

DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-4-17-29

УДК 369.5(045)

JEL G11, G23, H55

Формирование пенсионных накоплений по обязательному пенсионному страхованию у пенсионных страховщиков: сравнительный анализ и оценка эффективности

И.В. Терентьева, А.В. Свистунов

Муромский институт (филиал) Владимирского государственного университета им. А.Г. и Н.Г. Столетовых, Муром, Россия

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования — формирование пенсионных накоплений по обязательному пенсионному страхованию государственным и частными пенсионными страховщиками. **Актуальность** работы обусловлена тем, что в современных исследованиях проблема выбора между централизацией пенсионных накоплений и сохранением конкуренции на пенсионном рынке не получила окончательного решения. **Целью** исследования является определение эффективности формирования пенсионных накоплений в НПФ по сравнению с Пенсионным фондом РФ как с точки зрения интересов застрахованных лиц, так и общества в целом. Используются **методы** сравнительного анализа и логического обобщения, экономико-математические и статистические, финансовой математики. Информационной базой послужили данные официальных сайтов Пенсионного фонда РФ, Банка России, Федеральной службы статистики, Агентства по страхованию вкладов, Московской биржи, ВЭБ РФ и др. Эффективность формирования пенсионных накоплений у пенсионных страховщиков оценивалась по критериям: с позиций интересов застрахованных лиц — доходность, надежность, возможность выбора инвестиционных стратегий; с позиций интересов общества — использование пенсионных накоплений как инвестиционного ресурса для развития экономики. Сделан **вывод**, что Пенсионный фонд РФ более эффективно управляет пенсионными накоплениями граждан, нежели частные пенсионные фонды. Отсюда поставлен вопрос о целесообразности участия НПФ в системе обязательного пенсионного страхования.

Ключевые слова: пенсионные накопления; пенсионные страховщики; государственный пенсионный фонд; негосударственные пенсионные фонды

Для цитирования: Терентьева И.В., Свистунов А.В. Формирование пенсионных накоплений по обязательному пенсионному страхованию у пенсионных страховщиков: сравнительный анализ и оценка эффективности. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(4):17-29. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-4-17-29

ORIGINAL PAPER

Formation of Pension Savings from Pension Insurers: Comparative Analysis and Efficiency Assessment

I.V. Terentjeva, A.V. Svistunov

Murom Institute (branch) of the Vladimir State University named after A.G. and N.G. Stoletovs, Murom, Russia

ABSTRACT

The subject of the research is the formation of pension savings on compulsory pension insurance by public and private pension insurers. The paper's **relevance** comes from the lack of a conclusive solution in contemporary research to the dilemma of selecting between maintaining competition in the pension market and centralizing pension savings. **The purpose of the research** is to assess the effectiveness of the formation of pension savings for mandatory pension insurance in private pension funds in comparison with the Pension Fund of Russia, both from the point of view of the interests of insured persons and society as a whole. Research **methods** include comparative analysis and logical generalization, economic-mathematical and statistical methods, methods of financial mathematics. The information base of the study is data from the official websites of the Pension Fund of Russia, the Central Bank of Russia, the Federal State Statistics Service, the Deposit Insurance Agency, the Moscow Stock Exchange, VEB.RF, etc. The effectiveness of the formation of pension savings from public and private pension insurers was assessed by a number of criteria: from the standpoint of the

interests of insured persons — these include the profitability of pension savings the reliability of the pension insurer, the possibility of choosing investment strategies; from the standpoint of the interests of society — the evaluation criterion is the use of pension savings as a long-term investment resource for economic development. As a result, it is **concluded** that the Pension Fund of Russia manages the pension savings of citizens more effectively than private pension funds. This raises the question of whether private pension funds should participate in compulsory pension insurance.

Keywords: pension savings; pension insurers; state pension fund; private pension funds

For citation: Terentieva I.V., Svistunov A.V. Formation of pension savings from pension insurers: Comparative analysis and efficiency assessment. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(4):17-29. (In Russ.) DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-4-17-29

ВВЕДЕНИЕ

Несмотря на то что с 2014 г. пенсионные накопления не пополняются страховыми взносами, их общая сумма составляет около 5 трлн руб. Судя по динамике объема накоплений и количества застрахованных лиц у пенсионных страховщиков, население отдает предпочтение негосударственным пенсионным фондам (НПФ), а не Пенсионному фонду РФ (ПФР), надеясь на более высокую доходность. Действительно ли государственный страховщик уступает частным фондам по эффективности управления пенсионными накоплениями?

В научной литературе имеется целый ряд исследований, посвященных этому вопросу. Например, в [1, 2] отмечается возрастающая роль государственных пенсионных фондов в формировании пенсионных накоплений. В других работах [3, 4] частные фонды рассматриваются как жизнеспособная альтернатива государственной пенсионной системе. Однако в исследовании [5] отмечается, что для этого должны существовать полностью сформировавшиеся финансовые рынки, достаточный уровень знаний об этих рынках и доверия к ним.

В отечественных исследованиях сравнивается эффективность формирования пенсионных накоплений в НПФ и управляющих компаниях, заключивших договоры с ПФР. В качестве критерия сравнительного анализа используется накопленная доходность инвестирования пенсионных накоплений [6, 7]. В некоторых работах [8, 9] применяют коэффициент Шарпа или соотношение доходности и риска. В работе [10] используется такой критерий, как надежность управления пенсионными накоплениями.

Однако НПФ — это пенсионный страховщик, деятельность которого логичнее сравнивать с другим страховщиком — ПФР. При этом целесообразно расширить критерии сравнительного анализа пенсионных страховщиков. Также необходимо повысить обоснованность выводов о доходности пенсионных накоплений за счет охвата всех интервалов накоплений на максимально возможном периоде анализа.

Все это обуславливает актуальность и практическую значимость проведения дальнейших исследований в указанной предметной области.

Цель исследования — определение эффективности формирования пенсионных накоплений по обязательному пенсионному страхованию (ОПС) в НПФ по сравнению с государственным страховщиком (ПФР).

В качестве критериев оценки, отражающих интересы застрахованного лица, определены:

- доходность пенсионных накоплений;
- надежность пенсионного страховщика;
- возможность выбора инвестиционных стратегий.

Критерий оценки, отражающий интересы общества, — использование пенсионных накоплений как долгосрочного инвестиционного ресурса для развития экономики.

ДОХОДНОСТЬ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ

Доходность — это важнейший показатель эффективности формирования пенсионных накоплений с точки зрения застрахованного лица, поскольку показывает относительный прирост пенсионных средств граждан.

Сравним доходность пенсионных накоплений у ПФР [пенсионные инвесторы — государственная управляющая компания Внешэкономбанк (ВЭБ), а также частные управляющие компании (ЧУК)] и НПФ.

Рассмотрим инвестиционную доходность пенсионных накоплений (доходность до вычета вознаграждений за управление средствами, взносов в резерв по ОПС и в фонд гарантирования пенсионных накоплений) начиная с 2008 г. ввиду отсутствия данных по НПФ за более ранние годы. Доходность НПФ и ЧУК рассчитывалась как средневзвешенная величина, т.е. с учетом объемов пенсионных накоплений. Охвачены 100% НПФ и ЧУК.

