

УДК 336.7

*Н. В. Огорелкова*

ФГАОУ ВО «Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского», Омск,  
e-mail: ogorelkova@gmail.com

## **АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ НА ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ**

**Ключевые слова:** негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании, пенсионные накопления, регулирование рынка пенсионных накоплений, доходность инвестирования пенсионных накоплений.

Статья является продолжением проведенного ранее исследования, связанного с оценкой влияния различных факторов на доходность инвестирования средств пенсионных накоплений. Цель исследования – оценить влияние объемов и структуры вознаграждения негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний на доходность инвестирования пенсионных накоплений. Анализ проводился на основе данных статистики Банка России по 26 негосударственным пенсионным фондам, осуществляющих деятельность страховщика по обязательному пенсионному страхованию. Построены многофакторные линейные регрессионные модели, отражающие зависимость между доходностью инвестирования средств пенсионных накоплений и выбранных 11 факторов. Анализ показал, что следующие факторы приводят к росту доходности: соотношение вознаграждения фонда к размеру пенсионных накоплений данного фонда, финансовый результат инвестирования средств пенсионных накоплений на одно застрахованное лицо, доля вознаграждения управляющей компании в расходах фонда, связанных с инвестированием. Обратное воздействие на доходность оказывают увеличение переменной части в вознаграждения фонда и рост расходов, связанных с инвестированием средств пенсионных накоплений. Не подтверждена корреляция доходности со структурой вознаграждения управляющей компании и показателями, определяющими размеры фонда. Анализ выявил отсутствие у фондов и управляющих компаний стимулов к снижению расходов на инвестирование. Необходим контроль на разных уровнях регулирования положений договора между негосударственным пенсионным фондом и управляющей компанией в части формирования вознаграждения управляющей компании. Необходимо установить ограничения на размер расходов управляющей компании, связанных с инвестированием средств пенсионных накоплений. Так как размеры фонда не влияют на величину доходности инвестирования пенсионных накоплений, регулятору необходимо оказывать меры поддержки некрупных негосударственных пенсионных фондов в интересах застрахованных лиц.

*N. V. Ogorelkova*

Dostoevsky Omsk State University, Omsk, e-mail: ogorelkova@gmail.com

## **ANALYSIS OF THE IMPACT OF NON-STATE PENSION FUNDS AND MANAGEMENT COMPANIES REMUNERATION ON THE RETURN ON INVESTING PENSION SAVINGS**

**Keywords:** non-state pension funds, management companies, pension savings, regulation of the pension savings market, return on investing pension savings.

The article is a continuation of the previously conducted study related to the assessment of the influence of various factors on the profitability of investing pension savings. The objective of the study is to assess the influence of the volume and structure of remuneration of non-state pension funds and management companies on the profitability of investing pension savings. The analysis was conducted based on the statistical data of the Bank of Russia for 26 non-state pension funds operating as an insurer for compulsory pension insurance. Multifactorial linear regression models were constructed reflecting the relationship between the profitability of investing pension savings and the selected 11 factors. The analysis showed that the following factors lead to an increase in profitability: the ratio of the fund's remuneration to the size of pension savings of this fund, the financial result of investing pension savings per insured person, the share of the management company's remuneration in the fund's expenses related to investing. An increase in the variable part of the fund's remuneration and an increase in expenses related to investing pension savings have an inverse effect on profitability. The correlation of profitability with the structure of the management company's remuneration and the indicators determining the size of the fund was not confirmed. The analysis revealed that funds and management companies have no incentive to reduce investment costs. It is necessary to control the provisions of the agreement between a non-state pension fund and a management company at different levels of regulation in terms of forming the remuneration of the management company. It is necessary to set limits on the amount of expenses of the management company related to investing pension savings. Since the size of the fund does not affect the amount of return on investment of pension savings, the regulator must provide support measures to small non-state pension funds in the interests of insured persons.

### Введение

Согласно статье 25 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» №75-ФЗ «фонд, осуществляющий деятельность по обязательному пенсионному страхованию, не вправе самостоятельно инвестировать средства пенсионных накоплений» [1]. Сам негосударственный пенсионный фонд (НПФ) и управляющая компания (УК), которой переданы средства пенсионных накоплений (ПН) для инвестирования, за свои услуги получают вознаграждение. Размер данного вознаграждения непосредственно влияет на доходность инвестирования средств пенсионных накоплений, отражающую результаты инвестирования на счетах застрахованных лиц.

