

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

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Москва - 2020

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном учреждении «Всероссийский научно-исследовательский институт труда» Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации

Научный консультант: **Попков Сергей Юрьевич**
доктор экономических наук, доцент

Официальные оппоненты: **Андрющенко Галина Ивановна,**
доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры безопасности цифровой экономики и управления рисками ФГАОУ ВО «Российский государственный университет нефти и газа (НИУ) имени И.М.Губкина»

Гонтмахер Евгений Шлемович,
доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента политики и управления факультета социальных наук ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Дегтярев Григорий Павлович,
доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник Отдела образа жизни и охраны здоровья населения ФГБНУ «Национальный научно-исследовательский институт общественного здоровья имени Н.А.Семашко»

Ведущая организация: **Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ»**

Защита состоится «22» апреля 2021 г. в 14 часов 00 мин. на заседании Диссертационного совета Д 224.008.01 в Федеральном государственном бюджетном учреждении «Всероссийский научно-исследовательский институт труда» Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации по адресу: 105064, Москва, ул. Земляной вал, д.34, стр.1

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБУ «ВНИИ труда» Минтруда России и на сайте организации: <https://www.vcot.info>

Автореферат разослан « ____ » _____ 2021 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
кандидат экономических наук

Е.В. Вашаломидзе

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

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 граждан 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% (что ниже показателя, запланированного в «Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации»¹, равного 2,5-3 ПМП). 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

¹ 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. - 2012. - №53. - Часть II. - Статья 8029; Консультант Плюс. - 01.08.2020.

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, 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 клиентов, 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 коллизии: 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.

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, понятий 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. 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.

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.). 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.).

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, 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.), 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.) 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, В.В.Хмыров); инвестированию/размещению пенсионных средств (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); надежности функционирования НПФ (Е.А.Колганова, В.Ю.Михальчук, А.В.Никитин); доходности размещения пенсионных средств (И.В.Антоненко, Л.В.Антосик, А.Е.Жуйков, В.А.Коньков, К.А.Туманянц, Т.В.Шлевкова).

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**:

- проанализировать современный уровень пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации и определить 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 раскрыть 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 негосударственного 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 соответствующие 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 осуществлении 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 повышения 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; результирующего 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 размещения/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 деятельности 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 госрегулятора 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 средств 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 НПФ/их УК в целях повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов, для чего определены условия его позитивного динамичного развития, 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); 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 расчетов 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, 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 ООО «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.

Введение

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

1.1 Анализ и оценка уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

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

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

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

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

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

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

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

Глава 3. Повышение уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: механизмы поддержания сохранности пенсионных средств в деятельности НПФ и их УК

3.1 Переход к риск-ориентированному надзору в государственном регулировании деятельности НПФ в целях повышения сохранности пенсионных средств

3.2 Совершенствование негосударственных механизмов контроля за управлением пенсионными средствами в НПФ в целях обеспечения их сохранности (на примере специализированного депозитария)

3.3 Управление рисками в НПФ и их УК при инвестировании/размещении пенсионных средств как механизм повышения их сохранности

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

4.1 Макроэкономические и иные внешние условия, влияющие на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ и их УК

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

4.3 Инвестирование/размещение НПФ пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты как направление повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

Глава 5. Перспективные направления повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации на основе совершенствования деятельности НПФ

5.1 Повышение уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда на основе внедрения цифровых информационных технологий в деятельность НПФ

5.2 Социально ответственное инвестирование как перспективное направление инвестиционной деятельности НПФ в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

5.3 Перспективы реформирования отечественной пенсионной системы в ракурсе совершенствования деятельности НПФ и повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации

Заключение

Список использованных источников

Приложения

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Сформулированные на основе положений базисных теоретико-методологических концепций и с учетом зарубежного и отечественного опыта авторские определения понятий «минимальный (восстановительный) потребительский бюджет», «рациональный потребительский бюджет (бюджет развития), «сохранность и доходность пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения НПФ и/или их УК»

Проведенный анализ современного уровня пенсионного обеспечения российских пенсионеров в системе обязательного пенсионного страхования (ОПС) привел к следующим результатам (*таблица 1*): несмотря на то, что средний размер пенсии в динамике показывает рост, коэффициент замещения пенсией утраченного заработка уменьшается, а соотношение среднего размера страховой пенсии по старости и прожиточного минимума пенсионера (ПМП) увеличивается незначительно. В связи с введением социальных доплат к

страховым пенсиям, чья величина ниже прожиточного минимума пенсионера, установленного в субъекте Российской Федерации, коэффициент утраченного заработка и соотношение размера средней страховой пенсии по старости с величиной ПМП не отражают реальные процессы, происходящие в системе ОПС.

Таблица 1
Уровень пенсионного обеспечения российских пенсионеров в системе ОПС (2016-2019 гг.)²

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

² Составлено автором на основе данных Федеральной службы государственной статистики. Уровень жизни [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/folder/13397>. - (Дата обращения: 01.08.2020).

Поэтому в качестве единицы измерения уровня пенсионного обеспечения в системе ОПС предлагается использовать величину минимального (восстановительного) потребительского бюджета, при расчете которого (в отличие от расчета ПМП) учитывается более широкий ассортимент продуктов, а стоимость товаров и услуг рассчитывается на основе их рыночной стоимости. Если соотносить показатели указанного бюджета и ПМП, то минимальный потребительский бюджет пенсионера должен составлять 2,5-3 ПМП (социально приемлемый бюджет, согласно Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации, или достаточный уровень жизни, согласно Международному пакту об экономических, социальных и культурных правах), 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. Рациональный потребительский бюджет предполагает удовлетворение оптимальных потребностей человека с учетом его развития.

Система ОПС совместно с НПО решает совокупность задач, но представляется необходимым их конкретизировать применительно к разным слоям 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 действенную трехзвенную пенсионную систему, создать условия для самостоятельного формирования гражданами достойной пенсии, а это невозможно без повышения оплаты их труда, развития финансового рынка, разработки системы действенных стимулов участия в добровольных программах НПО, внедрения мер по повышению сохранности и доходности инвестирования/размещения пенсионных средств. Значимая роль в этом отведена НПФ и их УК, которые через эффективное управление пенсионными средствами могут не только их сохранить, но и приумножить, повысив, тем самым, уровень пенсионного обеспечения их клиентов.

