BULLETIN
KEMEROVO STATE UNIVERSITY
POLITICAL, SOCIOLOGICAL AND ECONOMICS

оригинальная статья

Инвестиционная деятельность российских негосударственных пенсионных фондов: тенденции, возможности и перспективы

Сидоров Иван Юрьевич
Кемеровский государственный университет,
Россия, Кемерово

Калачева Елена Алексеевна
Кемеровский государственный университет,
Россия, Кемерово
https://orcid.org/0000-0002-3344-9993
kalacheva-elena@mail.ru

Поступила в редакцию 13.07.2022. Принята после рецензирования 14.09.2022. Принята в печать 19.09.2022.

Аннотация: Негосударственные пенсионные фонды, оказывая гражданам услуги по добровольному пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию, аккумулируют значительные объемы денежных средств. На эти финансовые институты ложится ответственность сохранить и приумножить средства своих клиентов, что побуждает их искать способы совершенствования своей инвестиционной стратегии. Цель – выявить тренды в инвестиционной деятельности негосударственных пенсионных фондов, определить возможности российских негосударственных пенсионных фондов по дальнейшему совершенствованию инвестиционной политики. Теоретические методы: анализ, синтез, классификация; эмпирические: сравнение, статистический и регрессионный анализ. Проведен сравнительный анализ инвестиционных портфелей российских и иностранных негосударственных пенсионных фондов, определено влияние структуры инвестиционного портфеля на его доходность. Определено, что для российских негосударственных пенсионных фондов в силу геополитической обстановки и ограничений в законодательстве наиболее приемлемой является стратегия устойчивого развития и экологического, социального и корпоративного управления (ESG).
Ключевые слова: негосударственный пенсионный фонд, пенсионная система, инвестиционный портфель, формирование инвестиционного портфеля, управление инвестиционным портфелем

Цитирование: Сидоров И. Ю., Калачева Е. А. Инвестиционная деятельность российских негосударственных пенсионных фондов: тенденции, возможности и перспективы. *Вестник Кемеровского государственного университета. Серия: Политические, социологические и экономические науки.* 2022. Т. 7. № 4. С. 536–548. https://doi.org/10.21603/2500-3372-2022-7-4-536-548

full article

Investment Activity of Russian Non-State Pension Funds: Trends, Opportunities, and Prospects

Ivan Y. Sidorov
Kemerovo state university, Russia, Kemerovo

Elena A. Kalacheva
Kemerovo state university, Russia, Kemerovo
https://orcid.org/0000-0002-3344-9993
kalacheva-elena@mail.ru

Received 13 Jul 2022. Accepted after peer review 14 Sep 2022. Accepted for publication 19 Sep 2022.

Abstract: Non-state pension insurance is currently a highly-relevant and rapidly developing form of financial services in the Russian Federation. More and more citizens choose to supplement their state pension with a voluntary pension insurance contract. Non-state pension funds have a great responsibility to preserve and increase the funds of their clients. As a result, they keep looking for new ways to improve their investment strategy. This article features the current trends in the investment policy of Russian non-state pension funds and their development. The research included the methods of statistical and regression analyses, as well as a comparative analysis of the investment portfolios of Russian and foreign non-state pension funds, which revealed the effect of the structure of the investment portfolio on its profitability. Based on the best international practices and the Russian legislation, the main directions of development of domestic non-state pension funds included diversification, sustainable development, asset management companies, etc.
Keywords: private pension fund, pension system, investment portfolio, formation of an investment portfolio, management of an investment portfolio

© 2022. The Author(s). This article is distributed under the terms of the CC BY 4.0 International License

Citation: Sidorov I. Y., Kalacheva E. A. Investment Activity of Russian Non-State Pension Funds: Trends, Opportunities, and Prospects. *Vestnik Kemerovskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriia: Politicheskie, sotsiologicheskie i ekonomicheskie nauki*, 2022, 7(4): 536–548. (In Russ.) https://doi.org/10.21603/2500-3372-2022-7-4-536-548

Введение

Государственное пенсионное обеспечение в РФ испытывает все больше проблем: дефицит бюджета Пенсионного фонда России (ПФР), высокая инфляция, низкая доходность пенсионных накоплений, рост демографической нагрузки [1]. Граждане начинают рассматривать дополнительные способы поддержания своего уровня жизни в нетрудоспособном возрасте, обращая внимание на негосударственные пенсионные фонды (НПФ), которые осуществляют два вида деятельности – негосударственное пенсионное обеспечение (НПО) и обязательное пенсионное страхование (ОПС). Совокупность средств, предназначенных для исполнения НПФ обязательств перед участниками по пенсионным договорам, составляют пенсионные резервы. Совокупность средств, предназначенных для исполнения обязательств перед застрахованными лицами в соответствии с договорами об ОПС – пенсионные накопления[1].

Анализ деятельности НПФ в РФ за 2019–2021 гг. (табл. 1[2]) свидетельствует о положительной динамике основных ключевых показателей. Снижение наблюдается в количестве застрахованных лиц, что объясняется введением Правительством РФ моратория на перечисление страховых взносов в накопительную часть пенсии. При этом объемы формируемых пенсионных резервов и пенсионных накоплений в НПФ оцениваются в 1,5 трлн руб. и 3,0 трлн руб. соответственно.

За счет размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений НПФ обеспечивает генерацию ресурсов для исполнения своих обязательств и обеспечивает доходность операций. Чаще всего данную задачу выполняет управляющая компания, с которой у НПФ заключен соответствующий договор [3]. Чтобы ограничить доступ фондов к потенциально рискованным инвестиционным инструментам или сомнительным эмитентам, российское законодательство устанавливает не только требования к составу и структуре размещенных фондом средств, но и ограничения при размещении средств пенсионных резервов и инвестировании средств пенсионных накоплений[3] [4].

Несмотря на то, что перечень активов, разрешенных для использования при инвестировании средств пенсионных резервов и средств пенсионных накоплений, различается [5; 6], в последнее время в нормативных документах прослеживается сокращение разницы между правилами инвестирования пенсионных резервов и накоплений. Изменения производятся Центральным банком (ЦБ) поэтапно, чтобы НПФ могли подготовиться к ним, однако общий курс действий на ближайшее будущее представляется ясно – повышение защищенности интересов клиентов и снижение рисков. Список доступных объектов для инвестирования включает: государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ, облигации российских эмитентов, акции российских эмитентов, ценные бумаги международных финансовых организаций, паи индексных инвестиционных фондов, денежные средства в рублях и др. валютах, депозиты и др.[4]

Табл. 1. Основные показатели деятельности НПФ в РФ
Tab. 1. Key performance indicators of non-state pension funds in the Russian Federation

Показатели	2019	2020	2021	Темпы роста / снижения за период, %
Негосударственное пенсионное обеспечение				
Пенсионные резервы, млн руб.	1366446	1493012	1562660	1,14
Количество участников, человек	6186404	6176371	6205307	1,01
Количество действующих пенсионных договоров	2635764	2644506	2728189	1,04
Обязательное пенсионное страхование				
Пенсионные накопления, млн руб.	2853871	2973435	3038435	1,06
Количество застрахованных лиц, человек	37304039	37144030	36849340	98,80

[1] О негосударственных пенсионных фондах. ФЗ № 75-ФЗ от 07.05.1998. *СПС КонсультантПлюс.*

[2] Динамические ряды основных показателей деятельности негосударственных пенсионных фондов. URL: http://www.cbr.ru/statistics/RSCI/npf_stat/ (дата обращения: 12.06.2022).