Формирование вознаграждения НПФ и УК по обязательному пенсионному страхованию (ОПС) регулируется статьей 36.23. Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» №75-ФЗ. Вознаграждение НПФ складывается из постоянной и переменной части. Постоянная часть вознаграждения НПФ и расходы УК, связанные с инвестированием средств ПН, формируются за счет средств ПН. До 01.01.2024 г. размер постоянной части не мог превышать 0,75% от средней стоимости чистых активов за отчетный год, после этой даты данное ограничение было снижено до 0,5%. Переменная часть вознаграждения фонда формируется за счет дохода от инвестирования средств пенсионных накоплений. Ее размер рассчитывается с учетом стоимости активов, составляющих ПН, суммы средств, поступивших и выбывших средств ПН, а также размера постоянной части вознаграждения НПФ и УК. Размер переменной части не мог до 01.01.2024 г. превышать 15% от инвестиционного дохода, после этой даты ограничение подняли до 20% [1, 3].

НПФ выплачивает вознаграждение УК за счет собственных средств. До 2024 г. оно также делилось на две части: постоянную и переменную. В настоящий момент такого разделения нет. Кроме того, УК, осуществляющая доверительное управление средствами ПН, имеет право на оплату необходимых расходов, непосредственно связанных с инвестированием средств ПН, за счет средств ПН [1]. Перечень данных расходов определяется в договоре доверительного управления средствами ПН [1].

По данным Банка России вознаграждение НПФ в 2023 г. составило 66,1 млрд руб. или 2,0% от средств ПН или 23,8% от финансового результата от инвестирования средств ПН и (в 2022 г., соответственно, 1,4% и 31,3%, в 2021 г – 1,4% и 37,1%). Вознаграждение УК в 2023 г. составило 0,5% от средств ПН и 5,3% от финансового результата от инвестирования (в 2022 г. 0,2% и 4,7%, в 2021 г – 0,2% и 5,3) [6].

Порядок вознаграждения НПФ и УК не менялся в течении 2019-2023 гг., поэтому можно сравнить структуру вознаграждения НПФ и УК в динамике. Анализ таблицы 1 позволяет сделать вывод о том, что в отношении вознаграждения НПФ существует прямая зависимость между доходностью инвестирования ПН и вознаграждением НПФ. В 2019 г. и 2023 гг. с ростом доходности до уровня 10% и выше происходит рост переменной части вознаграждения НПФ как в абсолютном, так и в относительном значении (2019 г – 31 млрд руб. или 52% от общего вознаграждения и 2023 г. – 41 млрд. руб. или 62,5%). Вознаграждение УК в большей части зависит от финансового результата от инвестирования, так переменная часть находится в диапазоне от 73 до 84% от совокупного вознаграждения УК за исключением 2020 г.

**Цель исследования** – выявить факторы и оценить влияние объемов и структуры вознаграждения НПФ и УК на доходность инвестирования средств ПН. Данная статья является продолжением проводимого ранее исследования, связанного с оценкой влияния различных факторов на доходность инвестирования средств пенсионных накоплений [4].

### Материал и методы исследования

Для расчетов использована статистика Банка России за 2021-2023 гг. по 26 НПФ, осуществляющих деятельность страховщика по ОПС. Доля ПН выбранных НПФ составила 99,6% в общей сумме ПН на конец 2023 года. Используемые методы – корреляционный и регрессионный анализ.

### Результаты исследования и их обсуждение

Для оценки влияния параметров вознаграждения НПФ и УК на доходность инвестирования средств ПН построены многофакторные линейные регрессионные модели.

Таблица 1

Структура вознаграждения НПФ и УК, осуществляющих деятельность по ОПС (млн руб.)

	2019	2020	2021	2022	2023
Вознаграждение НПФ, всего	59637,0	54952,3	43539,3	43805,9	66137,1
в том числе	28 308,6	28 670,3	24912,6	25 274, 3	24758,9
- постоянная часть	(47,47%)	(52,17%)	(57,22%)	(57,70%)	(37,44%)
- переменная часть	31 328,4	26 282,0	18627,7	18 531,6	41378,2
	(53,52%)	(47,83%)	(42,78%)	(42,30%)	(62,56%)
Вознаграждение УК по договору доверительного управления средствами ПН, всего	9982,4	8098,5	6228,3	6 596 ,6	14792,8
в том числе	1 522,3	5 238,4	1482,9	1 777,1	3299,8
-постоянная часть	(15,25%)	(64,68%)	(23,81%)	(26,94%)	(22,31%)
-переменная часть	8 460,1	2 860,1	4745,4	4 819,5	10820,9
	(84,75%)	(35,32%)	(76,19%)	(73,06%)	(73,15%)
Доходность инвестирования средств ПН до выплаты вознаграждения УК, специализированному депозитарию и НПФ, %	10,7	7,2	4,7	5,1	9,9

Примечание: составлено автором на основе статистики Банка России [6].