Большинство современных экономических теорий описывает процесс управления пенсионными активами как инвестиционный процесс, имеющий свою специфику ввиду его долгосрочности и особой социальной значимости полученных результатов. Наибольшее значение для управления пенсионными активами имеют варианты портфельной теории, раскрывающие соотношение риск/доходность, как портфеля в целом, так и входящих в него активов. Анализ применения вариативных портфельных теорий к управлению пенсионными активами позволил сформулировать следующие выводы: модель Марковица

может быть успешно применена в условиях стабильных рынков, а также при условии, что инвестиционный портфель формируется преимущественно из акций и не требует высокой диверсификации активов; модель Шарпа подходит к случаю, когда инвестиционный портфель включает большое количество ценных бумаг, отнесенных к разным отраслям; модель Тобина будет эффективной, если в состав инвестиционного портфеля включены безрисковые активы. Для инвестирования пенсионных активов 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 ценных бумаг, не учитывается общий объем портфеля, ликвидность ценной бумаги, а также корпоративные действия эмитента в будущем, фундаментальные изменения в деятельности эмитента).

Проанализированный опыт стран - членов ОЭСР 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 государственных доходов. 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.

Заслуживает внимания и опыт внедрения в этих 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 в большинстве данных стран установлены ограничения, касающиеся инвестирования пенсионных активов, хотя на протяжении последних лет проявляются тенденции смягчения этих ограничений. В этих странах имеет место трехзвенная структура надзора и контроля за деятельностью по управлению пенсионными активами, особое место в которой занимает негосударственный контроль (в частности, контроль со стороны депозитария).

Среди объектов инвестирования пенсионных активов - как традиционные (обыкновенные акции, государственные ценные бумаги и пр.), так и сравнительно новые (например, «зеленые облигации», проектные облигации, альтернативные инвестиции, долгосрочные облигации, «привязанные к продолжительности жизни») виды активов. Акцент в инвестиционной политике указанных стран 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. Среди тенденций, имеющих место в последнее время в отношении управления пенсионными активами, следует выделить и введение ESG-факторов в категорию обязательных условий инвестиционных стратегий.

В странах - членах ОЭСР при расчете доходности от инвестирования пенсионных активов учитывается уровень инфляции, что соответствует многофакторной модели, раскрывающей влияние разных факторов на уровень доходности фондов. Выстроенная в большинстве стран - членов ОЭСР многоуровневая пенсионная система дает возможность пенсионерам иметь коэффициент замещения пенсией утраченного заработка (при условии полной занятости со средней заработной платы) в среднем равный почти 60%. При этом есть ряд стран, где этот коэффициент достигает 90% и выше (Португалия, Австрия, Люксембург, Италия, Турция, Аргентина, Индия).

Во всех странах - членах ОЭСР созданы системы гарантий сохранности пенсионных средств, а в некоторых из них официально закреплены гарантии минимальной доходности (2-4%), гарантии номинала с учетом уровня инфляции (таблица 2).

Таблица 2

Трактовка понятия «сохранность пенсионных средств» в ряде стран-членов ОЭСР³

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 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

³ Составлено автором на основе: 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).

Гарантии возврата пенсионных средств в процессах их инвестирования устанавливаются 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. 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).

Исходя из перечисленных выше теоретико-методологических оснований и с учетом лучших зарубежных и отечественных практик раскрыты авторские определения следующих понятий:

- «управление пенсионными активами»: в узком (операциональном) значении - это непосредственное управление инвестиционным портфелем; в широком значении (на уровне корпоративного управления) - это управление инвестиционным циклом (от аккумулирования пенсионных средств, их размещения/инвестирования до пенсионных выплат или реинвестирования пенсионных средств); в предельно широком значении (на макроуровне) - это управление инвестиционным циклом, включающее и его регулирование со стороны соответствующих государственных и негосударственных органов, официально наделенных для этого необходимыми полномочиями.

- «инвестирование», раскрываемое с позиций разных подходов: объектного (дефиниция инвестирования формулируется через объекты инвестирования); процессуального (инвестирование определяется через специфические особенности его как вида деятельности); целевого (инвестирование рассматривается в ракурсе целей); затратного (инвестирование предстает с точки зрения предстоящих затрат) подходов; обобщая перечисленные подходы, инвестирование можно определить как деятельность, направленную на получение прибыли и достижение социально значимых целей на основе единства ресурсной (аккумулированные средства с целью дальнейшего получения дохода) и затратной (вложения в определенные, разрешенные законодателем активы) сторон;

- в соответствии с дефинициями процессов управления пенсионными активами сформулированы определения сохранности последних, а именно:

а) в ракурсе *инвестиционного процесса* по отношению к:

- *средствам пенсионных накоплений* сохранность - это 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;

- *средствам пенсионных резервов:*

для схем *DC (с установленными взносами)* 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;

для схем *DB (с установленными выплатами)* 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;

б) в ракурсе *коллективного управления* пенсионными средствами в НПФ сохранность - это 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.);

в) 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;

г) 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.

В настоящее время в российской пенсионной системе формируется система мер, позволяющая гарантировать сохранность пенсионных средств в процессах их инвестирования/размещения. Применительно к СПН данная система представлена на *схеме 1*.