Накопленная инвестиционная доходность всех пенсионных инвесторов превышает инфляцию (рис. 1) за исключением НПФ с 2008 г. (к концу 2020 г.

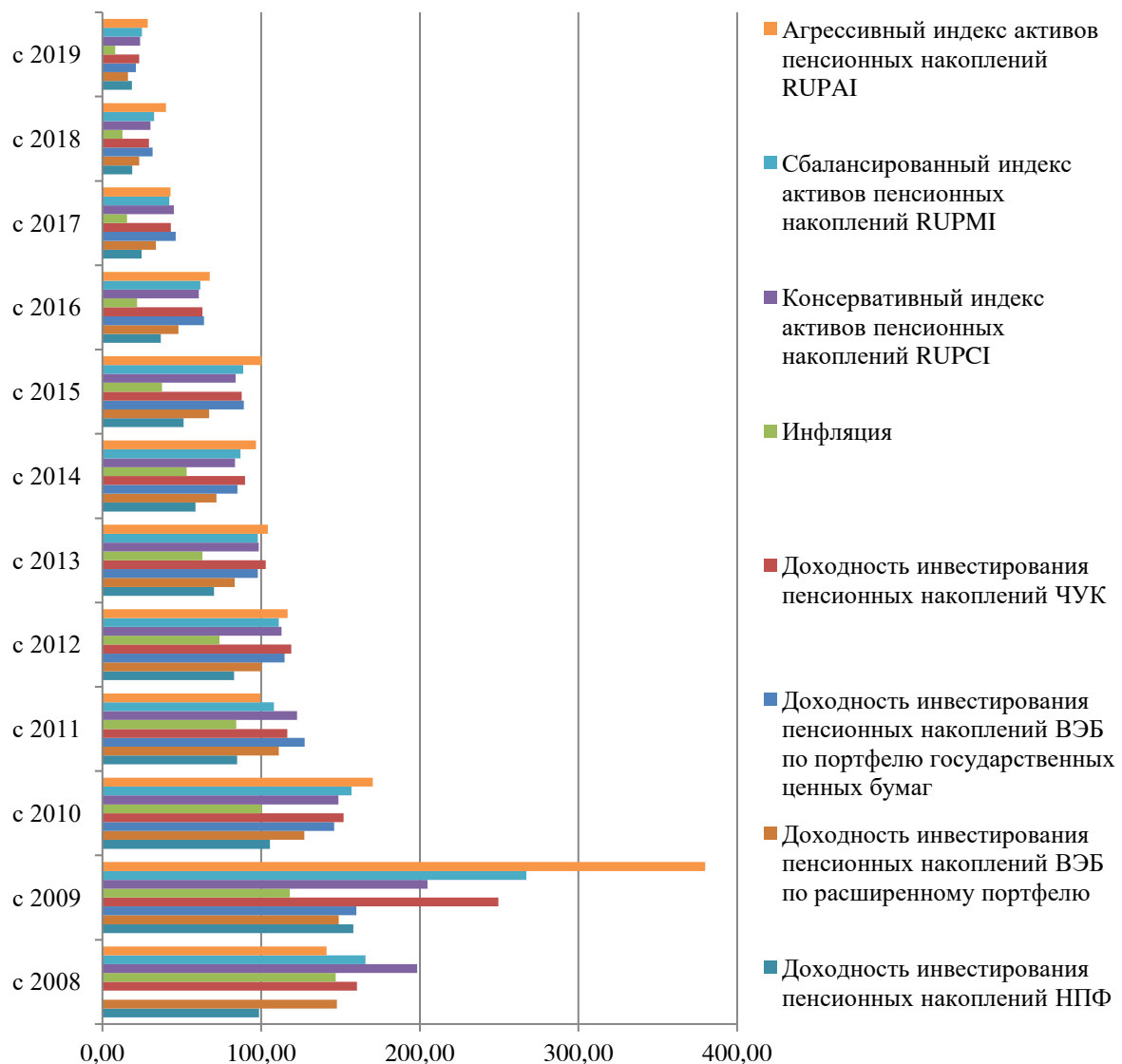


Рис. 1 / Fig. 1. Накопленная инвестиционная доходность пенсионных накоплений к концу 2020 г., % / Accumulated Investment Return on Pension Savings by the End of 2020, %

Источник / Source: расчеты авторов на основе данных ПФР, Банка России, Федеральной службы госстатистики, Московской биржи, информационного портала Investfunds / The author's calculations are based on data from the Pension Fund of Russia, the Bank of Russia, the Federal State Statistics Service, the Moscow Stock Exchange, and the Investfunds information portal.

она составила 98,62%, в то время как накопленная инфляция — 147,08%). Во всех периодах накоплений НПФ уступают по доходности, как ВЭБ, так и ЧУК. В отдельные периоды их накопленная доходность незначительно превышает инфляцию. Наилучшие показатели демонстрируют ЧУК.

Доходность пенсионных инвесторов часто сравнивают с такими бенчмарками, как индексы активов пенсионных накоплений Московской биржи. Анализ, представленный в табл. 1, показал, что ВЭБ реализует консервативную стратегию инвестирования средств по обоим портфелям (средства инвестируются в облигации, в том числе ОФЗ), а ЧУК и НПФ — сбалансированную стратегию

инвестирования (наряду с облигациями средства инвестируются в акции, но их доля порядка 10%). При этом НПФ значительно уступают по всем периодам накоплений сбалансированному индексу RUPMI, а расширенный портфель ВЭБ — консервативному индексу RUPCI. ЧУК и портфель государственных ценных бумаг демонстрируют накопленную доходность на уровне индексов, соответственно, RUPMI и RUPCI, в отдельные периоды превышая их значения. Агрессивная стратегия, предусматривающая наращивание доли акций в инвестиционном портфеле (до 40%), не реализуется ни ЧУК, ни НПФ, полагаем, что ввиду ее повышенной рисковости.

Таблица 1 / Table 1

Коэффициент корреляции между накопленной доходностью пенсионных инвесторов и индексов пенсионных накоплений / Correlation Coefficient Between the Accumulated Returns of Pension Investors and Pension Indexes

Накопленная доходность инвестирования пенсионных средств / Accumulated return on investment of pension funds	RUPCI	RUPMI	RUPAI
НПФ	0,951	0,982	0,926
ВЭБ по расширенному портфелю	0,985	0,919	0,782
ВЭБ по портфелю государственных ценных бумаг	0,973	0,902	0,807
ЧУК	0,960	0,996	0,946

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Рассмотрим начисленную доходность пенсионных накоплений (доходность после вычета вознаграждений за управление средствами, взносов в резерв по ОПС и в фонд гарантирования пенсионных накоплений), представляющую наибольший интерес для застрахованных лиц, поскольку она показывает относительный прирост пенсионных накоплений непосредственно на пенсионных счетах.

