода	
	-доход за квартал
	-доход за год
	-средняя СЧА
Выплата вознаграждений и возмещение необходимых расходов, в т.ч.	
	- вознаграждение СД постоянное
	- вознаграждение СД переменное от СЧА
	- вознаграждение СД переменное от дохода
	-уплата вознаграждения УК постоянное
	-уплата вознаграждения УК переменное от СЧА
	-уплата вознаграждения УК переменное от дохода
	-уплата расходов на оценщиков, брокеров, НРД, НКО
	Инвестиционный доход после выплат по п.3, в т.ч.
	-уплата вознаграждения фонда постоянное
	-уплата вознаграждения фонда переменное от СЧА
-уплата вознаграждения фонда переменное от дохода	
	Инвестиционный доход после уплаты вознаграждений, в т.ч:
	-распределяемый по счетам
-направляемый в СР	
	Зачисление гарантийного восполнения, в т.ч.
	Перечисление средств ушедших застрахованных лиц (только в тесте на ликвидность)
Активы на конец периода до восполнения АС до минимального уровня	
Активы на конец периода, в т.ч.	
-денежные средства на конец квартала	
	-активы, оцененные по справедливой стоимости
	Расчет остатка на аналитическом счете
	Аналитический счет на начало квартала
	-проценты на аналитический счет
	-зачисление гарантийного восполнения
	-потоки по активам
	-зачисление recovery
	-выплаты
	-зачисление денежных средств и средств от продажи активов
	- восполнение АС до минимального уровня
	Аналитический счет на конец квартала
Проверка (должен быть 0)	
Остаток на счетах в схеме до распределения дохода	
Гарантированный доход по всем уровням МГД	
Доход по схеме фактический	
РППО счетов без МГД после выплаты пенсий до распределения дохода	
Гарантийное восполнение	

Пополнение аналитических счетов (разносится как доход)	
Остаток на счетах с МГД после разнесения дохода и восполнения	
Остаток на счетах лиц, которым можно разносить убыток	
	Средства, необходимые для удовлетворения переходов
Активы СР на начало периода	
-проценты на аналитический счет	
-рыночная переоценка	
-кредитный риск	
	-recovery
	Активы на конец периода до выплат/поступлений/отчислений
	Расчет дохода
	-доход за квартал
-доход за год	
-средняя СЧА	
	Выплата вознаграждений и возмещение необходимых расходов, в т.ч.
	Вознаграждение СД переменное от дохода
	Вознаграждение УК переменное от дохода
Инвестиционный доход после выплат по п.3, в т.ч.	
	Вознаграждение фонда переменное от дохода
	Зачисление дохода в СР из ПР
	Пополнение СР до норматива
	Активы на конец периода до восполнения до минимального уровня
	Использование СР для гарантийного восполнения
	Активы на конец периода, в т.ч.
	-денежные средства на начало квартала
	-активы, оцененные по справедливой стоимости
	Расчет остатка на аналитическом счете
	Аналитический счет на начало квартала
-проценты на аналитический счет	
	-потоки по активам
	-пополнение до норматива
-зачисление дохода из ПР	
	-recovery
	-выплаты
-использование для гарантийного восполнения	
-зачисление денежных средств и средств от продажи активов	
-восполнение АС до минимального уровня	

Аналитический счет на конец квартала
Проверка (должен быть 0)

Приложение 20

Расчет показателей доходности инвестирования СПН

Показатели доходности инвестирования средств пенсионных накоплений за период рассчитываются в процентах годовых по методу взвешенной по времени доходности с поправкой на денежные потоки. Расчет производится по формуле:

$$R = \left(\prod_{i=1}^n \frac{СЧА_i - S_i}{СЧА_{i-1}} - 1 \right) \times \frac{365}{K} \times 100,$$

где:

R - доходность инвестирования средств пенсионных накоплений за расчетный период в процентах годовых;

n - количество дней, в которые происходили поступления/изъятия средств пенсионных накоплений в расчетном периоде, плюс один день (дата конца расчетного периода);

$СЧА_n$ - стоимость чистых активов на последний календарный день расчетного периода;