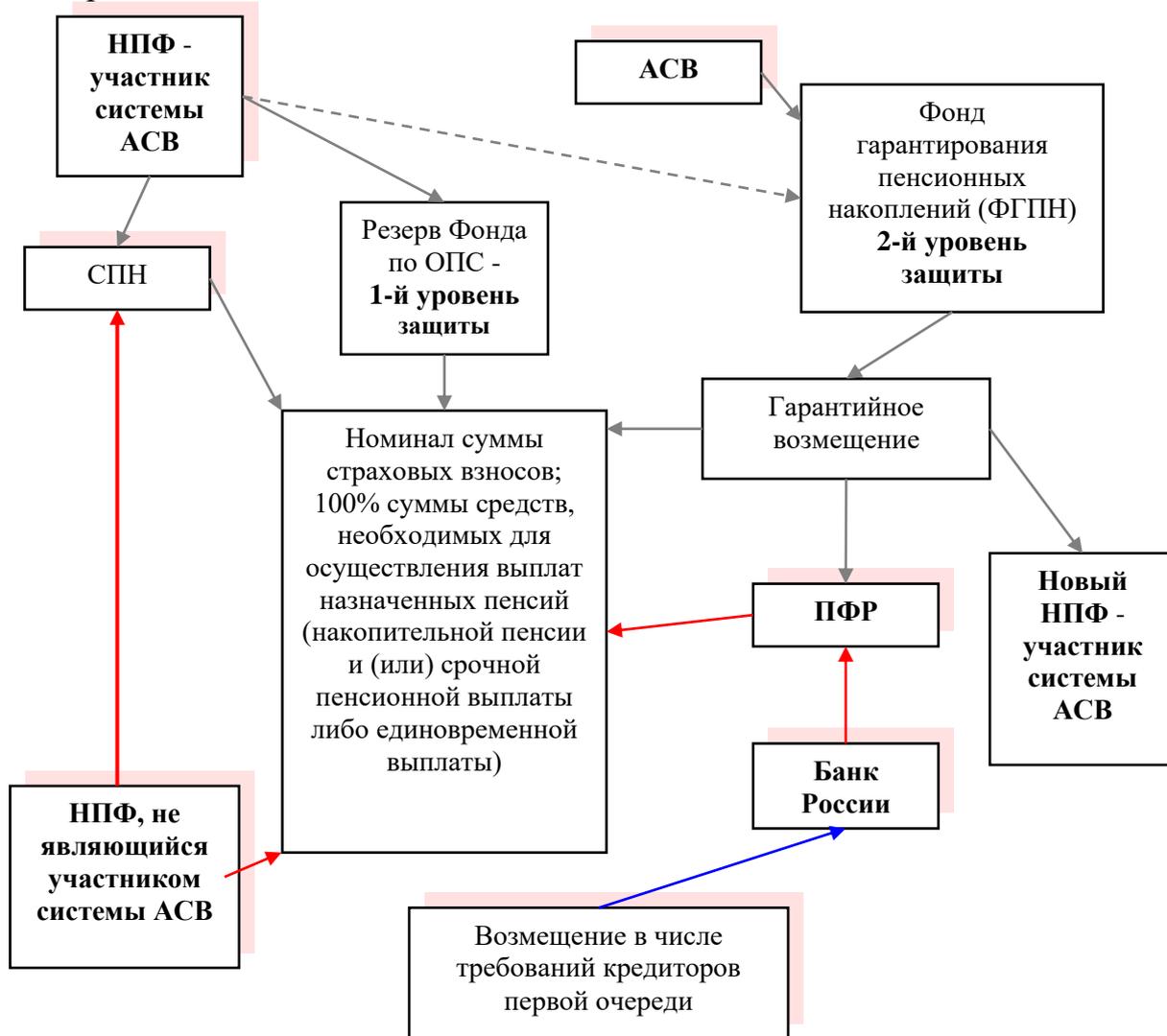


Схема 1
Система гарантирования прав застрахованных лиц

Данная система нуждается в совершенствовании, так как 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.

В связи с этим в работе предлагается: *во-первых*, исходить из понимания сохранности как требования 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; *во-вторых*, ввиду существования разных пенсионных схем (с установленными выплатами и установленными взносами) при размещении СПР необходимо сформулировать соответствующие определения понятия сохранности, которые представлены выше; *в-третьих*, в отношении результатов доверительного управления пенсионными средствами, переданными НПФ управляющей компании, сохранность означает обеспечение возврата полной суммы средств, переданных в данное управление за весь период действия соответствующего договора между УК и НПФ.

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.

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 исчислении) (такую доходность целесообразно выделить отдельно и поименовать 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.

2. Результаты проведенного анализа текущего состояния отрасли НПФ, динамики ее развития за период 2004-2020 гг., а также предложения по совершенствованию деятельности НПФ и их УК по управлению пенсионными

средствами в целях обеспечения их сохранности и доходности, повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов фондов

Результаты мониторинга показали, что:

- количество фондов за последние годы неуклонно сокращается (так, в 2004 году их было 296, а на 01.08.2020 - 43), растет монополизация рынка НПФ (по индексу Херфиндаля-Хиршмана /индекс ХХ/ к началу 2019 года степень монополизации рынка НПФ достигла стадии олигополистического рынка), что, с одной стороны, способствует повышению устойчивости данного рынка, увеличению доходности инвестирования/размещения пенсионных средств (в том числе по причине снижения управленческих и комиссионных расходов фондов), но, с другой стороны, снижает конкуренцию между фондами, уменьшает их разнообразие;

- акционирование фондов не сделало рынок НПФ более прозрачным и устойчивым. Более того, оно породило потенциальные (а в ряде фондов они стали явными, по сути, институциональными) конфликты интересов (в частности, между акционерами и клиентами, акционерами и руководством фондов) и не привело к декларируемым целям при планировании указанного акционирования, лишь усугубив имеющиеся проблемы;

- большинство крупных НПФ контролируется государственными компаниями, банками с государственным участием, отсюда процесс «государствления» НПФ;

- 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 из ПФР в НПФ, истощенности потенциала корпоративных пенсионных программ, слабой положительной динамики индивидуальных пенсионных планов);

- установленные госрегулятором ограничения, касающиеся инвестирования/размещения пенсионных средств, не гарантируют пресечения неправомерных (а иногда - уголовно-наказуемых) деяний со стороны акционеров и/или руководства фондов при реализации данных процессов.

Постоянно меняющиеся цели и принципы функционирования российской пенсионной системы, отсутствие научно обоснованной концепции развития пенсионного рынка и пенсионной системы в целом, мораторий на формирование накопительной пенсии 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.

Вместе с тем о позитивной динамике пенсионного рынка свидетельствуют следующие показатели на 01.01.2020: увеличение объема пенсионных средств (СПН - 2,86 трлн руб., СПР - 1,41 трлн руб.); превышение накопленной за 3 года (2017-2019 гг.) доходности инвестирования/размещения пенсионных средств в НПФ (СПН - 15,9%; СПР - 20,2%) уровня накопленной за эти годы инфляции (10,1%); накопленная среднерыночная разнесенная на счета клиентов НПФ доходность за 5-летний период (2014-2019 гг.) составила 33,5%, что превысило накопленную инфляцию за данный период (31%). Средний размер негосударственной пожизненной пенсии в 2019 году - 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.) составило 18486 руб. (38% от средней начисленной заработной платы в Российской Федерации). Вложения в реальный сектор экономики составили по СПН - 38% (+2,7% за год), по СПР - 33,5% (+4,8% за год).

Для совершенствования процессов управления пенсионными средствами в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России предлагается: 1) пересмотреть субъектный состав участников пенсионного рынка с целью его оптимизации и роста эффективности, поэтапно расширять права НПФ по самостоятельному инвестированию СПН, что позволит снизить издержки Фонда на выплату вознаграждения УК и увеличит средства на пенсионных счетах клиентов НПФ; 2) модифицировать систему мер по обеспечению сохранности пенсионных средств; 3) 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; 4) в целях повышения доверия граждан к участию в НПО необходимо усилить надежность и привлекательность данной системы, что возможно сделать путем включения последней в систему гарантирования АСВ (как это сделано для ОПС), т.е. требуется создание государственной программы защиты прав вкладчиков/участников по аналогии с системой гарантирования прав застрахованных лиц; 5) 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.