Доходность НПФ и ЧУК рассчитывалась как средневзвешенная величина. ЧУК охвачены полностью. Средний охват НПФ по доле в общих пенсионных накоплениях составил 97% (минимальный — 92% в 2005 г.).

Накопленная начисленная доходность всех пенсионных инвесторов превышает инфляцию в периоды накоплений с 2009 г. и с 2015–2019 гг. (рис. 2). При этом максимальные значения демонстрируют ЧУК (за исключением периодов с 2017 и 2018 г., когда лидировал ВЭБ), а минимальные значения — НПФ (за исключением периода с 2009 г.). В период накоплений с 2010–2014 гг. только у НПФ начисленная доходность уступала инфляции, т.е. прирост пенсионных накоплений на счетах застрахованных лиц даже не компенсировал инфляционное обесценение денег. В период накоплений с 2005–2008 гг. все пенсионные инвесторы не смогли покрыть инфляцию за счет начисленной доходности (за исключением ЧУК в периоды с 2005 г. и с 2008 г.). То есть на пенсионных счетах почти всех граждан, формирующих пенсионные накопления в течение последних 12–15 лет, не образовалось никакого инвестиционного дохода. Более того, к концу 2020 г. ежегодная начисляемая доходность даже не смогла покрыть инфляционного обесценения пенсионных накоплений.

НПФ, уступая ПФР по доходности, еще и несут большие расходы на управление пенсионными

накоплениями. Для ПФР не предусмотрено вознаграждение фонда за управление пенсионными накоплениями. У НПФ вознаграждение существует даже при отрицательных результатах инвестирования пенсионных накоплений. В табл. 2 представлены издержки застрахованных лиц у обоих страховщиков, которые увеличиваются еще за счет отчислений в резерв фонда по ОПС, а также взносов в фонд гарантирования пенсионных накоплений.

Анализ отчетов о результатах инвестирования средств пенсионных накоплений, представленных на сайте Банка России, показывает, что вознаграждение ВЭБ составляет менее 1% от инвестиционного дохода по расширенному портфелю и менее 3% по портфелю государственных ценных бумаг (при пороговом значении 10%). Вознаграждение ЧУК — от 0 до 10%, при этом превышения норматива не наблюдается. В то же время у ряда НПФ переменная часть вознаграждения в 2019–2020 гг. превышала пороговый уровень 15% инвестиционного дохода, например, в 2019 г. у НПФ «ОПФ им. В.В. Ливанова» (18,12%), НПФ «Ростех» (19,98%), в 2020 г. у НПФ «ГАЗФОНД пенсионные накопления» (19,63%), МНПФ «БОЛЬШОЙ» (20,89%), НПФ «Профессиональный» (25,64%)¹. Установленный норматив вознаграждений превышался рядом НПФ и до 2018 г.², например, НПФ «Образование» (28,66% в 2012 г.), НПФ «САФМАР» (25,86% в 2017 г.). По отдельным НПФ практически ежегодно наблюдалось

¹ Расчеты авторов по данным Банка России. URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2020y/ (дата обращения: 05.12.2021).

² До 2018 г. система вознаграждения НПФ была иной — не более 15% инвестиционного дохода после вычета вознаграждения управляющим компаниям (до 10% инвестиционного дохода) и оплаты услуг спецдепозитария (до 0,1% от стоимости чистых активов).

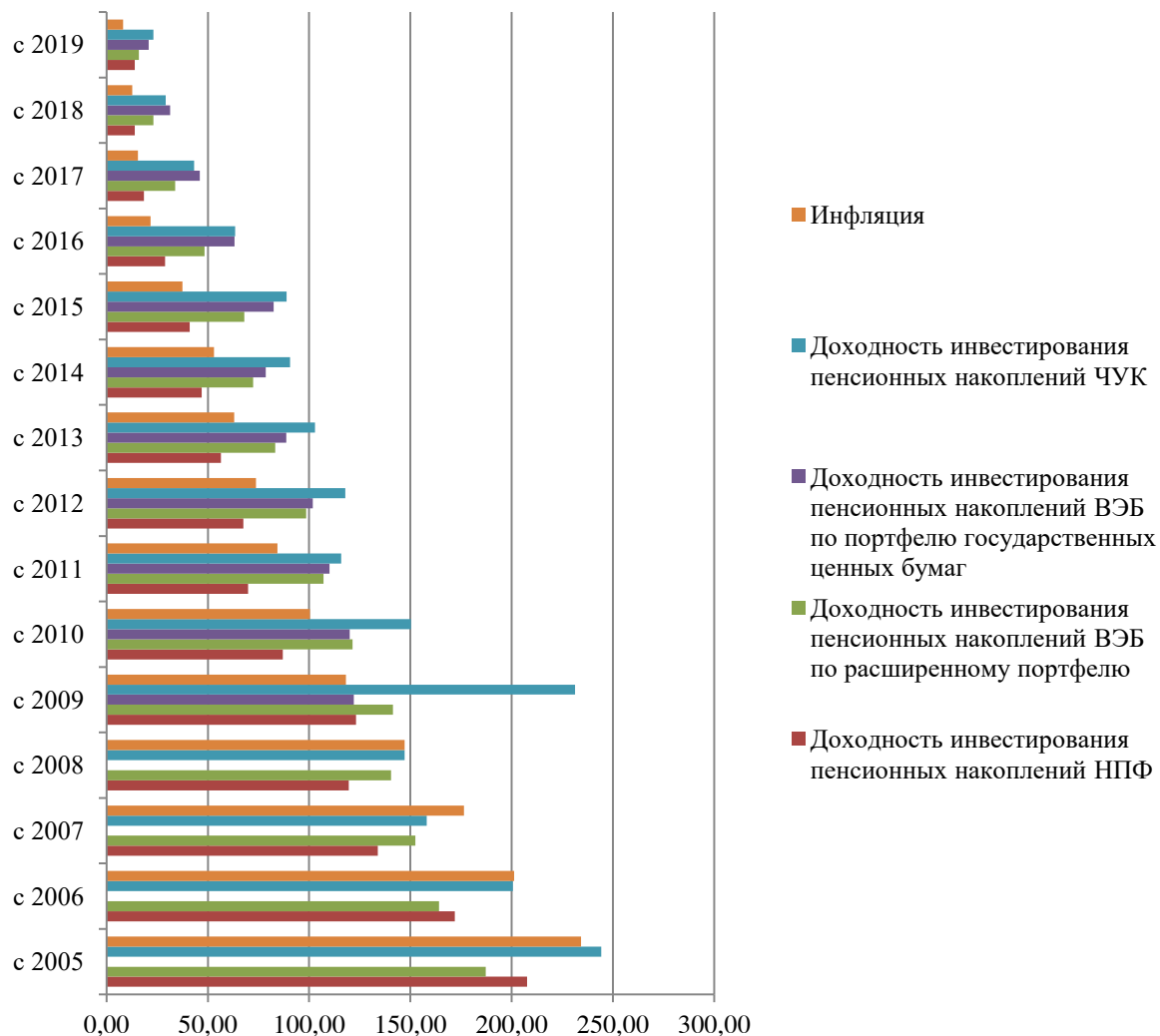


Рис. 2 / Fig. 2. Накопленная начисленная доходность пенсионных накоплений к концу 2020 г., % / Accumulated Net Return on Pension Savings by the End of 2020, %

Источник / Source: расчеты авторов на основе данных ПФР, Банка России, Федеральной службы госстатистики, ВЭБ РФ, изданий Пенсионных и Актуарных консультаций, сайтов НПФ, информационных порталов «НПФ-Брокер.РУ» и «PensiaMarket» / The authors' calculations are based on data from the Pension Fund of Russia, the Bank of Russia, the Federal State Statistics Service, Vnesheconombank, publications of Pension and Actuarial consultations, NPF sites, information portals "NPF-Broker.RU" and "PensiaMarket".