$СЧА_0$ - стоимость чистых активов на последний календарный день, предшествующий расчетному периоду;

$СЧА_i$ ($0 < i < n$) - стоимость чистых активов на дату поступления средств пенсионных накоплений в инвестиционный портфель или изъятия средств пенсионных накоплений из инвестиционного портфеля;

$СЧА_{i-1}$ - стоимость чистых активов на дату предыдущего поступления или изъятия средств пенсионных накоплений;

S_i ($0 < i < n$) - денежный поток, равный сумме всех поступивших средств минус сумма всех изъятых средств в i -й день поступления/изъятия средств;

K - количество календарных дней в расчетном периоде.

Приложение 21
Динамика отраслевых индексов Мосбиржи за 2013-2019 гг.

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Энергетика 12%	Нефть и газ 118%
Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Финансы 9%	Металлы 113%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Телекомы 8%	Химия 82%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Индекс МосБ 8%	Индекс МосБ 73%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Потребсектор 6%	Финансы 31%
Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Нефть и газ 4%	Потребсектор 17%
Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Металлы -2%	Энергетика 4%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -21%	Химия -6%	Телекомы -16%

данные Доходь, Refinitiv на 15.05.2018

Приложение 22
Рейтинг крупнейших мировых инвесторов [384]

№	Название компаний	Объем инфра-структурных активов, \$ млрд	Совокупные активы,	По состоянию на дату
1	Немецкая страховая компания Allianz	27,7	769,5	31.12.19
2	Управляющая активами канадского пенсионного фонда Canada Pension Plan Investment Board	24,9	293,5	31.03.19
3	Государственный пенсионный фонд Южной Кореи National Pension Service	20,5	575,2	31.05.19
4	Канадская управляющая компания Сберегательной кассы Квебека (La Caisse de dépôt et placement du Québec, CDPQ)	16,6	226,8	31.12.19
5	Пенсионный фонд муниципальных служащих Онтарио (OMERS)	15,2	73,5	31.12.19
6	Управляющая компания нидерландского пенсионного фонда государственных служащих ABP - APG Capital	13,9	556,7	31.05.19
7	Канадский пенсионный фонд Ontario Teachers' Pension Plan	13,1	151,5	30.06.19
8	Нидерландская управляющая компания	12,7	241	31.12.19
9	Канадская компания Public Sector Pension Investment Board (PSP Investments), управляющая активами канадских пенсионных фон-	12,6	126	31.03.19
10	Британская управляющая компания Legal & General Capital	10,8	625	31.12.19

Согласно проведенному IPE опросу, более 51% институциональных инвесторов планируют увеличить объем инвестиций в инфраструктурные активы в ближайшие 18 месяцев.

Методология исследования

Целевая группа - негосударственные пенсионные фонды; УК, участвующие в пенсионной системе; иные участники пенсионного рынка; эксперты в области ОПС и НПО; представители госрегулятора.

Метод - анкетирование (ответы на сформулированные вопросы; ответы могут быть закрытыми и открытыми; возможно выбрать несколько вариантов ответов).

Период проведения опроса – март 2020 года.

Просим Вас ответить на следующие вопросы (в вопросах 2-6, 8 возможно несколько вариантов ответов, но не более 3-х):

1. Считаете ли Вы необходимым/целесообразным (нужное подчеркнуть) участие институциональных инвесторов пенсионного рынка в долгосрочных инфраструктурных проектах?
 - 1) да
 - 2) нет
 - 3) затрудняюсь ответить
 - 4) иное _____

2. Каковы, на Ваш взгляд, причины недостаточной активности институциональных инвесторов пенсионного рынка в долгосрочных инфраструктурных проектах?
 - 1) высокие риски
 - 2) отсутствие привлекательных инфраструктурных проектов
 - 3) отсутствие механизма инвестирования в инфраструктурные проекты
 - 4) невысокая доходность
 - 5) высокие требования регулирующих органов
 - 6) затрудняюсь ответить
 - 7) иное _____