Проблемы развития пенсионного рынка необходимо решать системно. Нельзя реформировать пенсионную систему без модернизации рынка труда,

повышения доходов населения, расширения линейки инструментов фондового рынка, модернизации российской экономики в целом.

3. Предложения по совершенствованию системы государственного регулирования деятельности НПФ по управлению пенсионными средствами в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России

В настоящее время в госрегулировании деятельности фондов 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 некредитными финансовыми организациями, в том числе НПФ, 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, применение разных режимов надзора с использованием механизмов пропорционального регулирования, введение базовой таксономии XBRL, создание риск-профилей для НПФ, использование 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. В числе предложений по дальнейшему совершенствованию госрегулирования деятельности НПФ/их УК сформулированы следующие:

- целесообразно создать единую систему требований для размещения/инвестирования пенсионных средств, расширив, тем самым, права НПФ на самостоятельное управление пенсионными активами;
- изменить структуру риск-ориентированного надзора на основе риск-профилей применительно к различным возрастным группам клиентов НПФ;
- пересмотреть направленность МСТ, ориентируя фонды на выбор реальных (не спекулятивных) активов для инвестирования пенсионных средств;

учитывать при проведении МСТ долгосрочность инвестирования в инфраструктурные проекты в фондах; ввиду создания в СД (как, например, в ООО «СДК «Гарант») эффективных информационно-аналитических систем, дающих возможность автоматизации функций учета и контроля предлагается передать проведение процедуры МСТ в СД;

- сместить акцент в госрегулировании деятельности НПФ с наблюдения за ее соответствием установленным нормативным требованиям на процессы пенсионных выплат (в частности, их максимизацию);

- расширить перечень разрешенных активов для инвестирования/размещения пенсионных средств для НПФ/их УК, при этом усилив требования к их качеству;

- пересмотреть обоснованность существующих ограничений на объекты инвестирования и структуру инвестиционного портфеля; наметить пути дальнейшей либерализации требований к процессам инвестирования/размещения пенсионных средств;

- пересмотреть имеющуюся в настоящее время систему гарантий сохранности пенсионных средств, для этого:

а) изменить трактовку сохранности пенсионных средств, учитывая гарантии по сохранению не только номинала данных средств, но и либо накопленной инфляции, либо минимальной гарантированной доходности;

б) сформулировать и закрепить в нормативных правовых актах понятие сохранности СПР (применительно к разным схемам);

в) пересмотреть тариф отчислений в страховой фонд и фонд по обязательному пенсионному страхованию в НПФ с учетом измененного 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 Федеральным законом «О негосударственных пенсионных фондах»).

Для алгоритмизации и дальнейшего перевода на цифровые технологии проведение МСТ разработана соответствующая модель, представленная в *таблице 3*.

Таблица 3

Модель макропруденциального стресс-тестирования (МСТ), проводимого Фондом

№ п/п	Блоки	Описание блока
I	Общие параметры модели	дата проведения стресс-тестирования; дата окончания первого квартала; число кварталов в прогнозном периоде; учитывать СПН; учитывать СПР
II	Панель управления	число повторений (итераций) - 30001; тип проводимого теста (сценарий Банка России)
III	Общие параметры сценария⁴	дисконт к ставке реинвестирования, в % - 50% надбавка по займу, в % - 50%.
IV	Поквартальные параметры сценария (на примере 3-х летнего периода)	заданные в сценарии Банка России параметры
V	Общие параметры ОПС	заданные в сценарии Банка России параметры
VI	Поквартальные параметры ОПС	заданные в сценарии Банка России параметры
VII	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)
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 СД по СПР; вознаграждение Фонда по страховому резерву; вознаграждение и необходимые расходы УК по страховому резерву; вознаграждение и необходимые расходы СД 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	Расчеты для конкретного НПФ	пенсионные программы + доходы НПО резерв покрытия пенсионных обязательств (РППО без гарантированной доходности, руб.; РППО с гарантированием безубыточности)

⁴ Модель разработана для прохождения стресс-тестирования на основе сценария, утвержденного Приказом Банка России от 20.09.2019 №ОД-2201.

		поквартальные параметры НПО (№ квартала, дата; пенсионные выплаты). баланс и его переоценка с учетом макроэкономических показателей
XII	Активы и определение рисков	рыночный риск (процентный, валютный, фондовый, риск ликвидности); кредитный риск (стресс-тестирование данного вида риска должно учитывать минимум 2 дефолта); риск изъятия СПН и СПР
XIII	Дефолты	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
XIV	Крупнейшие инвесторы в ОПС	расчеты в конкретном НПФ
XV	Крупнейшие инвесторы в НПО	расчеты в конкретном НПФ
XVI	Наиболее доходные активы	расчеты в конкретном НПФ
XVII	Наименее доходные активы	расчеты в конкретном НПФ
XVIII	Анализ	Итоговая таблица. Выводы

4. Новый функционал специализированного депозитария (СД), цель которого - минимизация риска потерь при размещении/инвестировании пенсионных средств в целях предотвращения снижения уровня пенсионного обеспечения клиентов Фонда

Институт спецдепозитариев играет значимую роль в системе пенсионного страхования, так как решает целый ряд задач по обеспечению сохранности и увеличению доходности пенсионных средств, заключая договоры об оказании услуг с НПФ и их УК. 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.

Несмотря на то, что СД обладает целым рядом контролирующих функций, позволяющих повысить степень сохранности пенсионных активов, в целях совершенствования данных и иных функций, выполняемых СД, необходимо:

1) оптимизировать инфраструктуру пенсионного рынка, с этой целью устранить дублирование функций его участников, определить четкие границы ответственности между ними. В связи с этим именно СД могла быть полностью передана функция учета пенсионных активов при их инвестировании/размещении (например, передача в СД всех функций по учету пенсионных средств, предоставления отчетности контролирующим органам в значительной степени могли бы снизить издержки НПФ и УК);

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 СПР;

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;

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;

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;

6) необходимо, чтобы СД мог напрямую получать от банков, брокеров первичные документы для целей оперативного учета и 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. Это бы позволило значительно ускорить сроки занесения, обработки информации и подготовки отчетности СД по итогам торгового дня. Сейчас СД, как правило, предоставляют отчеты НПФ на день T+2 или некоторые даже 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, «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;

9) в целях повышения сохранности пенсионных активов ввести институт специализированного депозитария для учета и контроля за размещением собственных средств Фонда.