[3] Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ. ФЗ № 111-ФЗ от 24.07.2002. *СПС КонсультантПлюс.*

[4] О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов. Указание Банка России № 5343-У от 05.12.2019 (ред. от 13.08.2020). *СПС КонсультантПлюс.*

Следует отметить, что акции иностранных эмитентов недоступны для размещения средств пенсионных накоплений и пенсионных резервов. Эти и другие нормативные ограничения четко указывают на то, что приоритетом в инвестиционной деятельности является безопасность средств участников и застрахованных лиц [7; 8]. Естественно, что данные приоритеты оставляют следы на инвестиционном портфеле фондов и в конечном итоге влияют на финансовый результат деятельности НПФ в России [9].

Сравнительный анализ инвестиционной деятельности российских и зарубежных НПФ используется для оценки того, как состав и структура инвестиционных портфелей влияет на их доходность [10]. Информационную базу исследования составили статистические публикации Банка России, Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Mercer и BlackRock, финансовая отчетность НПФ, действующих на российском рынке.

Результаты

Для определения трендов в инвестиционной политике российских НПФ проведен анализ состава и структуры их инвестиционных портфелей по размещению пенсионных резервов и пенсионных накоплений, результаты анализа сопоставлены с доходностью НПФ.

Рассматривая текущее состояние инвестиционных портфелей НПФ в РФ [11], нельзя опираться только на среднее значение долей соответствующих активов портфеле. Нужно определить, является ли распределение значений близким к нормальному. В противном случае среднее значение не будет являться репрезентативным, т. к. оно будет являться результатом усреднения поляризованных подходов к подбору инструментов в портфель.

В табл. 2[5] представлена структура инвестиционных портфелей по размещению пенсионных резервов российских НПФ на 31.12.2021 (из 41 НПФ, зарегистрированного на 31.12.2021, услуги по НПО оказывают 33 фонда).

Табл. 2. Структура инвестиционных портфелей по размещению пенсионных резервов НПФ России, %
Tab. 2. Investment portfolio structures: pension reserves of the non-state pension funds in Russia, %

Название НПФ	Государственные ценные бумаги	Облигации РФ	Акции РФ	Ценные бумаги субъектов РФ	Депозиты	Паи	Прочее
НПФ Сбербанка	48,40	35,30	8,20	3,10	2,60	–	2,40
ВТБ Пенсионный фонд	35,80	43,10	5,50	7,00	7,50	–	1,00
Волга-Капитал	18,80	59,60	4,10	2,60	6,60	1,60	6,80
Телеком-Союз	19,30	69,10	0,70	0,00	0,80	–	10,10
Открытие	34,30	51,30	2,90	0,00	1,30	3,10	7,40
Эволюция	24,60	60,50	5,90	0,10	0,70	7,20	0,40
Благосостояние	6,10	61,10	8,70	0,00	0,10	18,70	5,30
Атомгарант	1,90	60,70	0,00	2,00	16,30	–	19,10
Большой	9,30	76,50	0,80	6,00	0,10	–	7,40
Газфонд	22,32	48,52	0,19	0,00	0,82	26,50	1,66
Доверие	24,00	65,90	0,90	3,00	0,70	–	5,70
Достойное будущее	24,00	65,90	0,90	3,00	0,70	–	5,70
Национальный НПФ	18,20	65,10	5,00	5,60	3,90	–	2,30
Корабел	16,20	46,30	0,30	7,60	29,70	–	–
Первый промышленный альянс	30,20	56,30	3,50	6,80	3,00	–	–
Сургутнефтегаз	40,00	50,00	5,00	–	5,00	–	–
БУДУЩЕЕ	21,20	77,80	0,10	–	0,30	0,30	0,40
АКВИЛОН	31,90	60,10	–	1,60	0,20	–	6,30
Алмазная осень	40,90	40,30	–	3,20	1,00	–	7,30

[5] Пенсионные фонды и коллективные инвестиции. *ЦБ РФ*. URL: https://cbr.ru/statistics/RSCI/#a_41191 (дата обращения: 13.06.2022).

Название НПФ	Государственные ценные бумаги	Облигации РФ	Акции РФ	Ценные бумаги субъектов РФ	Депозиты	Паи	Прочее
Ингосстрах-Пенсия	21,10	61,50	9,10	7,90	–	–	0,50
Социум	34,00	56,70	5,70	–	3,60	–	–
Стройпром-Фонд	57,00	34,40	–	–	3,20	–	0,50
Альянс	17,00	81,00	–	1,00	–	–	–
Ростех	22,90	48,80	0,30	4,80	21,70	–	1,60
Транснефть	25,90	48,70	–	0,30	25,10	–	–
УГМК-Перспектива	21,90	71,50	0,70	–	0,40	5,40	0,20
Авиаполис	58,90	30,50	–	4,20	6,00	0,50	–
Профессиональный	41,50	19,70	24,00	–	6,30	–	9,00
Пенсионные решения	54,40	13,50	1,20	21,80	8,40	0,70	–
Ханты-Мансийский НПФ	8,60	58,00	–	1,50	7,70	19,30	4,90
АПК-Фонд	39,10	58,70	–	–	2,20	–	–
Гефест	34,30	53,90	1,00	10,40	0,20	–	0,10
Оборонно-промышленный фонд им. В. В. Ливанова	42,80	54,60	2,00	0,30	–	–	0,40

Наибольшую долю во всех портфелях занимают два актива: государственные ценные бумаги и облигации субъектов РФ. Соотношение между данными позициями также является наиболее неоднородным аспектом рассмотренных портфелей. Для других форм размещения значительные доли наблюдаются лишь в отдельных НПФ: «Атомгарант», «Корабел», «Ростех» и «Транснефть» имеют более 10 % средств в депозитах; «Пенсионные решения» и «Гефест» – более 10 % в ценных бумагах субъектов РФ; НПФ «Газфонд», «Благосостояние» и «Ханты-Мансийский НПФ» – более 10 % в паях.