3. Какие виды инфраструктуры привлекательны для инвестирования/размещения пенсионных средств?
 - 1) энергетика
 - 2) модернизация промышленных предприятий
 - 3) строительство дорог и транспортной инфраструктуры
 - 4) жилищное строительство, ЖКХ
 - 5) IT –технологии
 - 6) социальная инфраструктура
 - 7) инфраструктура государственного управления
 - 8) добыча и переработка сырья
 - 9) строительство объектов по переработке твердых бытовых отходов
 - 10) иное _____
 - 11) затрудняюсь ответить

4. Какова, на Ваш взгляд, минимально приемлемая доходность при инвестировании в инфраструктурные проекты?
 - 1) инфляция + маржа
 - 2) ключевая ставка ЦБ + маржа
 - 3) среднегодовой уровень доходности по всем классам
 - 4) абсолютная доходность
 - 5) затрудняюсь ответить
 - 6) иное _____

5. Каков целесообразный срок размещения пенсионных активов в инфраструктурные проекты?

- 1) до 3-х лет
 - 2) 3-5 лет
 - 3) 5-7 лет
 - 4) 7-10 лет
 - 5) более 10 лет
 - 6) затрудняюсь ответить
 - 7) иное _____
6. Каковы, по Вашему мнению, основные риски инвестирования в инфраструктурные проекты?
- 1) политические риски, связанные с изменением отношения органов государственной власти к реализуемому проекту или в связи с изменением требований к инвестированию пенсионных средств
 - 2) долгосрочность
 - 3) качество проекта
 - 4) платежеспособность публичного контрагента в проекте и его способность обеспечить исполнение принимаемых обязательств
 - 5) управление стоимостью проекта
 - 6) затрудняюсь ответить
 - 7) иное _____
7. Был ли в Вашей организации опыт долгосрочного инвестирования в инфраструктурные проекты?
- 1) да (эти проекты продолжаются в настоящее время ___; если да, то в какой сфере _____ и в какой форме _____)
 - 2) нет
 - 3) иное _____
- 7.1 Если такой опыт был, оказался ли он положительным?
- 1 – да
 - 2 – нет (причина _____)
 - 3 – затрудняюсь ответить
8. Какие формы инвестирования/размещения пенсионных средств в инфраструктуру были бы предпочтительными для НПФ и УК?
- 1) концессионные облигации
 - 2) иные ценные бумаги, обеспеченные инфраструктурными активами
 - 3) прямые инвестиции в объекты инфраструктуры
 - 4) паи инфраструктурных фондов
 - 5) затрудняюсь ответить
 - 6) иное _____

Благодарим Вас за искренние ответы!

Приложение 24

**Функциональные требования к разработке
Блока депозитарного учета операций с ценными бумагами**

1. Автоматическое открытие и закрытие операционных дней;
2. Возможность настройки автоматической регистрации документов, поступающих в специализированный депозитарий из систем ЭДО вышестоящих депозитариев, регистраторов и иных контрагентов, в Журнале учета входящих документов;
3. Автоматическое ведение Журнала операций в учетной системе по факту проведения депозитарных операций;
4. Автоматическое ведение Журнала учета исходящих документов в учетной системе по факту формирования отчетов, уведомлений и иных исходящих документов;
5. Автоматическая загрузка типизированных поручений в учетную систему из системы ЭДО специализированного депозитария (блок СЭД);
6. Возможность гибкой настройки в учетной системе автоматического формирования поручений по формам вышестоящих депозитариев;
7. Возможность настройки автоматического экспорта поручений из учетной системы в систему ЭДО вышестоящих депозитариев;
8. Возможность настройки автоматического подтверждения депозитарных операций в учётной системе на основании документов вышестоящих депозитариев посредством их автоматического импорта из систем ЭДО вышестоящих депозитариев;
9. Автоматическое проведение в учетной системе депозитарных операций по итогам биржевых торгов на основании отчетов вышестоящих депозитариев посредством их автоматического импорта из систем ЭДО вышестоящих депозитариев;
10. Автоматический контроль учетной системы за осуществлением принципа «двойной руки» при проведении инвентарных операций, связанных с уменьшением количества ценных бумаг на счете депо;
11. Автоматическая проверка достаточности количества ценных бумаг на счете депо при проведении депозитарных операций, связанных с уменьшением количества ценных бумаг на счете депо;
12. Автоматическое формирование проводок по принципу двойной записи при проведении депозитарных операций: одновременно на пассивном счете и на активном счете;
13. Автоматическая выдача отчетов о проведенных депозитарных операциях, выписок и иных уведомлений НПФ и его УК из учетной системы через ЭДО специализированного депозитария (блок СЭД);
14. Ведение синтетического учета в соответствии с Планом счетов депозитарного учета;
15. Автоматическое проведение ежедневной сверки остатков ценных бумаг на счетах депозитария, открытых в вышестоящих расчетных депозитариях, с данными депозитарного учёта по факту закрытия операционного дня;
16. Возможность настройки автоматической ежедневной сверки остатков ценных бумаг на счетах депозитария, открытых в реестрах владельцев ценных бумаг и вышестоящих (не расчетных) депозитариях, с данными депозитарного учёта по факту закрытия операционного дня;