5. Многофакторная модель доходности инвестирования/размещения пенсионных средств, корреляционные зависимости между факторами, влияющими на данную доходность

Уровень доходности инвестирования/размещения пенсионных средств является результатом действия ряда внешних и внутренних факторов, что может быть раскрыто в качестве многофакторной (мультипликативной) разноуровневой модели, включающей: 1) макроуровень (мировые и страновые макроэкономические и иные показатели); 2) уровень финансового рынка; 3) уровень отрасли НПФ, включая механизмы ее государственного регулирования; 4) микроуровень (уровень отдельного НПФ) (схема 2).

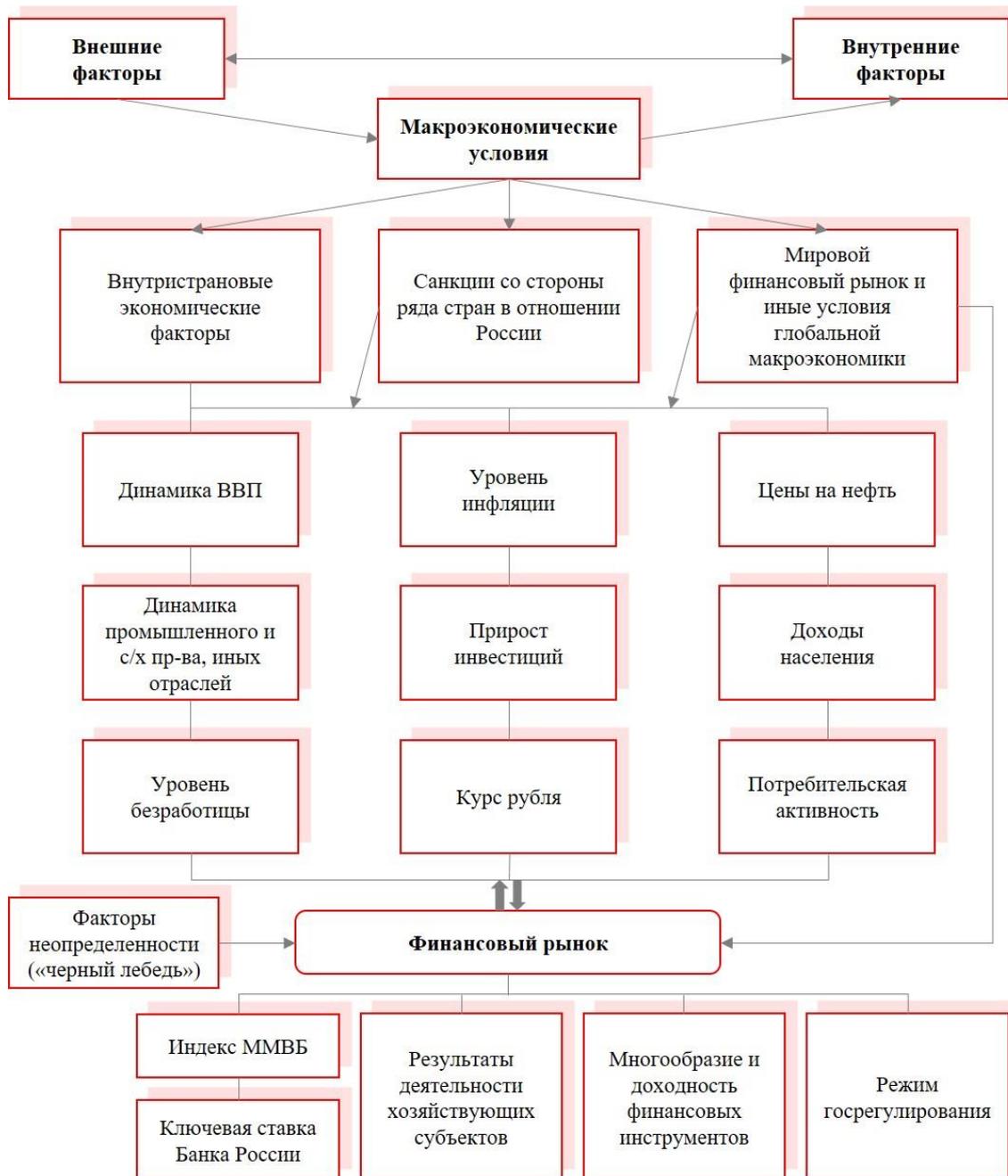


Схема 2

Факторы, влияющие на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств

Внешние факторы оказывают существенное влияние на доходность 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.

Расчеты, проведенные автором, подтверждают существование следующих корреляционных зависимостей между факторами: определен диапазон влияния (40-70%) макроэкономических факторов в краткосрочной и среднесрочной перспективах при инерционном сценарии на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств НПФ и их УК; установлено опосредованное влияние (через инфляцию) ВВП на доходность инвестирования/размещения СПН и СПР (таблица 4).

Таблица 4

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	

Прямое влияние динамики ВВП и уровня инфляции на доходность инвестирования/размещения пенсионных средств фиксируется только в периоды кризисов (1998, 2008 гг.). Инфляция в большей или меньшей степени оказывает свое влияние на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств, но данное влияние может быть нивелировано действием иных факторов, что и показали результаты проведенного исследования.

Прямое воздействие на доходность от инвестирования/размещения пенсионных средств оказывает развитость финансового рынка. 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. Во многом годовая доходность инвестирования/размещения пенсионных средств обусловлена динамикой фондового рынка (при позитивной динамике доходность возрастает; вместе с тем есть ряд финансовых инструментов, в частности, долговые финансовые инструменты, многие из которых оцениваются по амортизированной стоимости и не зависят от рыночной волатильности).

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).

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, но который уже в первом квартале 2020 года отразился на макроэкономических показателях и доходности. Так, по данным за I квартал 2020 года доходность от инвестирования СПН составила (-0,4%), а СПР (-0,14%). В этом плане весьма своевременны меры, принятые Банком России по поддержанию финансового рынка, в том числе и рынка коллективных инвестиций.

Таким образом, можно утверждать о мультифакторном воздействии на процессы инвестирования пенсионных средств, а сохранность и доходность этих средств - во многом конечный результат действия ряда факторов на инвестиционную деятельность НПФ и их УК.

6. Система мер, способствующих повышению уровня пенсионного обеспечения клиентов НПФ, на основе расширения перечня объектов для инвестирования/размещения пенсионных активов и либерализации ограничений на доли активов в составе инвестиционного портфеля НПФ/их УК

Существующие в настоящее время ограничения ориентируют НПФ/их УК на краткосрочные инвестиции с пониженным риском, что ведет к невысокой доходности инвестирования/размещения пенсионных средств. В связи с этим предлагается расширить перечень разрешенных объектов для инвестирования/размещения пенсионных средств, в частности: разрешить НПФ инвестиции в венчурные ЗПИФы (например, с лимитом 5% в структуре инвестиционного портфеля), что важно не только для повышения уровня пенсионного обеспечения клиентов НПФ, но и для развития российской экономики в целях поддержания ее курса на инновационность и долгосрочность инвестиций в реальную экономику; рентные фонды (например,

с лимитом 10% в структуре инвестиционного портфеля), что выявляет ряд преимуществ такого размещения, как то отсутствие кредитного риска (по сравнению с облигациями), постоянно генерируемый доход; отдельные земельные участки, а также имущественные права из договоров участия в долевом строительстве жилых и многоквартирных домов.