В табл. 3 представлены средние значения по каждому классу активов, их минимальные и максимальные значения среди рассмотренных НПФ. НПФ в России не спешат выделять значительные доли активов на диверсификацию портфеля. Учитывая, что лимитом на особо рискованные активы является планка в 10 %, показатели использования активов наподобие акций выглядят несоразмерно малыми.

Нельзя говорить, что у НПФ в России нет интереса к более доходным активам. В 2019 г. ЦБ поступали просьбы о разрешении на использования структурных облигаций за рамками рискованных активов. НПФ хотели, чтобы ЦБ РФ приравнял данный актив, отличающийся большей потенциальной доходностью в сочетании с долей неопределенности, к обычным облигациям. Но мегарегулятор не одобрил данной инициативы, оценив этот шаг как слишком рискованный.

Табл. 3. Средние, минимальные и максимальные значения активов в структуре размещенных пенсионных резервов НПФ России, %
Tab. 3. Average, minimum, and maximum values of assets in the structure of pension reserves, %

Тип актива	Среднее	Минимум	Максимум
Государственные ценные бумаги	0,29	0,02	0,59
Облигации РФ	0,54	0,14	0,81
Акции РФ	0,03	–	0,24
Ценные бумаги субъектов РФ	0,03	–	0,22
Депозиты	0,05	–	0,30
Паи	0,03	–	0,26
Прочее	0,03	–	0,19

Под тенью политики ЦБ РФ НПФ в России опасаются приближать доли рисковых активов к их лимитам. Единственными неотъемлемыми способами размещения средств являются государственные ценные бумаги и облигации российских эмитентов. При этом значительно более высокую нижнюю планку имеют именно облигации. Каждый из рассмотренных активов в пиковом значении хоть раз преодолевал планку в 20 %, при чем по каждому из них данное значение было зафиксировано в разных НПФ.

Близким к нормальному распределению обладают государственные ценные бумаги и облигации. Это означает, что средние значения этих активов наиболее репрезентативны. Это происходит несмотря на то, что именно по этим активам значения имеют наибольший размах, постольку данные активы являются неотъемлемыми во всех портфелях НПФ в России и среди них не наблюдалось радикальных различий вплоть до 20 раз, как это происходит с другими позициями.

Чтобы оценить, существует ли значительная разница в подходах к инвестированию в активы у НПФ, все рассмотренные НПФ были разбиты на категории путем кластеризации методом средних. Так как в абсолютном значении единственными заметными группами являются НПФ либо с преобладанием государственных бумаг, либо перевесом в сторону облигаций, то кластеризация разделила НПФ на 2 группы. Для первой группы характерен перевес вложений в государственные ценные бумаги над вложениями в облигации; вложения в акции, ценные бумаги субъектов и депозиты выше среднего по стране. Во второй группе вложения в облигации перевешивают вложения в государственные ценные бумаги; вложения в акции, ценные бумаги субъектов и депозиты ниже среднего. Деление оказалось равномерным: в первую группу попало 16 НПФ, во вторую – 17.

Для чистоты сравнения представлено сопоставление уже стандартизированных данных, которое дает возможность оценить разницу между двумя предполагаемыми группами по всем пунктам портфеля. Структура размещенных пенсионных резервов в различных НПФ России не показывает большого разнообразия. Даже у двух выделенных групп различия невысоки.

Для подтверждения данного вывода проводился однофакторный дисперсионный анализ влияния принадлежности НПФ к одному из двух выделенных кластеров на доходность портфеля в рассматриваемом периоде. Так как P-значение = 0,12955, то можно утверждать, что влияние принадлежности к выделенным кластерам является статистически незначимым. Это говорит о том, что преобладание государственных ценных бумаг или облигаций не оказало значимого влияния на доходность портфеля в данном периоде. При этом НПФ с преобладанием облигаций в портфеле в большинстве случаев имели большую доходность. Все же следует сделать вывод, что структура портфелей по размещению пенсионных резервов НПФ в РФ является однородной.

Проведем схожий анализ для размещенных средств пенсионных накоплений российских НПФ и оценим текущие тренды в изменении долей активов в портфелях. Целью размещения пенсионных накоплений является сохранение средств застрахованных лиц в еще большей степени, чем в случае размещения пенсионных резервов. В случае с пенсионными накоплениями ограничений на выбор используемых инструментов и их допустимые доли становится еще больше.

В табл. 4[6] представлена структура инвестиционных портфелей по размещению пенсионных накоплений НПФ России на 31.12.2021 (из 41 НПФ, зарегистрированного на 31.12.2021, услуги по ОПС оказывают 24 фонда).

В НПФ России доминирующее положение в структуре портфелей занимают облигации. Интересным является тот факт, что для пенсионных накоплений категория прочих инвестиций является более диверсифицированной, нежели для пенсионных резервов. Объясняется это потребностью

Табл. 4. Структура инвестиционных портфелей по размещению пенсионных накоплений НПФ России, %
Tab. 4. Investment portfolio structure for pension savings of non-state pension funds, %

НПФ	Государственные ценные бумаги	Облигации РФ	Акции РФ	Ценные бумаги субъектов РФ	Депозиты	Прочее
НПФ Сбербанка	50,0	35,5	10,4	2,2	0,6	1,2
Газфонд	30,3	51,5	11,9	2,0	0,1	4,1
БУДУЩЕЕ	11,3	84,0	1,8	–	0,3	2,6
Открытие	38,0	41,6	3,7	4,2	9,0	3,6
Доверие	21,0	70,1	1,0	4,3	0,1	3,6
ВТБ Пенсионный фонд	30,3	48,1	6,9	5,1	7,0	2,5
Гефест	27,8	51,0	13,0	8,0	–	0,2
Оборонно-промышленный фонд им. В. В. Ливанова	33,4	61,1	2,7	1,6	–	1,1

[6] Пенсионные фонды…

НПФ	Государственные ценные бумаги	Облигации РФ	Акции РФ	Ценные бумаги субъектов РФ	Депозиты	Прочее
Первый промышленный альянс	23,9	61,6	5,4	8,1	1,0	0,1
БОЛЬШОЙ	9,0	83,8	1,1	1,8	–	4,4
Достойное БУДУЩЕЕ	21,0	70,1	1,0	4,3	0,1	3,6
НПФ Эволюция	28,1	66,1	1,4	0,2	0,2	4,0
АКВИЛОН	18,5	59,2	3,7	8,5	1,6	8,4
Телеком-Союз	19,3	69,1	0,7	–	0,8	10,1
УГМК-Перспектива	23,0	66,8	0,8	6,9	–	2,5
Социум	24,2	66,5	9,3	0,0	–	–
Волга-Капитал	19,4	70,1	3,4	0,7	–	6,4
Профессиональный	72,4	23,6	–	–	4,1	–
Сургутнефтегаз	40,0	50,0	5,0	–	5,0	–
Национальный НПФ	15,9	68,3	5,1	4,5	4,1	2,1
Ростех	23,2	67,9	–	8,8	0,1	–
Алмазная осень	36,0	55,9	–	2,7	–	5,1
Ханты-Мансийский НПФ	25,5	59,5	1,3	3,7	1,6	8,4
Альянс	31,0	59,0	–	10,0	–	–

повысить устойчивость инвестиционного портфеля за счет использования большего спектра инструментов. Однако далее на практике будет представлено, что колебания доходности для пенсионных накоплений оказались выше.