превышение нормативов вознаграждений управляющим компаниям. Так, в 2012 г. вознаграждение управляющим компаниям НПФ КИТ Финанс составило 100%, НПФ «ЦЕРИХ» — 111,4% (!) от полученного в отчетном году инвестиционного дохода. Оплата услуг спецдепозитария по некоторым НПФ превысила норматив в 2–3 раза.

Показателем издержек застрахованных лиц является разность между инвестиционной и начисленной доходностью пенсионных накоплений. Из табл. 3 видно, что относительный уровень издержек в НПФ в десятки раз превышает уровень издержек в ПФР, и по размеру начисленной доходности НПФ уступает государственному страховщику.

НАДЕЖНОСТЬ ПЕНСИОННОГО СТРАХОВЩИКА

В соответствии с Федеральным законом от 15.12.2001 № 167-ФЗ ПФР является государственным страховщиком по ОПС в России, и государство несет субсидиарную ответственность по обязательствам ПФР перед застрахованными лицами, под которой понимают «обязанность государства по обеспечению исполнения социально-страховых обязательств посредством перечисления в бюджет страховщика необходимых денежных средств» [11].

НПФ — это коммерческие организации, которые функционируют в форме акционерных обществ

Таблица 2 / Table 2

Издержки застрахованных лиц в системе ОПС / Costs of Insured Persons in the Compulsory Pension Insurance System

ПФР / Pension Fund of Russia	НПФ / NPFs
Вознаграждение фонда не предусмотрено	Постоянная часть вознаграждения – не более 0,75% стоимости чистых активов
	Переменная часть вознаграждения – не более 15% инвестиционного дохода
Оплата расходов управляющих компаний – не более 1,1% стоимости чистых активов, находящихся в управлении	Из этих средств НПФ выплачивают вознаграждение управляющим компаниям и спецдепозитарию, а также оплачивают расходы управляющих компаний
Вознаграждение управляющих компаний – не более 10% инвестиционного дохода (не выплачивается, если получены убытки)	

Источник / Source: Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ / Federal Law No. 111 from 24 July 2002, Federal Law No. 75 from 7 May 1998.

Таблица 3 / Table 3

Относительный уровень издержек застрахованных лиц у пенсионных страховщиков / The Relative Level of Costs of Insured Persons from Pension Insurers

Показатели / Indicators	2016	2018	2019	2020
НПФ				
Инвестиционная доходность, %	9,55	0,11	10,70	7,20
Начисленная доходность, %	8,81	0,07	8,22	5,20
Издержки застрахованных лиц, %	0,74	0,04	2,48	2,00
ПФР				
Расширенный портфель ВЭБ				
Инвестиционная доходность, %	10,53	6,07	8,7	6,87
Начисленная доходность, %	10,74	6,14	8,63	6,77
Издержки застрахованных лиц, %	-0,21	-0,07	0,07	0,10
Портфель государственных ценных бумаг ВЭБ				
Инвестиционная доходность, %	12,20	8,65	12,14	7,95
Начисленная доходность, %	11,69	8,74	12,08	7,77
Издержки застрахованных лиц, %	0,51	-0,09	0,06	0,18
ЧУК				
Инвестиционная доходность, %	13,94	4,90	13,93	8,18
Начисленная доходность, %	14,21	5,01	13,91	8,06
Издержки застрахованных лиц, %	-0,27	-0,11	0,02	0,12

Источник / Source: расчеты авторов. Период анализа соответствует 100%-ному охвату НПФ / Authors' calculations. The analysis period corresponds to 100% coverage of NPFs.

и осуществляют деятельность по ОПС на основании лицензии. Акционирование НПФ способствовало повышению прозрачности деятельности фондов, в частности обязало их раскрывать структуру владельцев фонда. Кроме того, регулирование деятельности НПФ было возложено на Банк России, который ужесточил требования к НПФ в части размера капитала фондов, качества их активов и системы оценки рисков. Одновременно с этим была создана система гарантирования прав застрахованных лиц, предусматривающая возможность осуществлять ОПС только НПФ — участникам системы, удовлетворяющим определенным критериям. Это дает основание предположить, что надежность НПФ в сфере ОПС повысилась. Однако коммерческий характер деятельности НПФ, ориентированный на «зарабатывание» прибыли для акционеров и выплату им дивидендов, как правило, вступает в противоречие с интересами застрахованных граждан.

Сохранность пенсионных накоплений граждан России гарантируется Федеральным законом от 28.12.2013 № 422-ФЗ. Права застрахованных лиц в системе ОПС защищаются на двух уровнях: 1) ПФР или НПФ за счет средств резерва по ОПС; 2) Агентством по страхованию вкладов (АСВ) за счет средств фонда гарантирования пенсионных накоплений.

В случае лишения лицензии и (или) банкротства НПФ гарантийное возмещение компенсирует только номинальную сумму взносов на накопительную пенсию, а инвестиционный доход не гарантируется (тем, кому пенсия еще не выплачивается). Инвестиционный доход включается в реестр требований кредиторов и восполняется застрахованным лицам за счет продажи активов фонда, включенных в конкурсную массу, после удовлетворения требований АСВ.

На 31.12.2020 г. ликвидационные процедуры проводились АСВ в отношении 28 НПФ, не вошедших в систему гарантирования прав застрахованных лиц, и полностью завершены в 6 НПФ³.

Средняя продолжительность ликвидационных процедур — 5,3 года, хотя по требованиям Банка России не должна превышать 3 лет.

По данным АСВ, оценочная стоимость активов ликвидируемых НПФ, составляющих средства пенсионных накоплений, равна 31,9 млрд руб., что соответствует лишь 36% их балансовой стоимости⁴. Это связано с низким качеством активов ликвиди-

руемых НПФ и списанием активов, невозможных к реализации и взысканию. Учитывая еще 1 млрд руб. оценочной стоимости конкурсной массы, которая может использоваться для покрытия обязательств при недостатке средств пенсионных накоплений и резервов, 32,9 млрд руб. — это максимум, на что могут рассчитывать застрахованные лица ликвидированных НПФ для возмещения инвестиционного дохода, причем после удовлетворения требований Банка России⁵.