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 плоскость⁵, 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. В настоящее время такого рода инвестиции за счет СПН сведены к нулю или минимизированы (фонды могут инвестировать до 5% СПН в высокотехнологичные активы). На основе анализа зарубежного опыта, предложений Банка России можно рекомендовать следующие механизмы участия НПФ и их УК в прямых и венчурных инвестициях, что отображено на *схеме 3*.



Схема 3
Механизмы участия НПФ и их УК в прямых и венчурных инвестициях

⁵ Итоги встречи Президента Российской Федерации В.В.Путина с IT-инвесторами. 11 марта 2020 года. Официальный сайт Президента России [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/62970>. - (Дата обращения 01.08.2020).

Необходимо разработать и специальные финансовые инструменты для пенсионного рынка (например, пенсионные 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%).

Требуется пересмотр и фиксация доходности на счетах клиентов фондов. Так, в настоящее время, 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 так же, как по СПН, пятилетний период фиксинга, а в перспективе и вовсе отказаться от него для СПР.

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.).

7. Результаты проведенного автором эмпирического исследования, выявившие готовность и возможности НПФ и их УК инвестировать/размещать пенсионные средства в долгосрочные инфраструктурные проекты, определены причины, препятствующие такому инвестированию, и предложен комплекс мер, направленных на устранение данных препятствий; раскрыты перспективы развития социально ответственного инвестирования в инвестиционной деятельности НПФ

Результаты проведенного эмпирического исследования указывают на заинтересованность руководителей НПФ и их УК вкладывать пенсионные средства в долгосрочные инфраструктурные проекты. Вместе с тем можно отметить неготовность госрегулятора к подобным инвестициям (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 проектов такого рода ограничено. В связи с этим предложен ряд мер, которые могут сделать указанное инвестирование более привлекательным и

осуществимым для НПФ/их УК. Эти меры касаются изменения статуса концессионных облигаций, обособления их в отдельный вид в структуре инвестиционного портфеля НПФ и его УК, 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. В перспективе предлагается разрешить НПФ (при наличии у них необходимых компетенций и опыта соответствующей работы) входить в капиталы проектных компаний. 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.

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, среди которых создание соответствующей нормативной правовой базы, разработка стандартов, закрепляющих механизмы этого инвестирования, а также «дорожной карты», где пошагово указаны мероприятия для развития данного инвестирования. 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, наличие государственных гарантий. Нельзя не учитывать и имидж Фонда как социально ответственного инвестора.

Для более интенсивного развития социально ответственного инвестирования важно создание системы стимулов, среди которых: освобождение НПФ от налога на прибыль по «зеленым», социальным или смешанным облигациям в части полученного по ним процентного дохода; применение нулевой налоговой ставки к доходу от реализации «зеленых» и социальных облигаций; пересмотр структурных ограничений инвестиционного

портфеля НПФ и их УК, касающихся социально ответственных инвестиций, и др.

8. Разработанная на базе цифровых информационных технологий в ООО «СДК «Гарант» под непосредственным руководством автора Единая информационная система специализированного депозитария при обслуживании НПФ (ЕИС СД НПФ)

Данная система является уникальной системой на российском финансовом рынке. Она позволяет НПФ/их УК существенно снизить издержки за счет автоматизации целого ряда операций, создает эффективную и удобную систему электронного документооборота, обеспечивает возможность интеграции с учетными системами НПФ и их УК и другими внешними информационными сервисами, снижает вероятность возникновения операционных ошибок при обработке документов. ЕИС СД НПФ позволяет повысить качество принимаемых решений, в том числе по управлению пенсионными средствами, увеличить производительность и эффективность работы фондов, благодаря оперативной обработке учетных данных и формирования отчетности.

ЕИС СД НПФ включает следующие функциональные блоки (схема 4):



Схема 4
Основные функциональные блоки ЕИС СД НПФ

На основе проведенных расчетов доказано, что за счет внедрения ЕИС СД НПФ в деятельность НПФ и их УК, СД (благодаря автоматизации большого

числа рутинных операций и сложных расчетов в процессе деятельности по управлению пенсионными средствами) рост КПД составляет не менее 30%

9. Сценарии развития пенсионной системы и предложения по ее реформированию в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан России

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.

В работе предложены возможные сценарии дальнейшего развития российской системы пенсионного страхования: возвращение к модели, предложенной в Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы; принятие ГПП без существенного изменения его концепции; принятие существенно переработанного варианта ГПП. В последнем случае предлагаются три варианта его моделей: без участия работодателя (что, по сути, идентично развитию индивидуальных пенсионных планов); с участием работодателя (например, по типу паритетных пенсионных программ); 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. В настоящее время реально в ГПП смогут участвовать 5-10% работников.

Примерный расчет пенсионного капитала при разных тарифах уплаты пенсионных взносов в ГПП и на разных временных отрезках представлен на *схеме 5*. 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, 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.

Необходимо создать действенную систему мер стимулирования участия работников и работодателей в системе ГПП (НПО), а именно: 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).