17. Возможность осуществления сверки в системе спецдепозитарного учета посредством автоматического доступа из нее к остаткам ценных бумаг на счетах депо НПФ и его УК и депозитарным операциям;
18. Возможность настройки автоматической загрузки справочной информации по ценным бумагам и эмитентам (параметры, котировки, рейтинги, объемы торгов и т.д.) из различных источников;
19. Возможность настройки автоматической загрузки данных о предстоящих корпоративных действиях и выплатах по ценным бумагам из различных источников;
20. Возможность формирования отчета об остатках ценных бумаг на счетах депо отдельно по каждому портфелю НПФ и его УК, а также совокупно по любой выбранной группе счетов депо на конец любого операционного дня;
21. Возможность настройки автоматической загрузки входящих счетов на оплату услуг третьих лиц в учетную систему для расчета сумм, подлежащих возмещению НПФ и его УК;
22. Автоматический расчет сумм исходящих счетов по возмещению расходов и автоматический контроль полного распределения всей подлежащей возмещению суммы входящего счёта между депонентами пропорционально их остаткам ценных бумаг и проведенным операциям;
23. Возможность автоматической загрузки выписок с расчетного счета специализированного депозитария для контроля оплаты выставленных счетов;
24. Автоматический контроль окончания срока действия оснований полномочий уполномоченных представителей НПФ и его УК;
25. Хранение истории изменения справочной информации в учетной системе с возможностью получения актуальных значений справочников на любой операционный день;
26. Возможность автоматического формирования срезов на дату по факту закрытия операционного дня на основании календаря корпоративных действий и календаря выплат по ценным бумагам;
27. Возможность автоматической загрузки выписок со специального депозитарного счета специализированного депозитария для учета поступивших доходов по ценным бумагам и иных выплат по ценным бумагам, а также для контроля перечисленных сумм выплат НПФ и УК;
28. Автоматический расчет сумм выплат по ценным бумагам, а также налогов на основании загруженной выписки с расчетного счета специализированного депозитария, построенного среза и календаря выплат по ценным бумагам;
29. Автоматическое формирование отчетности депозитария для Банка России и иных органов государственной власти;
30. Возможность гибкой настройки в учетной системе автоматического формирования отчетности депозитария для Банка России и иных органов государственной власти при изменении требований к ее заполнению, а также изменении её форматов.

*Приложение 25***Функциональные требования к разработке Блока учета и отчетности активов НПФ (ПН и ПР) и осуществления контрольных функций за их размещением**

Функциональные требования к разработке Блока учета и отчетности активов НПФ (ПН и ПР) и осуществления контрольных функций за их размещением:

1. Возможность ведения учета активов и обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов, осуществления контрольных функций, формирования отчетности отдельно по каждому портфелю пенсионных резервов УК НПФ, портфелю НПФ и совокупно по макропортфелю НПФ;
2. Возможность ведения учета активов и обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов, осуществления контрольных функций, формирования отчетности отдельно по каждому портфелю пенсионных накоплений УК НПФ, портфелю НПФ и совокупно по инвестиционному портфелю НПФ;
3. Возможность осуществления контрольных функций совокупно по пенсионным накоплениям и пенсионным резервам НПФ (например, контроль лимитной ведомости Фонда);
4. Возможность ведения учета, аналогичного бухгалтерскому учету НПФ с широким спектром решаемых задач в соответствии с единым планом счетов;
5. Автоматизированная загрузка в учетную систему первичных документов в типизированном и нетипизированном виде;
6. Автоматизированная обработка операций, содержащихся в типизированных первичных документах;
7. Автоматическая отправка документов и отчетов в НПФ, его УК и Банк России;
8. Автоматическая загрузка в учетную систему справочной информации, котировок, объемов торгов и корпоративной информации;
9. Автоматическая сверка остатков ценных бумаг с остатками в системе депозитарного учета;
10. Автоматизация ведения операционных дней, а именно проведение (перепроведение) документов, введенных пользователем и созданных автоматически по составленному списку, индивидуально для каждой УК или Фонда, или группы УК или Фондов;
11. Автоматизация проверок, связанных с выдачей согласий по плановым операциям;
12. Возможность учета разных видов активов (ценные бумаги, денежные средства, депозиты, недвижимость, договоры аренды и другие);
13. Возможность учета различных типов операций (включая операции РЕПО);
14. Возможность независимого учета активов, как для расчета текущей стоимости в соответствии с Правилами определения СЧА, так и для бухгалтерского учета в разных валютах;
15. Возможность проведения «обратных» транзакций в учете за предыдущие дни в случае несвоевременного предоставления первичных документов в специализированный депозитарий;
16. Возможность проведения пересчета стоимости активов и сохранения в учетной системе предыдущего и нового расчетов стоимости активов;

17. Возможность хранения всей истории изменений значений справочников и документов в учетной системе - «жизнь во времени»;
18. Возможность реализации гибкой настройки алгоритмов для определения стоимости активов в соответствии с Правилами СЧА НПФ;
19. Возможность реализации различных дополнительных аналитических отчетов по результатам размещения и инвестирования активов (показатели доходности, динамика активов и другие);
20. Возможность расчета и контроля различных дополнительных показателей, включая дюрацию, ликвидность, контролируемые НПФ в целях реализации функций риск-менеджмента.

Приложение 26

Функциональные требования к разработке блока СЭД

Функциональные требования к разработке блока СЭД представлены:

1. Обеспечение автоматизированной работы с документами: их создание, клонирование, редактирование, обработка, отправка, хранение; возможность массовой отправки документов;
2. Возможность ведения журнала документов, присвоение каждому документу уникального идентификатора;
3. Обеспечение юридически значимого документооборота путем использования электронной подписи (обеспечение целостности и подлинности документа, а также невозможности отказа от авторства);
4. Возможность выгрузки и печати документов или их типизированных форм;
5. Возможность визуализации электронной подписи путем вывода на форму документа информации о подписанте и даты/времени подписи;
6. Возможность выгрузки архива документов с отсоединенной электронной подписью в целях локального хранения;
7. Обеспечение конфиденциальности обмена между НПФ и УК путем шифрования и расшифровки файлов на клиенте по принципу «точка»-«точка»;
8. Автоматическая отправка уведомлений о новых поступивших документах;
9. Возможность безопасной и эффективной интеграции с иными информационными системами СД и учетными системами НПФ и его УК.

Приложение 27
Блок ведения справочной информации ЕИС СД НПФ

1. Справочники персон (юридические и физические лица)