Основные расчеты с кредиторами осуществлялись в 2016–2018 гг., однако суммы удовлетворенных требований незначительны и в преобладающей степени направлены на расчеты с Банком России (основным кредитором, доля которого в совокупных требованиях составляет 70–80%) (рис. 3). Всего, по состоянию на 31.12.2020, на расчеты с кредиторами за счет средств пенсионных накоплений было направлено 27,89 млрд руб. нарастающим итогом. Таким образом, сумма требований кредиторов значительно (примерно в 2,5 раза) превышает как фактические, так и потенциально возможные поступления денежных средств от активов ликвидируемых НПФ, составляющих средства пенсионных накоплений.

По данным АСВ в НПФ, в которых ликвидационные процедуры завершены, требования кредиторов, подлежащие удовлетворению за счет средств пенсионных накоплений, удовлетворены только на 4% (рис. 4)⁶.

Из этого следует, что, вероятнее всего, более 90% инвестиционного дохода не будет возмещено застрахованным лицам, формировавшим свои пенсионные накопления в ликвидируемых НПФ. Им возмещена только сумма взносов на накопительные пенсии, причем по номиналу, без учета инфляции. Однако падение покупательной способ-

³ В соответствии с Федеральным законом 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» в случае принудительной ликвидации НПФ, не являющегося фондом — участником системы гарантирования прав застрахованных лиц, возмещение пенсионных накоплений в размере внесенных взносов осуществляется Банком России и перечисляется в ПФР. В соответствии с Федеральным законом от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» удовлетворение требования застрахованного лица не производится до полного удовлетворения требований Банка России в отношении этого застрахованного лица.

⁶ Годовой отчет АСВ за 2020 год. URL: https://www.asv.org.ru/upload/agency/annual/2020/page5_4.html (дата обращения: 20.01.2022).

³ Сайт АСВ. URL: <https://www.asv.org.ru/pension-funds?category=npf-liquidation-in-process> (дата обращения: 10.12.2021).

⁴ По данным годовых отчетов АСВ. URL: <https://www.asv.org.ru> (дата обращения: 10.12.2021).



Рис. 3 / Fig. 3. Требования кредиторов, подлежащие удовлетворению за счет средств пенсионных накоплений, и расчеты по ним, млрд руб. / Creditors' Claims to be Satisfied at the Expense of Pension Savings, and Settlements on them, Billion Rubles

Источник / Source: составлено авторами на основе годовых отчетов АСВ / Compiled by the authors on the basis of the annual reports of the Deposit Insurance Agency.

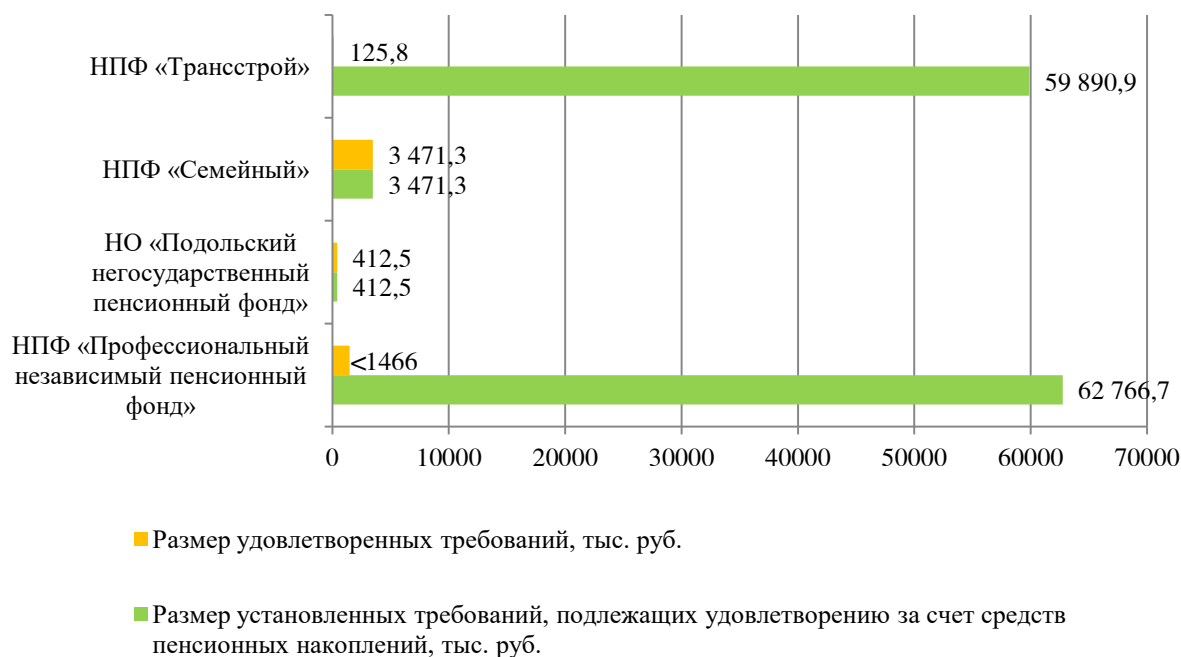


Рис. 4 / Fig. 4. Удовлетворение требований кредиторов НПФ, в которых завершены процедуры конкурсного производства / Satisfaction of Creditors' Claims of NPFs in which Bankruptcy Proceedings Have Been Completed

Источник / Source: составлено авторами на основе отчетов о результатах конкурсного производства по фондам / Compiled by the authors on the basis of reports on the results of bankruptcy proceedings for funds.

ности денег может быть очень существенным, что показано на рис. 5 на примере НПФ «Семейный». Пенсионные накопления в нем формировались с 2005 г., а лицензия отозвана 02.08.2012 г. Банк

России обязан сразу перевести номинал взносов по ОПС в ПФР, т.е. в 2012 г. При формировании пенсионных накоплений, например с 2005 г. до момента отзыва лицензии, индекс падения поку-

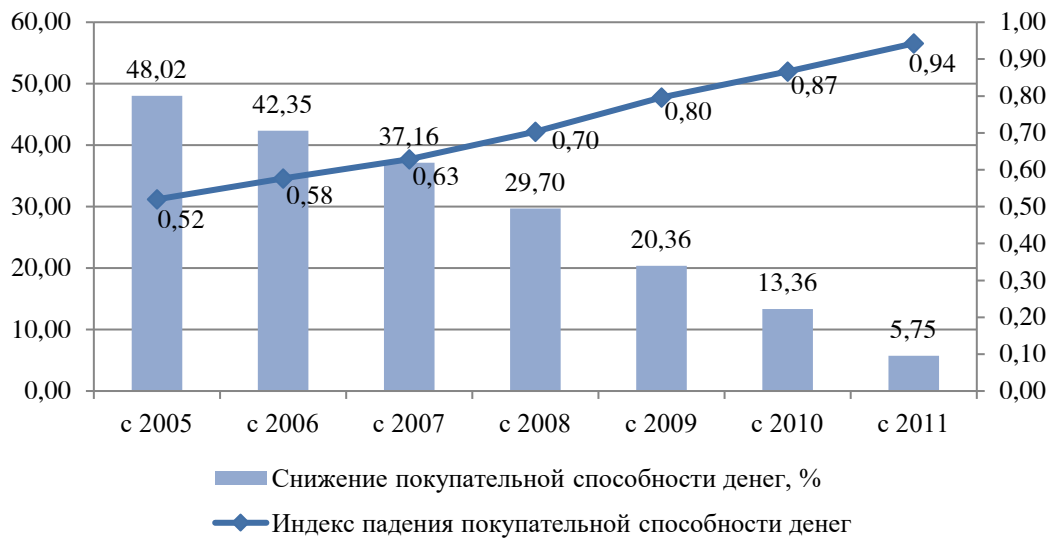


Рис. 5 / Fig. 5. Изменение покупательной способности денег с начала формирования пенсионных накоплений и до отзыва лицензии у НПФ «Семейный» / The Change in the Purchasing Power of Money from the Beginning of the Formation of Pension Savings Until the Revocation of the License from the NPF "Semeinyi"