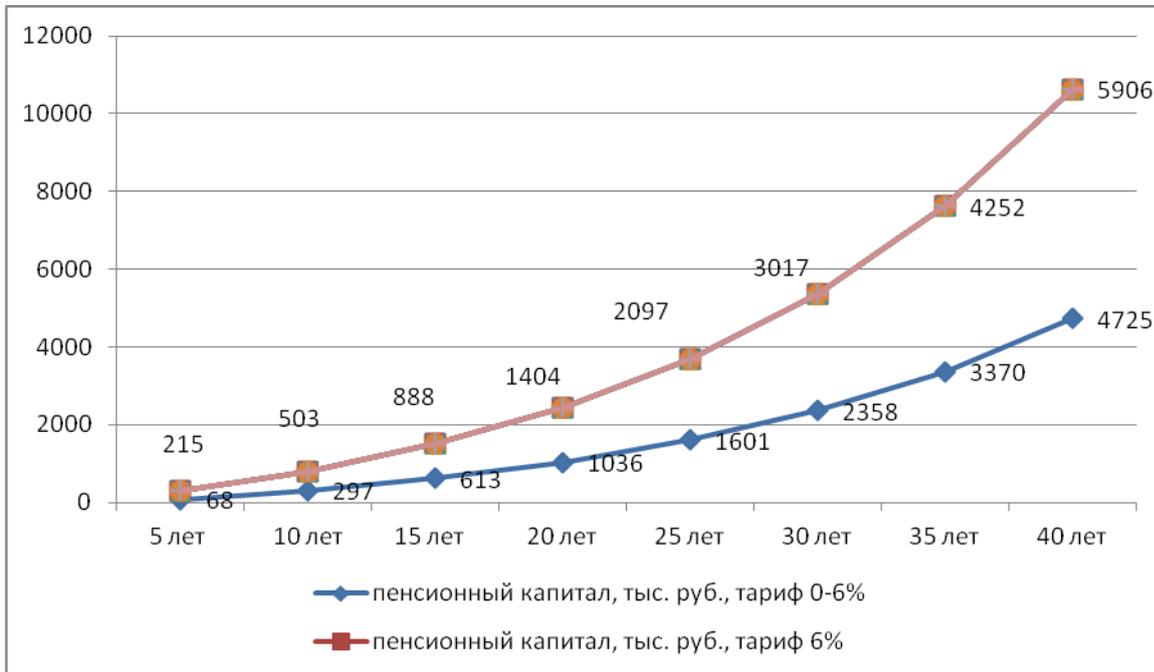


Схема 5

Расчет пенсионного капитала при разных тарифах уплаты пенсионных взносов в ГПП и на разных временных интервалах

III. СПИСОК РАБОТ, В КОТОРЫХ ОПУБЛИКОВАНЫ ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ

Монографии

1. *Есаулкова Т.С.* Роль и значение негосударственных пенсионных фондов в повышении уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: вопросы методологии, теории и практики. - М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2020. - 320 с. (20,0 п.л.).

2. *Есаулкова Т.С.* Совершенствование деятельности негосударственных пенсионных фондов в целях повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации. - М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2020. - 264 с. (16,5 п.л.).

В изданиях, рекомендованных ВАК:

1. *Есаулкова Т.С.* Взаимодействие управляющей компании и специализированного депозитария при обслуживании закрытых паевых

инвестиционных фондов недвижимости //Имущественные отношения в РФ. - 2007. -№2 (65), февраль. - С.82-85 (0,4 п.л.).

2. **Есаулкова Т.С.** Управление пенсионными активами в концепции социально ответственного инвестирования //Проблемы экономики и юридической практики. - 2019. - №1. - С.50-54 (0,4 п.л.).

3. **Есаулкова Т.С.** Управление пенсионными активами: раскрытие базовых дефиниций //Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и право». - 2019. - №4. - С.21-24 (0,4 п.л.).

4. **Есаулкова Т.С.** Управление средствами пенсионных накоплений в системе обязательного пенсионного страхования: анализ текущего состояния, проблемы и пути совершенствования //Общество: политика, экономика и право. - 2019. - Вып.9. - С.52-57 (0,4 п.л.).

5. **Есаулкова Т.С.** Негосударственные пенсионные фонды (НПФ): мониторинг текущего состояния //Проблемы экономики и юридической практики. - 2019. - №4. - С.46-50 (0,5 п.л.).

6. **Есаулкова Т.С.** Управление пенсионными активами в системе негосударственного пенсионного обеспечения //Вестник Московского областного университета. Серия «Экономика». - 2019. - №3. - С.59-68 (0,7 п.л.).

7. **Есаулкова Т.С.** Управление пенсионными активами в ракурсе вариативных теоретико-методологических парадигм //Проблемы экономики и юридической практики. - 2020. - №1. - С.26-31 (0,4 п.л.).

8. **Есаулкова Т.С.** Зарубежный опыт регулирования процессов инвестирования пенсионных активов //Труд и социальные отношения. - 2020. - №2. - С.75-88 (1,0 п.л.).

9. **Есаулкова Т.С.** Совершенствование надзора за управлением пенсионными активами: переход к пруденциальному (риск-ориентированному) надзору //Уровень жизни населения регионов России. - 2020. - №1. - Т.16. - С.85-96 (1,0 п.л.).

10. **Есаулкова Т.С.** Роль специализированного депозитария в совершенствовании негосударственных механизмов контроля за управлением пенсионными активами //Экономика. Бизнес. Банки. - 2020. - №3 (41). - С.47-62 (1,0 п.л.).

11. **Есаулкова Т.С.** Размещение пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты как направление повышения уровня пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации //Социально-трудовые исследования. - 2020. - №3. - С.101-112 (0,6 п.л.).

12. **Есаулкова Т.С.** Управление рисками при инвестировании/размещении пенсионных активов //Вестник Московского областного университета. Серия «Экономика». - 2020. - №2. - С.28-37 (0,6 п.л.).

13. **Есаулкова Т.С.** Зарубежный опыт инвестирования пенсионных средств в долгосрочные инфраструктурные проекты //Современная наука: актуальные проблемы теории и практики». Серия «Экономика и право». - 2020. - №6. - С.40-44 (0,4 п.л.).

14. *Есаулкова Т.С.* Инвестирование пенсионных активов в концессионные облигации: мониторинг текущей ситуации и направления совершенствования //Теория и практика общественного развития. - 2020. - №6 (148). - С.46-52 (0,5 п.л.).

15. *Есаулкова Т.С.* Зарубежный опыт социально ответственного инвестирования пенсионных активов //Проблемы экономики и юридической практики. - 2020. - №3. - С.31-36 (0,5 п.л.).

16. *Есаулкова Т.С.* Совершенствование механизмов деятельности негосударственных пенсионных фондов (НПФ) в ракурсе перспектив принятия Гарантированного пенсионного плана (ГПП) //Евразийский юридический журнал. - 2020. - №7. - С.155-160 (0,4 п.л.).

17. *Есаулкова Т.С.* Достойный уровень пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации: текущее состояние, поиски критериев и социальных ориентиров //Проблемы экономики и юридической практики. - 2020. - №4. - С.68-74 (0,5 п.л.).

18. *Есаулкова Т.С.* Повышение уровня пенсионного обеспечения: акцент на развитие негосударственных пенсионных программ //Экономика. Бизнес. Банки. - 2020. - №10 (48). Октябрь. - С.24-35 (0,7 п.л.).

19. *Esaulkova T.S.* (в соавт.). Method of ranking nonstate pension funds by their investment potential //International Journal of Pure and Applied Mathematics. 2018. - Volume 119. - №17. - P.1369-1373 (Scopus, 2018) (0,6 п.л.).