В табл. 5 представлены средние значения для каждого актива, их минимальные и максимальные значения в рассмотренной группе.

Сравнивая результаты табл. 2 и табл. 4, можно сделать несколько выводов. Средние значения для государственных ценных бумаг, акций, ценных бумаг субъектов РФ и прочих инвестиций аналогичны. Основные отличия проявляются по статьям облигаций, доля которых в пенсионных накоплениях выросла, и депозитов и паев, доля которых в портфеле уменьшилась.

Табл. 5. Средние, минимальные и максимальные значения активов в структуре размещенных пенсионных накоплений НПФ России, %
Tab. 5. Average, minimum, and maximum values of assets in the structure of pension savings, %

Активы	Среднее	Минимум	Максимум
Государственные ценные бумаги	0,280217	0,089600	0,723500
Облигации РФ	0,600117	0,235700	0,840400
Акции РФ	0,037313	–	0,129900
Депозиты	0,014896	–	0,089700
Ценные бумаги субъектов РФ	0,036475	–	0,100000
Прочее	0,030733	–	0,100800

Минимальный размер вложений в облигации и ценные бумаги государства вырос на 10 % и 6 % соответственно. Остальные активы остались опциональными. Максимальный размер вложений в акции, ценные бумаги субъектов РФ, депозиты и прочие инвестиции сократился вдвое, заняв положение на границе 10 %.

При размещении пенсионных накоплений НПФ еще меньше позволяют себе отклоняться от вложений в государственные ценные бумаги или облигации. Спектр допустимых для них инструментов сужается, а необходимость исполнить свои обязательства перед клиентами пенсионного возраста повышается.

В структуре пенсионных накоплений различных НПФ России наблюдается еще меньше различий. Оценить это можно, рассмотрев стандартные отклонения от средних значений для всех групп активов, пенсионных резервов и накоплений (табл. 6). В среднем стандартное отклонение среди пенсионных накоплений меньше отклонения по пенсионным резервам на 38 %.

Оценим, оказывало ли преобладание облигаций или ценных бумаг РФ влияние на доходность портфелей аналогично пенсионным резервам, используя кластеризацию методом средних по стандартизированным данным. Кластеризация выделила 2 группы НПФ.

Для портфелей 1 группы характерны высокие доли облигаций, ценных бумаг субъектов РФ и прочих инвестиций. Доля оставшихся активов ниже средней. Во 2 группе значительно выше средних доли государственных ценных бумаг, акций и депозитов. Доля ценных бумаг субъектов РФ выше среднего, а доля облигаций значительно ниже среднего.

Табл. 6. Стандартное отклонение пенсионных резервов и накоплений
Tab. 6. Standard deviation of pension reserves and savings

Актив	Пенсионные резервы	Пенсионные накопления
Государственные ценные бумаги	0,143273	0,132166
Облигации РФ	0,154408	0,139379
Акции РФ	0,047266	0,03939
Ценные бумаги субъектов РФ	0,044542	0,024874
Депозиты	0,075196	0,032526
Паи	0,063959	–
Прочее	0,042953	0,029457

Сравнивая деление НПФ по размещению пенсионных резервов и пенсионных накоплений, можно выделить следующие отличия: в случае с пенсионными резервами, 2 группа совмещала высокие доли акций, ценных бумаг субъектов РФ и депозитов, в то время как среди пенсионных накоплений доли акций и депозитов крайне выше среднего.

Распределение частот среди финансовых инструментов при размещении пенсионных накоплений аналогично распределению для пенсионных резервов. Нормальное распределение наблюдается по активам, имеющим наибольшие доли в портфеле. По этим же активам наблюдается самый большой размах значений. Распределение «необязательных» активов более хаотично. Частому появлению высоких значений доли в портфеле противопоставляется множество НПФ, предпочитающих применять лишь малые доли по тем же активам. Среднее значение по таким активам не столь репрезентативно, но это не является критически важным в масштабе всей инвестиционной стратегии НПФ.

Чтобы проверить, повторится ли ситуация пенсионных резервов, где проведенное деление не сыграло роли в определении доходности портфеля с пенсионными накоплениями, проведен дисперсионный анализ влияния принадлежности к выделенным группам на доходность фонда.

Не каждый НПФ, предоставляющий услуги по добровольному пенсионному страхованию, может заниматься размещением пенсионных накоплений [12]. Соответственно, число таких НПФ меньше, что уменьшает число организаций со схожими портфелями и финансовыми результатами. Разброс значений показателя доходности размещенных накоплений больше, чем для размещенных пенсионных резервов.

По результатам дисперсионного анализа влияния состава портфеля на доходность, модель показала P-значение = 0,00894, что указывает на статистическую значимость в отличие от модели пенсионных резервов. Это означает, что по итогам 2021 г. портфели НПФ с преобладанием сочетания государственных ценных бумаг и акций показали статистически значимое превосходство в доходности по сравнению с портфелями, в которых основную долю занимали облигации. Разница в средней доходности составила 1,5 %, разделив финансовый результат двух групп на 2,5 % и 4 % соответственно.

По итогам расчетов, можно сделать следующие выводы:

1. Доходность размещенных пенсионных накоплений в России колеблется сильнее, нежели доходность пенсионных резервов.
2. Отклонения от средних значений по типам активов для пенсионных резервов больше, чем для накоплений.
3. Среди НПФ России распространены два вида инвестиционного портфеля: с преобладанием государственных ценных бумаг и с преобладанием облигаций в качестве основного актива.
4. Преобладание того или иного актива в структуре портфеля не является статистически значимым при рассмотрении его влияния на доходность пенсионных резервов.
5. Преобладание того или иного актива в структуре портфеля является статистически значимым при рассмотрении его влияния на доходность пенсионных накоплений.
6. Сочетание высоких долей государственных ценных бумаг и акций показало большую доходность, нежели преобладание облигаций.

Данные расчеты являются справедливыми в условиях 2021 г. Чтобы оценить более широкий тренд в изменении состава инвестиционных портфелей НПФ и проанализировать влияние изменений доли конкретных активов на доходность, потребуется рассмотреть средние показатели доходности и доли финансовых инструментов российских НПФ за больший промежуток времени. Статистика, собранная на основе доступных данных в отчетах ЦБ о деятельности НПФ в РФ, представлена в табл. 7[7].