Источник / Source: составлено авторами на основе данных Федеральной службы госстатистики и АСВ / Compiled by the authors on the basis of data from the Federal State Statistics Service and the Deposit Insurance Agency.

пательной способности составил 0,52, т.е. к 2012 г. каждые 100 тыс. руб. пенсионных накоплений стали эквивалентными 52 тыс. руб. Снижение покупательной способности денег составило 48%. Учитывая высокий уровень инфляции за весь период накоплений до массового отзыва лицензий у НПФ в 2015–2016 гг., потери от инфляционного обесценения пенсионных накоплений у застрахованных лиц могут быть значительными, и они не компенсируются. Таким образом, те, кто формировал пенсионные накопления в ликвидируемых НПФ, вероятнее всего, не получат ни инвестиционный доход, ни реальный эквивалент внесенных за них страховых взносов.

Несмотря на более высокую надежность НПФ, входящих в систему гарантирования прав застрахованных лиц, в случае лишения фонда лицензии АСВ компенсирует тоже только номинал взносов на накопительную пенсию.

ВОЗМОЖНОСТЬ ВЫБОРА ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ

Инвестированием пенсионных накоплений занимаются управляющие компании, с которыми пенсионные страховщики заключают договоры доверительного управления средствами накоплений. Неотъемлемой частью договора является инвестиционная декларация, которая должна соответствовать требованиям законодательства, предъявляемым к активам, в которые могут быть

размещены пенсионные накопления, а также к структуре инвестиционного портфеля.

В НПФ у застрахованных лиц нет возможности выбирать стратегию инвестирования пенсионных накоплений, поменять ее возможно только переходом в другой НПФ. Однако сделать это без потери инвестиционного дохода можно не ранее, чем через пять лет формирования накоплений в данном НПФ.

ПФР заключает договоры доверительного управления средствами пенсионных накоплений с ВЭБ и отобранными по конкурсу ЧУК. ВЭБ может инвестировать пенсионные накопления в расширенный портфель и в портфель государственных ценных бумаг. Оба портфеля отражают консервативный подход к инвестированию, поскольку включают в себя в основном государственные ценные бумаги и облигации надежных эмитентов. Более широкий перечень активов для инвестирования, в том числе акции российских эмитентов, входит в инвестиционные декларации ЧУК, в которых максимальные доли отдельных видов активов отличаются. Более того, некоторые управляющие компании предоставляют возможность выбора конкретного портфеля. Например, УК «АГАНА» предлагает портфели «Сбалансированный» и «Консервативный», а УК «БКС» — «Доходный» и «Сбалансированный». Таким образом, если страховщиком является ПФР, то застрахованные лица имеют возможность выбора стратегии инвестирования своих пенсионных накоплений, которые предлагаются ВЭБ и ЧУК. При

этом менять управляющую компанию или инвестиционный портфель можно ежегодно без потери инвестиционного дохода.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ ДЛЯ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

Потребности экономики России в долгосрочных источниках финансирования не могут быть удовлетворены только за счет банковских кредитов. Значительным инвестиционным потенциалом обладают и коллективные инвесторы, к которым относятся пенсионные фонды. Они способны трансформировать пенсионные сбережения граждан в инвестиционный ресурс, необходимый для развития реальной экономики. В этом проявляется общественно-полезный эффект от формирования пенсионных накоплений.

Анализ структуры инвестирования пенсионных накоплений у пенсионных страховщиков не дает возможности оценить их вклад в развитие реального сектора экономики (рис. 6). Инвестиции в государственные ценные бумаги не рассматриваются как источник финансирования реальной экономики, поскольку госзаймы осуществляются в целях финансирования дефицита бюджета, погашения долговых обязательств и пополнения остатков средств на счетах бюджета. Денежные средства и депозиты можно рассматривать как инвестиции в финансовый, а не в реальный сектор экономики. Конечно, финансовые организации кредитуют предприятия реального сектора, однако их использование в качестве посредника в инвестиционном процессе приводит к удорожанию финансовых ресурсов, необходимых для развития предприятий. Таким образом, индикаторами инвестирования пенсионных накоплений в реальную экономику могут являться вложения в акции и корпоративные облигации. К концу 2020 г. их суммарная доля в инвестиционном портфеле ПФР составляла 44%, или 0,9 трлн руб., а НПФ — 59,1%, или 1,8 трлн руб. При этом следует учитывать, что основная управляющая компания, с которой работает ПФР, — ВЭБ, не имеет права инвестировать пенсионные накопления в акции, а до 2009 г. не могла осуществлять вложения в корпоративные облигации. Но и эти цифры не дают представления о масштабах инвестирования пенсионными страховщиками в реальный сектор экономики, поскольку часть из них вложена в акции и облигации кредитных организаций.

По данным Банка России, вложения пенсионных накоплений НПФ в реальный сектор экономики составили 39% на 31.12.2020 (государственный сек-

тор — 33%, финансовый сектор — 22%, прочие — 6%)⁷. К сожалению, для ПФР подобная статистика не приводится. Банк России лишь указывает, что в портфеле ВЭБ доминирует реальный сектор, опередив вложения в государственный сектор, а на финансовый сектор пришлось 9,4% портфеля.

В отраслевой структуре вложений НПФ в реальный сектор экономики преобладают нефтегазовая отрасль, машиностроение и транспорт⁸, а ВЭБ — транспорт, строительство дорог, нефтегазовая отрасль, электроэнергетика⁹.

Экономике нужны длинные инвестиции. И пенсионные накопления, предполагающие длительный период формирования, очевидно, должны стать источником таких инвестиций. Однако в субпортфелях облигаций НПФ долгосрочные долговые бумаги с дюрацией (эффективным сроком до погашения) более 5 лет составляют менее 11%, в том числе с дюрацией более 10 лет — 1,7%. При этом преобладает доля облигаций с дюрацией от года до 3 лет¹⁰. Эксперты связывают это с дефицитом на рынке долгосрочных финансовых инструментов надежных эмитентов и высоким риском длинных инвестиций в условиях волатильности российского рынка. Что касается ПФР, то, к сожалению, подобную информацию найти не удалось. Однако известно, что ВЭБ инвестирует пенсионные накопления в долгосрочные облигации крупнейших российских компаний с государственным участием, например, ОАО «РЖД» сроком на 20 лет, АО «Почта России» — 15 лет, ПАО «Россети» — 30 лет, ПАО «КАМАЗ» — 15 лет¹¹, а также в бессрочные облигации ОАО «РЖД».