- 1.1. Персоны: юридические лица с ролями:
- Депонент;
 - Фонд, *роль присваивается при ссылке на это ЮЛ в справочнике «Негосударственные пенсионные фонды»;*
 - Выгодоприобретатель, *роль присваивается при ссылке на это ЮЛ в справочнике «Выгодоприобретатели»;*
 - Уполномоченный представитель;
 - Оператор;
 - Управляющая компания;
 - Банк, *роль присваивается при ссылке на это ЮЛ в справочнике «Банки»;*
 - Кредитная организация;
 - Брокер;
 - Эмитент, *роль присваивается при ссылке на это ЮЛ в справочнике «Эмитенты»;*
 - Депозитарий;
 - Специализированный депозитарий;
 - Регистратор;
 - Специализированный регистратор;
 - Саморегулируемая организация;
 - Контрагент;
 - Пайщик;
 - Актуарий;
 - Аудитор;
 - Ипотечный агент;
 - Концедент;
 - Независимый оценщик;
 - Рейтинговое агентство;
- 1.2. Персоны: физические лица с ролями:
- Уполномоченный представитель;
 - Бенефициар, *роль присваивается при ссылке на это ФЛ в справочнике «Бенефициары»;*
- 1.3. Негосударственные пенсионные фонды;
- 1.4. Выгодоприобретатели;
- 1.5. Банки;
- 1.6. Бенефициары;
- 1.7. Основания полномочий уполномоченного представителя.

2. Справочники эмитентов и ценных бумаг

- 2.1. Эмитенты ценных бумаг;
- 2.2. Типы ценных бумаг;
- 2.3. Коды типов ценных бумаг;
- 2.4. Формы выпуска ценной бумаги;
- 2.5. Формы размещения ценных бумаг;

- 2.6. Торговые площадки;
- 2.7. Котировальные списки;
- 2.8. Тикеры торговых площадок;
- 2.9. Рейтинги эмитента;
- 2.10. Рейтинги ценных бумаг;
- 2.11. Аффилированные лица (связанные лица);
- 2.12. Дефолтная история эмитента;
- 2.13. Дефолтная история ценной бумаги;
- 2.14. Дефолты ценных бумаг;
- 2.15. Виды корпоративных действий;
- 2.16. Календарь корпоративных действий;
- 2.17. Виды выплат по ценным бумагам;
- 2.18. План выплаты дивидендов;
- 2.19. План выплаты по купонам;
- 2.20. Котировки ценных бума и объемы торгов;
- 2.21. Паевые инвестиционные фонды.

3. Справочники депозитарного учета

- 3.1. Пассивные счета депо с типами:
 - Владелец;
 - Торговый счет депо владельца;
 - Доверительный управляющий;
 - Торговый счет депо доверительного управляющего.
- 3.2. Активные счета;
- 3.3. Типы счетов депо;
- 3.4. Разделы счетов/счетов депо;
- 3.5. Типы разделов счетов/счетов депо;
- 3.6. Контрагенты по операциям;
- 3.7. Номинальные держатели;
- 3.8. Типы документов-оснований;
- 3.9. Типы договоров (договор об оказании услуг СД, депозитарный договор, договор на брокерское обслуживание);
- 3.10. Виды депозитарных операций.

4. Справочники для блока учета и отчетности активов НПФ (ПН и ПР) и осуществления контрольных функций за их размещением

- 4.1. Портфели по пенсионным резервам (по НПФ и его УК);
- 4.2. Портфели по пенсионным накоплениям (по НПФ и его УК);
- 4.3. Объекты для инвестирования:
 - финансовые инструменты:
 - биржевые инструменты:
 - ✓ акции;
 - ✓ облигации;
 - ✓ депозитарные расписки;
 - ✓ паи;
 - спецификации срочных контрактов;
 - срочные инструменты:
 - ✓ опционы;
 - ✓ свопы;
 - ✓ фьючерсы;

- депозитные сертификаты;
- иные инструменты
- договоры;
- объекты недвижимости;
- 4.4. Контролируемые ограничения по пенсионным резервам в соответствии с требованиями действующего законодательства и инвестиционных деклараций;
- 4.5. Контролируемые ограничения по пенсионным накоплениям в соответствии с требованиями действующего законодательства и инвестиционных деклараций;
- 4.6. Методики и алгоритмы расчета балансовой и рыночной стоимостей по пенсионным резервам НПФ;
- 4.7. Методики и алгоритмы расчета балансовой и рыночной стоимостей пенсионным накоплениям НПФ.