В 2017–2021 гг. можно наблюдать плавные изменения с четко выделенными направлениями. Данные сдвиги в структуре портфелей в большей степени отражают реакцию НПФ на изменения в законодательстве, постепенно подстраиваясь под требования ЦБ РФ. Изменения в инвестиционной политике происходили на уровне индивидуальных НПФ как реакция на текущие рыночные условия.

[7] Пенсионные фонды…

Табл. 7. Средние показатели структуры портфелей НПФ по пенсионным резервам, 2017–2021, %
Tab. 7. Average indicators of the portfolio structure of non-state pension funds by pension reserves in 2017–2021, %

Год	Квартал	Облигации	Государственные ценные бумаги	Акции	Паи ПИФ	Прочее	Доходность
2017	I	29,9	7,2	24,0	11,5	27,4	8,6
	II	34,6	7,0	22,5	16,1	19,8	
	III	36,0	7,8	21,6	16,5	18,1	
	IV	35,3	9,1	19,8	17,5	18,3	
2018	I	37,9	8,1	19,8	16,9	17,3	6,1
	II	36,8	11,1	18,3	18,4	15,4	
	III	38,2	14,3	16,4	18,1	13,0	
	IV	39,1	14,2	12,2	18,0	16,5	
2019	I	40,3	14,3	12,5	17,8	15,1	8,7
	II	40,8	14,8	12,6	17,4	14,4	
	III	42,6	15,4	11,6	17,0	13,4	
	IV	43,9	12,9	11,3	17,0	14,9	
2020	I	45,9	11,3	11,1	16,7	15,0	6,9
	II	47,0	11,4	10,8	16,1	14,7	
	III	47,0	12,1	10,8	15,6	14,5	
	IV	47,1	14,0	11,0	14,7	13,2	
2021	I	46,1	16,5	10,1	14,2	13,1	3,1
	II	47,8	16,7	9,9	13,8	11,8	4,1
	III	50,5	15,6	10,0	13,2	10,7	4,6

Табл. 8. Средние показатели структуры портфелей НПФ по пенсионным накоплениям, 2017–2021, %
Tab. 8. Average indicators of the portfolio structure of non-state pension funds by pension savings in 2017–2021, %

Год	Квартал	Облигации	Государственные ценные бумаги	Акции	Прочее	Доходность
2017	I	48,80	6,60	16,00	28,60	3,80
	II	50,90	9,70	17,80	21,60	3,80
	III	49,90	17,80	16,40	16,00	3,80
	IV	48,20	21,80	12,80	17,20	3,80
2018	I	45,70	18,80	12,00	23,50	0,10
	II	44,70	27,80	10,10	17,40	0,10
	III	44,30	35,10	9,20	11,40	0,10
	IV	46,80	35,70	7,40	10,10	0,10
2019	I	47,80	35,10	7,20	9,90	10,70
	II	51,60	33,30	7,40	7,70	10,70
	III	52,80	33,50	5,80	7,90	10,70
	IV	51,40	29,90	6,20	12,50	10,70
2020	I	51,80	29,90	5,40	12,90	7,20
	II	54,00	29,10	5,50	11,40	7,20
	III	53,90	29,50	5,50	11,10	7,20
	IV	52,90	30,90	6,20	10,00	7,20
2021	I	52,20	32,40	6,10	9,30	4,10
	II	51,40	32,70	6,00	9,90	5,00
	III	53,00	32,00	6,40	8,60	5,50

Для пенсионных резервов доля акций и прочих инвестиций (депозиты, денежные средства) уменьшалась. Доля государственных ценных бумаг и облигаций за данный период, напротив, выросла до текущего доминирующего положения во всех инвестиционных портфелях российских НПФ. Единственным типом активов, не показавшим отчетливой тенденции в данном периоде, были паи ПИФ.

По аналогии с пенсионными резервами, в табл. 8[8] представлены изменения в пенсионных накоплениях за тот же период.

Тенденции изменений в структуре пенсионных накоплений совпадают с тенденциями для пенсионных резервов. Можно отметить, что доля государственных ценных бумаг на протяжении всего периода была крайне высока, поэтому прирост был не столь большой. Доля облигаций, в начале периода почти равная для пенсионных накоплений и пенсионных резервов, к концу 2021 г. оказалась в 2 раза больше для пенсионных накоплений – 32 % и 15,6 % соответственно. Также стоит отметить сильные колебания доходности размещенных накоплений, верхние и нижние значения которых больше в размахе, чем у пенсионных резервов за тот же промежуток времени.

Рассмотрев доходность НПФ различных стран за прошедшие периоды, можно увидеть в какой степени доходность и ее изменения зависели от общей экономической ситуации и как на них повлиял подход НПФ к отбору активов. На основании ежегодных отчетов ОЭСР[9] составлена табл. 9, в которой представлена доходность НПФ различных стран.

[8] Пенсионные фонды…

[9] Investment results. *Government Pension Investment Fund*. URL: https://www.gpif.go.jp/en (дата обращения: 13.06.2022).

Табл. 9. Средняя доходность НПФ по странам, 2014–2020, %
Tab. 9. Average profitability of non-state pension funds by country in 2014–2020, %

Страна	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Мексика	9,3	10,2	–4,9	1,5	–0,4	–0,8	4,7
Исландия	7,6	11,6	1,8	5,3	–0,3	7,4	7,1
Дания	7,5	10,1	–1,3	3,9	5,9	0,8	16,6
Коста-Рика	7,1	11,8	3,6	3,7	6,4	12,3	2,3
Нидерланды	6,5	13,7	–3,1	4,5	7,2	0,6	15,1
Турция	6,1	7,4	–9,4	2,9	2,1	–5,9	5,6
Норвегия	6,0	8,1	–3,4	6,1	2,0	1,9	5,1
США	5,9	10,1	–6,7	7,5	2,0	–1,1	3,6
Израиль	5,8	10,8	–0,2	7,1	3,7	3,6	5,8
Литва	4,9	7,1	–6,0	0,3	2,6	4,6	7,5
Эстония	4,8	6,6	–5,5	–0,1	1,0	2,1	4,7
Финляндия	4,6	10,5	–2,6	6,7	4,0	5,3	6,2
Греция	4,5	9,4	–1,4	6,9	4,3	4,6	6,5
Португалия	4,1	7,4	–1,8	3,2	0,6	2,1	6,9
Италия	3,3	5,5	–2,8	2,0	2,0	1,7	5,7
Чили	2,7	11,9	–1,0	5,6	1,5	1,5	8,1
Словения	2,6	3,9	–1,9	2,2	6,9	2,4	6,7
Латвия	2,4	7,4	–6,7	0,8	–	1,6	4,9
Канада	1,9	6,7	0,7	5,7	4,0	5,1	7,8
Испания	1,9	7,7	–4,3	2,2	1,0	2,0	8,0
Австрия	1,3	9,2	–7,1	3,7	2,6	1,2	6,2
Венгрия	1,1	5,2	–4,3	4,7	4,8	3,7	9,6
Словакия	1,0	3,3	–2,0	0,4	2,5	0,8	3,9
Австралия	–0,2	4,6	5,6	7,3	1,9	6,4	8,9
Чехия	–1,2	–1,4	–1,6	–1,8	–1,2	0,9	1,2
Польша	–4,8	–2,2	–11,1	14,5	8,3	–6,1	–
Россия	–	4,9	–1,4	2,4	5,4	–2,0	–7,4

Как уже упоминалось на примере России, помимо инвестиционной стратегии конкретных фондов, действующих в допустимых законодательством их страны рамках, на доходность также будет влиять общее состояние мировой экономики.