Перспективным видом инвестиций для пенсионных фондов являются вложения в инфраструктурные облигации, которые обеспечивают

⁷ Обзор ключевых показателей НПФ. Информационно-аналитический материал. № 4, 2020 г. URL: <http://www.all-pf.com/upload/iblock/e32/Klyuchevye-pokazateli-NPF-za-2020-god.pdf> (дата обращения: 27.02.2022).

⁸ Тенденции рынка НПФ. III квартал 2020 г. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/31565/NPF_market_trends_2020-q3.pdf (дата обращения: 27.02.2022).

⁹ Кузнецов Е. Молчание деньжат: куда ВЭБ вложил пенсионные накопления россиян. URL: <https://iz.ru/1280719/evgenii-kuznetsov/molchanie-denzhat-kuda-veb-vlozhil-pensionnye-nakopleniia-rossiian> (дата обращения: 27.02.2022).

¹⁰ Пронин К.В. Состояние рынка НПФ. 20.08.2020 г. URL: <http://pensionobserver.ru/files/213559/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%BD%D0%B8%D0%BD.pdf> (дата обращения: 27.02.2022).

¹¹ ВЭБ уточнил структуру инвестирования в облигации пенсионных накоплений. URL: <https://ria.ru/20150528/1067015275.html> (дата обращения: 27.02.2022).

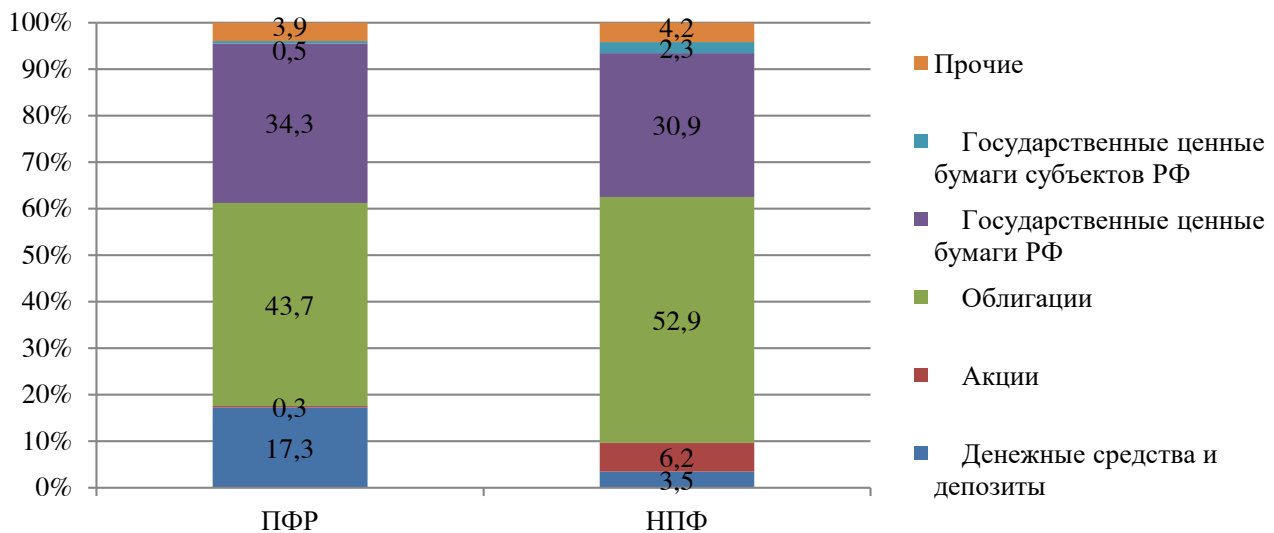


Рис. 6 / Fig. 6. Структура инвестиционного портфеля пенсионных накоплений на 31.12.2020 г. / Structure of the Investment Portfolio of Pension Savings as of 31.12.2020

Источник / Source: составлено авторами на основе данных Банка России / Compiled by the authors on the basis of data from the Bank of Russia.

будущим пенсионерам доход, превышающий инфляцию, и в то же время являются источником финансирования строительства дорог, вокзалов, аэропортов, железнодорожной инфраструктуры, социальных объектов, городской инфраструктуры и экологии. Не все НПФ пока выходят на этот рынок. Наибольший интерес к вложениям в инфраструктуру проявляют НПФ «ГАЗФОНД пенсионные накопления», НПФ «ВТБ Пенсионный фонд», НПФ «Открытие», НПФ «Будущее». Пенсионные накопления НПФ вложены в такие проекты, как: участок автомагистрали Москва — Санкт-Петербург, участок трассы Москва — Минск в обход Одинцово, три физкультурно-оздоровительных комплекса, объекты для переработки ТБО в Нижегородской области и др.¹² ВЭБ, являясь госкорпорацией развития, активно инвестирует пенсионные накопления в инфраструктурные проекты, связанные со строительством доступного жилья, дорог в городах и регионах России, развитием московского транспортного узла, энергетической инфраструктуры Дальнего Востока и Сибири, обновлением железнодорожной инфраструктуры и др.¹³ Поскольку инфраструктурные облигации

не выделены в отдельный класс активов и не отражаются в отчетности фондов, затруднительно дать стоимостную оценку инвестирования пенсионных накоплений в инфраструктуру.

ВЫВОДЫ

В целом, можно заключить, что ПФР более эффективно управляет пенсионными накоплениями граждан, нежели частные пенсионные фонды. Отсюда закономерно поставить вопрос о дальнейшей целесообразности участия НПФ в системе ОПС. Ведь «участие финансового посредника экономически оправданно, если он создает дополнительную стоимость, то есть повышает доходность или сокращает издержки» [9]. Но, как видно из проведенного исследования, этого не наблюдается. Кроме того, в научной среде вызывает сомнение сам статус страховщика по ОПС применительно к НПФ [12].

Похожие выводы сделаны и в ряде других исследований. Например, в работе [8] на основе сравнения результатов инвестирования государственных и частных пенсионных фондов в шести странах авторы приходят к выводу о целесообразности передачи обязательных пенсионных накоплений в России в единый государственный фонд. В исследовании [13], которое охватывало 10 суверенных, 11 государственных и 73 частных пенсионных фонда и плана, сделан вывод, что по размеру реальной доходности частные пенсионные фонды уступили суверенным и государственным пенсионным фондам за 9-летний период анализа, при этом уровень

¹² Будущее пенсионного рынка: НПФ стали стратегическими инвесторами. URL: <http://pensionreform.ru/files/111993/823191c5afd669a18e16bc5.pdf> (дата обращения: 01.03.2022).