В других изданиях:

20. *Есаулкова Т.С.* Новые требования к размещению пенсионных резервов //Пенсионное обозрение. - 2020. - №1 (41), январь-март (0,5 п.л.).

21. *Есаулкова Т.С.* Развитие института специализированного депозитария для негосударственных пенсионных фондов //Инфраструктура рынка ценных бумаг и цифровых прав. - М.: Магистр, 2020. - С.67-76 (0,7 п.л.).

22. *Есаулкова Т.С.* Цели инвестирования пенсионных средств //Актуальные вопросы науки: Материалы 49-й Международной научно-практической конференции (11.03.2019). - М.: Издательство «Спутник +», 2019. - С.34-37 (0,3 п.л.).

23. *Есаулкова Т.С.* Управляющие компании как субъекты управления пенсионными средствами //Актуальные вопросы науки: Материалы 55-й Международной научно-практической конференции (10.09.2019). - М.: Издательство «Спутник+», 2019. - С.34-36 (0,3 п.л.).

24. *Есаулкова Т.С.* Контроль специализированного депозитария за расчетом стоимости совокупного портфеля пенсионных накоплений НПФ //Пенсионное обозрение. - 2019. - №2 (38), апрель-июнь (0,5 п.л.).

25. *Есаулкова Т.С.* ООО «СДК «Гарант» в 2017 году и планы на 2018 год //Пенсионное обозрение. - 2018. - №2 (34) (0,5 п.л.).

26. *Есаулкова Т.С.* Специализированные депозитарии //Депозитариум. - 25.04.2017. - С.47-48 (0,3 п.л.).

27. *Есаулкова Т.С.* Развитие института специализированного депозитария для негосударственных пенсионных фондов //Пенсионное обозрение. - 2017. №1 (29) (0,5 п.л.).

28. *Есаулкова Т.С.* Роль специализированного депозитария в обеспечении сохранности пенсионных активов //Рынок ценных бумаг. - 2013. - №5. - С.21-23 (0,4 п.л.).

29. *Есаулкова Т.С.* Сохранность пенсионных активов важнейший компонент деятельности специализированного депозитария //Пенсионное обозрение. - 2010. - №3 (3) (0,5 п.л.).

30. *Есаулкова Т.С.* Оптимизация обслуживания клиентов специализированного депозитария по биржевым операциям //Депозитариум. - 2010. - №5 (87). - С.16-17 (0,3 п.л.).

31. *Есаулкова Т.С., Доброчинский Д.П.* Хранение имущества новых категорий паевых инвестиционных фондов //РЦБ. Квалифицированный инвестор. - 2010. - №3. - С.9-11 (0,4 п.л.).

32. *Есаулкова Т.С.* Дефолтные бумаги - проблема №1 //РЦБ. Квалифицированный инвестор. - 2009. - №7-8. - С.38-40 (0,4 п.л.).

33. *Есаулкова Т.С.* Обслуживание накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих //Рынок ценных бумаг. - 2008. - №15 (366). - С.48-50 (0,4 п.л.).

34. *Есаулкова Т.С.* Обслуживание накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих: итоги работы в 2006 г. Взгляд специализированного депозитария //Рынок ценных бумаг. - 2007. - №9 (336). - С.28-30 (0,4 п.л.).

35. *Есаулкова Т.С.* Внедрение ЭДО - ключевая инфраструктурная задача развития рынка коллективных инвестиций //Депозитариум. - 2007. - №4 (50), апрель. - С.22-23 (0,3 п.л.).

36. *Есаулкова Т.С.* Управляющая компания ЗПИФ и специализированный депозитарий: стратегическое партнерство - залог успешного бизнеса //Рынок ценных бумаг. - 2007. - №7. - С.64-66 (0,4 п.л.).

37. *Есаулкова Т.С.* Специализированный депозитарий «СДК ГАРАНТ» //«Money&Я». - 2006. - №3, декабрь. - С.31-32 (0,3 п.л.).

38. *Есаулкова Т.С.* Один день с Татьяной Есаулковой //Рынок ценных бумаг. - 2006. - №18 (321). - С.6-9 (0,4 п.л.).

39. *Есаулкова Т.С.* Роль специализированного депозитария //Рынок ценных бумаг. - 2005. - №17. - С.18-20 (0,4 п.л.).

40. *Есаулкова Т.С.* Конкуренция специализированных депозитариев невозможна, но необходима //Рынок ценных бумаг. - 2005. - №11 (290). - С.22-23 (0,3 п.л.).

41. *Есаулкова Т.С.* Контроль за размещением пенсионных резервов НПФ //Пенсионные фонды и инвестиции. - 2004. - №1 (13), январь-февраль. - С.35-36 (0,3 п.л.).

42. **Есаулкова Т.С.** Специализированный депозитарий как инструмент защиты прав инвесторов и застрахованных лиц //Инвестиции плюс. - 2003. - №4 (49). - С.10-12 (0,4 п.л.).

43. **Есаулкова Т.С.** Специализированный депозитарий в инфраструктуре рынка ценных бумаг: основные аспекты развития //Инвестиции плюс. - 2002. - №3 (42) - С.25-28 (0,5 п.л.).

44. **Есаулкова Т.С.** Выпуск и размещение корпоративных облигаций на примере компании «ЛУКОЙЛ» //Рынок ценных бумаг. - 2000. - №8 (167). - С.76-79 (0,4 п.л.).

45. **Есаулкова Т.С.** Особенности внутреннего учета бэк-офиса в инвестиционной компании //Материалы 4-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления - 99», выпуск №2. - М.: ГАУ, 1999. - С.52-53 (0,3 п.л.).

46. **Есаулкова Т.С.** Конвертация акций российских эмитентов в АДР //Рынок ценных бумаг. - 1998. - №9. - С.8-9 (0,3 п.л.).

47. **Есаулкова Т.С.** Бэк-офис - информационный узел брокерско-дилерской компании //Тезисы докладов научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления - 98». - М.: ГАУ, 1998. - С.99-100 (0,3 п.л.).

48. **Есаулкова Т.С.** Отображение и анализ информационных взаимосвязей между бэк-офисом и другими отделами брокерско-дилерской компании //Тезисы докладов 6-го Всероссийского студенческого семинара «Проблемы управления - 98». - М.: ГАУ, 1998. - С.30-32 (0,3 п.л.).

49. **Есаулкова Т.С.** Повышение эффективности работы бэк-офиса в брокерско-дилерской компании //Тезисы докладов научной конференции молодых ученых и студентов ГАУ «Реформы в России и проблемы управления - 97. Выпуск 3. - М.: ГАУ, 1997 - С.112-113 (0,3 п.л.).