Будет справедливо отметить, что в странах с большей свободой допустимых для использования активов, применяемые портфели НПФ будут разнообразнее, что делает среднее значение доходности множества различных НПФ и средние значения долей активов в структуре портфеля менее репрезентативными. Нельзя утверждать, что структура портфелей множества НПФ для всех приведенных стран так же однородна, как и в России в настоящее время. Однако в рамках данного исследования анализ и последующие выводы будут исходить из гипотезы о том, что распределение рассматриваемых доходностей и долей активов в составе инвестиционных портфелей различных стран подчиняются нормальному закону распределения и наибольшее число фондов в стране имеет показатели, приближенные к средним.

Принимая данные допущения, рассмотрим колебания доходности, общие для НПФ по странам мира. Основные падения в доходности произошли в 2015, 2018 и 2020 гг. Резкий рост доходности произошел в 2019 г.; 2016 и 2017 гг. оказались нейтральными. Основную часть рассматриваемого периода Россия попадала в рамки общей тенденции. Исключением стал 2015 г., в котором Россия показала результат, диаметрально противоположный остальному миру – значительный прирост в доходности. В 2014 г. доходность российских НПФ значительно отставала по сравнению с остальными НПФ по странам, но начиная с 2015 г. финансовые результаты фондов РФ встали в ряд с зарубежными аналогами.

В табл. 10 представлены средние, минимальные и максимальные значения показателя доходности среди НПФ всех рассмотренных стран за период 2014–2020 гг. и показатели НПФ в России для сравнения. Этот период в целом был тяжелым для российских НПФ, при этом в начале данного временного промежутка происходили значительные изменения в законодательной базе, регулирующей НПФ. В 2014 г. Россия имела самую низкую доходность среди представленных стран, однако в дальнейшем подобных ситуаций не наблюдалось.

Российские НПФ все еще отставали от средних значений по миру, но уже не замыкали рейтинг по доходности в роли аутсайдера. Российские фонды ни разу не возглавляли список наиболее доходных, но это и не являлось целью Центробанка, вносившего множественные

Табл. 10. Средние, минимальные и максимальные значения доходности за каждый год периода 2014–2020 среди всех стран, %
Tab. 10. Average, minimum, and maximum international profitability values per year in 2014–2020, %

Год	Средние значения доходности НПФ	Среднее значение доходности российских НПФ	Минимальные значения доходности НПФ	Максимальные значения доходности НПФ
2014	6,20	–7,40	–7,42	16,61
2015	2,11	–2,00	–6,09	12,32
2016	2,99	5,40	–1,22	8,28
2017	4,04	2,40	–1,77	14,48
2018	–2,92	–1,40	–11,07	5,56
2019	7,46	4,90	–2,22	13,71
2020	3,71	–	–4,83	9,27

изменения в порядок работы НПФ РФ. Приоритетом являлась сохранность средств клиентов. В определенной степени решения ЦБ РФ оказались успешными. Вероятность убыточности размещенных средств снизилась, потери средств стали менее ощутимыми. Половину рассматриваемого периода времени инвестиции НПФ оказались убыточными.

Чтобы подтвердить предположение, что выбор конкретных бумаг в отведенных долях активов сыграл большую роль, чем сами доли активов, был проведен регрессионный анализ статистических данных о распределении активов НПФ вышеуказанных стран за 2014–2020 гг.[10] В табл. 11. представлены результаты однофакторного анализа влияния каждого актива на доходность портфеля. Единственным значимым активом на основании P-значения стала группа денежных средств и депозитов, значимая на уровне 98 %. При этом исходя из значений R (коэффициент детерминации), вклад изменения данного показателя на изменение результирующего фактора слишком мал. При проведении многофакторного анализа существует проблема в виде мультиколлениарности переменных, что снизит точность модели. Результаты многофакторного анализа также представлены в табл. 11. Ожидаемо, модель показала низкий коэффициент детерминации и низкую или полностью отсутствующую значимость по всем активам.

Даже между портфелями с равными долями, выделенными под конкретные активы, существует разница в наполнении. Речь идет о выборе конкретных бумаг. Тут вступает в роль законодательство индивидуальных стран. А именно – возможность инвестировать в бумаги зарубежных стран. Каждое государство имеет разный подход к инвестициям за рубеж. По законодательству российские НПФ не могут инвестировать в иностранные ценные бумаги, за исключением небольшой доли в рамках инструментов коллективного инвестирования.

Будет ли изменение данного подхода правильным решением, зависит от внешнеполитической ситуации. Пенсионное обеспечение является социально чувствительной областью, в которой нельзя допускать риски в условиях нестабильной ситуации. В то же время Россия – развивающаяся страна, ее ценным бумагам свойственны большие риски и меньшая стабильность [13; 14]. Однако при изменении условий в лучшую сторону, состав инвестиционных портфелей НПФ России, имеющий в среднем схожесть с одними из самых доходных портфелей среди рассмотренных стран, может показать высокий финансовый результат [15].

Исследование изменений инвестиционных портфелей НПФ в разных странах в последние годы позволило выявить следующие тенденции [16]:

- использование альтернативных инструментов с фиксированной доходностью для размещения пенсионных средств в целях дальнейшей диверсификации инвестиций и связанные с использованием данных инструментов сдвиги в структуре портфелей;
- изменение географического направления инвестиций и предшествующие данным изменениям корректировки в законодательстве.

Табл. 11. Регрессионный анализ влияния изменения долей активов на доходность портфелей НПФ
Tab. 11. Regression analysis of the impact of changes in asset shares on the profitability of the portfolios of non-state pension funds

Акции	Векселя и облигации	Денежные средства и депозиты	Схемы коллективного инвестирования (когда просмотр состава невозможен)	Прочее
Однофакторный анализ				
P-Значение				
0,177738929	0,934756038	0,025299418	0,387799739	0,736472055
F				
1,938568702	0,006856533	5,759704106	0,776299974	0,116158576
Множественный R				
0,284571569	0,017651161	0,455504498	0,184617642	0,072472091
R-квадрат				
0,080980978	0,000311563	0,207484348	0,034083674	0,005252204
Многофакторный анализ				
P-Значение				
0,383054532	0,514723104	0,111817367	0	0

Прим.: Характеристики многофакторной модели: F – 1,601464953; Значимость F – 0,210241549; R-квадрат – 0,252141036; Множественный R – 0,502136471.