¹³ Как накопления «молчунов» работают в реальной экономике. URL: <https://pensiya.veb.ru/pensiya-v-jekonomike/kak-nakoplenija-molchunov-rabotajut-v-realnoj-jekonomike/> (дата обращения: 01.03.2022).

риска у частных пенсионных фондов был выше, чем у государственных. В работах [14, 15], а также в отчете, подготовленном группой сотрудников МВФ¹⁴, на примере России, Венгрии и Польши установлено, что конкуренция на пенсионном рынке не

приводит к улучшению качества инвестирования пенсионных накоплений.

В ряде государств уже осуществлена централизация пенсионных накоплений на государственном уровне, например в Сингапуре, Малайзии, Казахстане. На наш взгляд, целесообразно изучить их опыт и определить условия эффективного управления пенсионными накоплениями государством.

¹⁴ Republic of Poland: Financial Sector Assessment Program—Technical Note—Competition and Performance in the Polish Second Pillar. IMF Country Report. 2007;(07/104).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Megginson W. L., Lopez D., Malik A. I. The rise of state-owned investors: Sovereign wealth funds and public pension funds. *Annual Review of Financial Economics*. 2021;13:247–270. DOI: 10.1146/annurev-financial-110420-090352
2. Rozanov A. Public pension fund management: Best practice and international experience. *Asian Economic Policy Review*. 2015;10(2):275–295. DOI: 10.1111/aep.12106
3. Mangra M. G., Stanciu M., Sirbu M. The mandatory pension funds managed by private structures — a viable alternative to the public pension system. *Scientific Bulletin of the Nicolae Balcescu Land Forces Academy*. 2009;(3):264–268.
4. Dymnich O., Stetsyuk T., Gamankov, D., Parcheta L. Participation of the population in private pension funds: Problems and motivation. *Financial and Credit Activity — Problems of Theory and Practice*. 2021;1(36):515–521. DOI: 10.18371/fcaptp.v1i36.228116
5. Barr N. A. The pension puzzle: Prerequisites and policy choices in pension design. Washington, DC: International Monetary Fund; 2002. 28 p. DOI: 10.5089/9781589061507.051
6. Спасская Н. В., Такмакова Е. В., Стеценко А. В. Инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственными пенсионными фондами как фактор повышения эффективности системы пенсионного обеспечения в Российской Федерации. *Финансы и кредит*. 2015;(35):36–44.
Spasskaya N. V., Tokmakova E. V., Stetsenko A. V. Pension savings investing by private pension funds as a factor of enhancing the pension system's efficiency in the Russian Federation. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2015;(35):36–44. (In Russ.).
7. Фатхисламова Г. Ф. Исследование результатов инвестирования средств пенсионных накоплений. *Управление*. 2018;6(4):40–46. DOI: 10.26425/2309-3633-2018-4-40-46
Fatkhislamova G. F. Research of the investment results of pension savings. *Upravlenie = Management (Russia)*. 2018;6(4):40–46. (In Russ.). DOI: 10.26425/2309-3633-2018-4-40-46
8. Туманянц К. А., Антоненко И. В., Антосик Л. В., Шлевкова Т. В. Инвестирование пенсионных накоплений: государство или бизнес? *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2017;(1):91–102.
Tumanyants K. A., Antonenko I. V., Antosik L. V., Shlevkova T. V. Pension savings investments: Government or private sector? *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial Research Institute. Financial journal*. 2017;(1):91–102. (In Russ.).
9. Болдырева Н. Б., Решетникова Л. Г. Об эффективности инвестиционной деятельности управляющих в системе обязательного пенсионного страхования. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. 2020;36(3):483–513. DOI: 10.21638/spbu05.2020.306
Boldyreva N. B., Reshetnikova L. G. Effectiveness of investment activities of managers in the mandatory pension insurance system. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ekonomika = St Petersburg University Journal of Economic Studies*. 2020;36(3):483–513. (In Russ.). DOI: 10.21638/spbu05.2020.306
10. Федотов Д. Ю. Пенсионные накопления: выбор способа управления. *Финансы и кредит*. 2013;19(38):34–51.
Fedotov D. Yu. Pension accumulation: Choice of way of management. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2013;19(38):34–51. (In Russ.).
11. Курченко О. С. Субсидиарная ответственность государства в обязательном пенсионном страховании. *Известия высших учебных заведений. Правоведение*. 2010;(2):81–91.

- Kurchenko A. S. Supplementary responsibility of the state in Russian statutory pension insurance scheme. *Izvestiya vysshikh uchebnykh zavedenii. Pravovedenie = Proceedings of Higher Educational Institutions. Pravovedenie*. 2010;(2):81–91. (In Russ.).
12. Туленты Д. С., Ермолаева А. С., Раба П. Г. Пенсионное страхование в России: современное состояние и возможности трансформации. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(3):102–126. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–3–102–126
Tulenty D. S., Ermolaeva A. S., Raba P. G. Pension insurance in Russia: Current state and transformation opportunities. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(3):102–126. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–3–102–126
13. Абрамов А., Радугин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ. *Вопросы экономики*. 2015;(7):26–44.
Abramov A., Radygin A., Chernova M., Akshentseva K. Effectiveness of pension saving management: Theoretical and empirical aspects. *Voprosy ekonomiki*. 2015;(7):26–44. (In Russ.).
14. Туманянц К. А., Тимофеева Г. В., Тимофеев Ю. В. Влияние эффективности инвестирования на конкурентность пенсионного рынка России. *Вестник НГУЭУ*. 2015;(3):39–55.
Tumanyants K. A., Timofeeva G. V., Timofeev Yu. V. The impact of investment performance on the competition of Russian pension market. *Vestnik NGUEU = Vestnik NSUEM*. 2015;(3):39–55. (In Russ.).
15. Impavido G., Rocha R. Competition and performance in the Hungarian second pillar. World Bank Policy Research Working Paper. 2006;(3876). DOI: 10.1596/1813–9450–3876

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Ирина Викторовна Терентьева — кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики, туризма и массовых коммуникаций, Муромский институт (филиал) Владимирского государственного университета им. А.Г. и Н.Г. Столетовых, Муром, Россия

Irina V. Terentieva — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of Economics, Tourism and Mass Communications, Murom Institute (branch), Vladimir State University named after A.G. and N.G. Stoletovs, Murom, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-8541-9411>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:
terentieva-murom@yandex.ru



Андрей Валерьевич Свистунов — кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики, туризма и массовых коммуникаций, Муромский институт (филиал) Владимирского государственного университета имени А.Г. и Н.Г. Столетовых, Муром, Россия

Andrey V. Svistunov — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of Economics, Tourism and Mass Communications, Murom Institute (branch), Vladimir State University named after A.G. and N.G. Stoletovs, Murom, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-1592-5703>

svistunov-murom@yandex.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 25.03.2022; после рецензирования 25.04.2022; принята к публикации 06.05.2022.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 25.03.2022; revised on 25.04.2022 and accepted for publication on 06.05.2022.

The authors read and approved the final version of the manuscript.