5. Вспомогательные справочники

- 5.1. Лицензии;
- 5.2. Виды лицензируемой деятельности;
- 5.3. Секторы экономики РФ;
- 5.4. Организационные формы предприятий;
- 5.5. Виды деятельности по ОКВЭД;
- 5.6. Региональная принадлежность;
- 5.7. Страны;
- 5.8. Города;
- 5.9. Адреса;
- 5.10. Секторы экономики эмитента;
- 5.11. Расчетные банковские счета;
- 5.12. Валюты;
- 5.13. Курсы валют;
- 5.14. Рейтинги банков;
- 5.15. Типы рейтингов;
- 5.16. Значения рейтингов;
- 5.17. Производственный календарь.

Приложение 28
Пенсионные схемы НПФ (пример)

№ схемы п/п	Схемы
1	<i>Схема №1.</i> С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся пожизненно. Пенсионный договор заключается в пользу одного участника. Сберегательно-страховая схема
2	<i>Схема №2.</i> С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся пожизненно. Пенсионный договор заключается в пользу одного участника. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательно-страховая схема.
3	<i>Схема №3.</i> С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся в течение ряда лет, но не менее пяти лет. Пенсионный договор заключается в пользу одного участника. Сберегательная схема.
4	<i>Схема №4.</i> С установленными размерами пенсионных выплат. Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет. С отражением обязательств на именных пенсионных счетах участников. Пенсионный договор заключается в пользу неограниченного количества участников. Сберегательно-страховая схема.
5	<i>Схема №5.</i> С установленными размерами пенсионных выплат. Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет. С отражением обязательств на солидарном пенсионном счете вкладчика. Пенсионный договор заключается в пользу неограниченного количества участников. Сберегательно-страховая схема.
6	<i>Схема №6.</i> С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся в течение ряда лет, но не менее пяти лет. Пенсионный договор заключается в пользу одного участника. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательно-страховая схема.
7	<i>Схема №7.</i> С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся пожизненно. Пенсионный договор заключается в пользу двух участников. С индексацией назначенной пенсии. Назначенная негосударственная пенсия наследуется. Сберегательно-страховая схема.
8	<i>Схема №8.</i> С установленными размерами долевых и/или корпоративных пенсионных взносов, перечисляемых Вкладчиком - физическим лицом и Вкладчиком - юридическим лицом. Пенсионный договор с Вкладчиком – физическим лицом заключается в свою пользу. Пенсионный договор с Вкладчиком – юридическим лицом заключается в пользу неограниченного количества участников. Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет, но не менее пяти лет. С отражением обязательств на именных пенсионных счетах участников. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательно-страховая схема.
9	<i>Схема №9.</i> С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет, но не менее пяти. Пенсионный договор заключается в пользу одного участника. С индексацией назначенной пенсии. Страховая схема.
10	<i>Схема №10.</i> С установленными размерами пенсионных выплат. Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет. С отражением обязательств на именных пенсионных счетах участников. Пенсионный договор заключается в пользу неограниченного количества участников. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательно-страховая схема.
11	<i>Схема №11.</i> С установленными размерами пенсионных выплат. Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет. С отражением обязательств на солидарном пенсионном счете вкладчика. Пенсионный договор заключается в пользу неограниченного количества участников. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательно-страховая схема.
12	<i>Схема №12.</i> С установленными размерами паритетных пенсионных взносов, перечисляе-

	<p>мых Вкладчиком - физическим лицом и Вкладчиком - юридическим лицом. Пенсионный договор с Вкладчиком – физическим лицом заключается в свою пользу. Пенсионный договор с Вкладчиком – юридическим лицом заключается в пользу каждого физического лица (участника). Пенсионные выплаты производятся пожизненно или в течение ряда лет, но не менее пяти лет. С отражением обязательств на именных пенсионных счетах участников. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательно-страховая схема.</p>
13	<p>Схема №13. С установленными размерами пенсионных взносов. Пенсионные выплаты производятся в течение ряда лет, но не менее пяти лет. Пенсионный договор заключается в пользу одного участника. С индексацией назначенной пенсии. Сберегательная схема.</p>

Хотели бы вы сами дополнительно отчислять какую-то сумму в негосударственный пенсионный фонд помимо тех обязательных отчислений, что делает ваш работодатель

Опрос проводился среди россиян допенсионного возраста, %