[10] Investment results...

Однако российским НПФ будет сложно перенять подобный опыт в связи с рядом различий в допустимых для НПФ возможностях в разных странах. Более 90 % акций, в которые инвестируют НПФ Европы, являются зарубежными. Данная стратегия прекрасно проявила себя в уменьшении рисков и повышении доходности размещения средств в акции, что привело к популяризации данного подхода среди НПФ в других странах мира. Однако в России инвестиции в акции зарубежных эмитентов запрещены, а допустимая доля акций в составе размещенных средств крайне ограничена по сравнению с европейскими странами.

Еще одним, возможно, наиболее универсальным трендом во всех сферах, связанных с инвестиционной деятельностью, является повестка устойчивого развития и экологического, социального и корпоративного управления (ESG). Инвесторы все чаще переключают внимание на подобные общие рыночные тенденции. Поскольку НПФ также являются распорядителями крупных сумм денежных средств, предназначенных для дальнейшего размещения, то они все чаще вливаются в данный тренд [17].

В данной работе совершенствование инвестиционной деятельности преимущественно рассматривалось лишь как увеличение финансовой отдачи или способность предотвратить потерю потенциальной покупательной способности размещенных средств, что является основными задачами любых пенсионных фондов. Однако развитие ESG-повестки представляет собой новый способ совершенствования инвестиций.

Спад на рынке, начавшийся с 2000-х гг., в том числе из-за пандемии, продемонстрировал, что НПФ необходимо повысить устойчивость своего портфеля и защитить его от убытков. Климатический риск и переход к нулевому углеродному балансу представляют собой одни из крупнейших будущих рыночных событий и тщательный ESG-анализ может помочь создать более надежные портфели. Предотвращение ущерба, связанного с изменением климата, поможет предотвратить экономический спад и повысить доходность рисковых активов. Перераспределение в пользу устойчивых рисков сохраняет ожидаемую доходность среднего пенсионного портфеля при небольшом снижении риска. Все чаще звучат мнения, что климатический риск является инвестиционным риском. Инвестиции, которые учитывают подверженность углеродным и климатическим рискам в структуре портфеля, могут помочь снизить риск, вызванный возможной переоценкой активов, ужесточением регулирования и изменением потребительских предпочтений.

Интерес к устойчивым инвестициям растет во всем мире. В некоторых случаях этот процесс ускорила пандемия COVID-19. Например, в июле 2020 г. правительство Южной Кореи объявило о «Новом зеленом курсе», сумма вложений в который составляет около $94,5 млрд и предназначена для инвестирования в течение следующих нескольких лет с целью помочь экономике страны оправиться от спада, связанного с COVID-19. В конечном итоге это может увеличить внимание к ESG-повестке и поможет продвигать ESG-тематическое инвестирование в долгосрочной перспективе.

В Латинской Америке несколько пенсионных фондов Чили, Колумбии и Перу присоединились к программам ответственного инвестирования. Ожидается, что вскоре правительства этих стран выпустят дополнительное руководство по инвестициям в этих зонах.

В Бразилии более 200 местных пенсионных планов (21 %) указывают, что у них есть политика ответственного инвестирования, еще 56 % отметили, что им может понадобится помощь в реализации такого плана или они намерены создать его в ближайший срок. В Мексике в 2022 г. вступают в силу новые правила, регулирующие ESG в рамках AFORES (группа компаний, авторизированная государством заниматься размещением пенсионных средств).

Устойчивое инвестирование стало растущей областью интереса для инвесторов и правительств стран Ближнего Востока, Африки и Азии. В Гонконге и на Тайване в рамках инвестиционных решений учитываются факторы ESG, а индийские взаимные фонды начали запускать ESG-ориентированные предложения. Южная Корея и Филиппины продемонстрировали это, инвестируя в зеленые облигации. В Японии ESG представляет интерес для корпоративных пенсий [18].

В отличие от других трендов, таких, как диверсификация в альтернативные финансовые инструменты и инвестиции за рубеж, повестка ESG более осуществима в РФ – российское законодательство не станет препятствием в данном вопросе.

Заключение

Деятельность НПФ имеет значение не только для клиентов этих финансовых институтов, но и для экономики государства в целом, т. к. аккумулируемые ими ресурсы представляют собой огромный инвестиционный потенциал. Было подтверждено, что значимую роль в доходности инвестиционных портфелей НПФ играют факторы помимо самой структуры портфеля. Было выявлено, что состав инвестиционных портфелей НПФ России в среднем имеет схожесть с одними из самых доходных портфелей иностранных НПФ.

Предполагая, что для повышения доходности российские НПФ могут ориентироваться на опыт зарубежных коллег, проведено исследование инвестиционных стратегий, которые в последнее время взяты на вооружение НПФ в различных странах. Определено, что иностранные НПФ ориентируются на диверсификацию используемых активов в нестандартные инструменты и расширение области инвестиций на иностранные рынки, что неприемлемо для российских НПФ в силу законодательных ограничений и геополитической ситуации. Наиболее перспективным направлением в инвестиционной политике отечественных НПФ является стратегия устойчивого развития и ESG.

Конфликт интересов: Авторы заявили об отсутствии потенциальных конфликтов интересов в отношении исследования, авторства и / или публикации данной статьи.
Conflict of interests: The authors declared no potential conflicts of interests regarding the research, authorship, and / or publication of this article.

Критерии авторства: И. Ю. Сидоров – формальный анализ, проведение исследования. Е. А. Калачева – концептуализация, составление методологии.
Contribution: I. Y. Sidorov – formal analysis, investigation. E. A. Kalacheva – conceptualization, methodology.

Литература / References

1. Криулин В. А., Босердт Н. Ю., Халина В. А. Оценка уровня достаточности финансового обеспечения пенсионного фонда РФ. *Политика, экономика и инновации*. 2018. № 1. [Kriulin V. A., Boserdt N. Yu., Halina V. A. Evaluation of adequacy of financial security of the pension fund of the Russian Federation. *Politika, ekonomika i innovatsii*, 2018, (1). (In Russ.)] EDN: YUZBFF
2. Андросова Л. Д. Негосударственные пенсионные фонды в современной финансовой системе России. *Инновационная наука*. 2017. Т. 1. № 3. С. 120–125. [Androsova L. D. Non-state pension funds in the modern financial system of Russia. *Innovatsionnaia nauka*, 2017, 1(3): 120–125. (In Russ.)] EDN: YGFDGZ
3. Коньков К. А. Негосударственный пенсионный фонд как субъект инвестиционного правоотношения. М.: Проспект, 2018. 160 с. [Konkov K. A. *Non-state pension fund as a subject of investment legal relationship*. Moscow: Prospekt, 2018, 160. (In Russ.)] https://doi.org/10.31085/9785392278237-2018-160
4. Паплаускас Д. А. Инвестиционная деятельность пенсионных фондов Российской Федерации. *Молодой ученый*. 2019. № 52. С. 389–391. [Paplauskas D. A. Investment activity of pension funds of the Russian Federation. *Molodoi uchenyi*, 2019, (52): 389–391. (In Russ.)] EDN: MYORPN
5. Маматказин И. Р. Сравнительный анализ правовой природы и сущности пенсий по обязательному пенсионному страхованию и негосударственному пенсионному обеспечению. *Ex jure*. 2022. № 1. С. 116–130. [Mamatkazin I. R. Comparative analysis of the legal nature and essence of pensions for compulsory pension insurance and private pension provision. *Ex jure*, 2022, (1): 116–130. (In Russ.)] EDN: NCRQHS
6. Фатхлисламова Г. Ф. Сравнительный анализ развития накопительной компоненты пенсионной системы и негосударственного пенсионного страхования России. *Экономическое развитие России*. 2019. Т. 26. № 7. С. 65–75. [Fatkhlislamova G. F. Comparative analysis of the development of accumulative component of the pension system and non-governmental pension insurance of Russia. *Russian Economic Development*, 2019, 26(7): 65–75. (In Russ.)] EDN: TPVDSB
7. Полын Е. С. Инвестиционная деятельность негосударственных пенсионных фондов. *Новая наука: теоретический и практический взгляд*: междунар. науч. периодическое издание по итогам Междунар. науч.-прак. конф. (Ижевск, 04 апреля 2017 г.) Ижевск: Агентство международных исследований, 2017. С. 172–176. [Polyn E. S. Investment activity of non-state pension funds. *New science: theoretical and practical view*: Internat. Sci. Periodical based on the results of Internat. Sci.-Prac. Conf., Izhevsk, 4 Apr 2017. Izhevsk: Agentstvo mezhdunarodnykh issledovanii, 2017, 172–176. (In Russ.)] EDN: YKERSB
8. Юрьева И. А., Масюк Н. Н., Васюкова Л. К. Современные тенденции развития негосударственных пенсионных фондов в условиях реформирования пенсионной системы России. *Азимут научных исследований: экономика и управление*. 2017. Т. 6. № 4. С. 290–293. [Iuryeva I. A., Masyuk N. N., Vasyukova L. K. Modern tendencies of development of non-governmental pension funds under the reforming of the pension system of Russia. *Azimuth of Scientific Research: Economics and Administration*, 2017, 6(4): 290–293. (In Russ.)] EDN: YNDVME
9. Бончик В. М. *Негосударственные пенсионные фонды. Финансовая устойчивость и актуарные расчеты*. М.: Дашков и К, 2014. 208 с. [Bonchik V. M. *Non-state pension funds. Financial stability and actuarial calculations*. Moscow: Dashkov i K, 2018. 208. (In Russ.)] EDN: TYWNVF
10. Гордиенко М. С., Жадяева М. С., Алиев А. А. Анализ эффективности негосударственного пенсионного фонда. М.; Берлин: Директ-Медиа, 2021. 88 с. [Gordienko M. S., Zhadiaeva M. S., Aliyev A. A. *Analysis of the effectiveness of a non-state pension fund*. Moscow; Berlin: Direkt-Media, 2021, 88. (In Russ.)] EDN: LCVVEE
11. Мамий Е. А., Акопян Э. Г. Состояние и перспективы развития негосударственного пенсионного обеспечения в России. *Экономика устойчивого роста*. 2019. № 1. С. 38–48. [Mamiy E. A., Akopyan E. G. The situation and perspectives of the non-state pension provision in Russia. *Economics of sustainable development*, 2019, (1): 38–48. (In Russ.)] EDN: ZCNZFB
12. Ершова И. В., Петраков А. Ю. Инвестиционное право. М.: Проспект, 2021. 304 с. [Ershova I. V., Petrakov A. Iu. *Investment law*. Moscow: Prospekt, 2021. 304. (In Russ.)]
13. Кремповая Н. Л. Перспективы развития НПФ в России. *Научный вестник: финансы, банки, инвестиции*. 2016. № 4. С. 68–70. [Krempovaia N. L. Prospects for the development of non-state pension funds in Russia. *Nauchnyi vestnik: finansy, banki, investitsii*, 2016, (4): 68–70. (In Russ.)] EDN: VYDMVR

14. Исмагилова Т. В., Михайлов В. С., Шакиев В. А., Азнабаева Г. Х. Экономические проблемы и перспективы развития НПФ. *Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования*. 2015. № 1. С. 61–68. [Ismagilova T. V., Mikhailov V. S., Shakiev V. A., Aznabaeva G. H. Economic problems and prospects for the development of NPFs. *Innovatsionnaia ekonomika: perspektivy razvitiia i sovershenstvovaniia*, 2015, (1): 61–68. (In Russ.)] EDN: TTGUEV
15. Красильников Е. В. Перспективы развития негосударственных пенсионных фондов в России. *Вестник науки*. 2020. Т. 2. № 6. С. 94–97. [Krasilnikov E. V. Prospects for the development of non-state pension funds in Russia. *Vestnik nauki*, 2020, 2(6): 94–97. (In Russ.)] EDN: EAHZTX
16. Кравченко Е. В. Особенности функционирования зарубежных пенсионных систем в современных условиях. *Современные фундаментальные и прикладные исследования*. 2019. № 2. С. 48–51. [Kravchenko E. V. Features of functioning of foreign pension systems in modern conditions. *Modern fundamental and applied researches*, 2019, (2): 48–51. (In Russ.)] EDN: TOEYFE
17. Финогенова Ю. Ю., Нейман Р. А. Перспективы ESG-инвестирования пенсионных активов. *Аудиторские ведомости*. 2022. № 1. С. 73–81. [Finogenova Yu. Yu., Neumann R. A. Prospects for ESG investment of pension assets. Auditorskie vedomosti, 2022, (1): 73–81. (In Russ.)] EDN: RBWLDC
18. Чувычкина И. А. ESG-инвестирование: мировой и российский опыт. *Экономические и социальные проблемы России*. 2022. № 1. С. 95–110. [Chuvychkina I. A. ESG investing: global and Russian experience. *Ekonomicheskie i sotsialnye problemy Rossii*, 2022, (1): 95–110. (In Russ.)] EDN: HPLNVN