Таблица 2

Отбор регрессоров и их корреляция с показателем валовая доходность ВД

Показатель	Значение показателя	Корреляция с ВД
П1	Размер средств ПН фонда на одно застрахованное лицо, тыс. рублей.	0,023074
П2	Финансовый результат инвестирования средств ПН фонда на одно застрахованное лицо, тыс. рублей.	0,650091
П3	Доля ПН фонда в общем объеме ПН, %	0,092564
П4	Соотношение вознаграждения фонда к размеру ПН данного фонда, %	0,617118
П5	Соотношение переменной части вознаграждения фонда и средств ПН фонда, %	0,654767
П6	Доля переменной части в вознаграждении НПФ, %	0,576279
П7	Соотношение переменной части вознаграждения УК и средств ПН фонда, %	0,426278
П8	Доля переменной части в вознаграждении УК, %	0,165943
П9	Доля вознаграждения УК в расходах НПФ за отчетный год, связанных с инвестированием средств пенсионных накоплений, %	0,505746
П10	Соотношение расходов, связанных с инвестированием средств ПН к финансовому результату инвестирования средств ПН фонда, %	-0,51902
П11	Соотношение расходов, связанных с инвестированием средств ПН, к ПН фонда, %	0,123932

В качестве результирующего показателя во моделях был использован показатель – доходность инвестирования средств ПН до выплаты вознаграждения УК, специализированному депозитарию и НПФ, который мы будем в дальнейшем для краткости называть валовой доходностью (ВД).

Выбор факторов (регрессоров) обусловлен в большей степени возможностью получения статистической информации. Чтобы обойти проблему несопоставимости показателей по годам и между различными по размерам НПФ в качестве факторов выделялись относительные показатели.

Показатели, которые были выбраны в качестве регрессоров, представлены в таблице 2. Состав переменных по сравнению с предыдущими исследованиями [4] был пересмотрен и расширен.

Показатели П1-П3, отражающие размеры фондов, позволяют оценить «эффект масштаба», т.е. влияние размера привлекаемых фондом ПН на доходность инвестирования. Показатели П1 (размер средств ПН фонда на одно застрахованное лицо) и П3 (доля занимаемая данным НПФ на рынке ПН) показали слабую корреляцию с валовой доходностью ПН фондов.

Показатели П4 – П8 отражают сложившуюся систему вознаграждения самого НПФ и УК. Вместо показателя «соотношение постоянной части вознаграждения фонда и средств ПН данного фонда», который был использован в предыдущем исследовании, был введен показатель П5 (соотношение переменной части вознаграждения фонда и средств ПН данного фонда). Считаем, что целесообразней рассматривать переменную часть вознаграждения НПФ. Показатели П4 – П7 имеют высокую корреляцию с показателем ВД. Между показателями П5 и П6 была обнаружена автокорреляция, что было учтено дальнейшем при построении моделей.

Показатели П9 – П11 отражают расходы НПФ, связанные с инвестированием средств ПН, которые отрицательно влияют на валовую доходность. Данные показатели введены впервые в модель для оценки их влияния на валовую доходность.

Результаты построения многофакторной линейной регрессионной модели по 11 факторам приведены в табл. 3. Модель имеет высокие статистические характеристики: коэффициент детерминации 0,806 и нормированный коэффициент детерминации 0,745. Модель в целом статистически значимой согласно результатам F-статистики и может быть использована для анализа и оценки экономических процессов.

Таблица 3

Результаты оценки влияния показателей на валовую доходность (многофакторная линейная регрессионная модель, 11 факторов)

Регрессор	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	p-значение
Константа	6,9836	2,7237	2,5640	0,0126
П1	-0,0167	0,0053	-3,1323	0,0026
П2	0,4105	0,0686	5,9822	0,0000
П3	0,0053	0,0260	0,2044	0,8387
П4	-3,0544	2,9957	-1,0196	0,3116
П5	8,8368	3,8596	2,2896	0,0252
П6	-0,0850	0,0374	-2,2740	0,0262
П7	0,3613	2,1291	0,1697	0,8658
П8	0,0072	0,0052	1,3918	0,1686
П9	0,0278	0,0204	1,3643	0,1770
П10	-0,0065	0,0062	-1,0378	0,3031
П11	-0,4157	0,7969	-0,5217	0,6036
R=0,897959; R <sup>2</sup> =0,80633; Adjusted R <sup>2</sup> =0,774533; Std.Error of estimate: 1,376305				
F=25,35896 при уровне значимости 1,02E-19				
Число наблюдений – 78				

Таблица 4

Результаты оценки влияния показателей на валовую доходность (многофакторная линейная регрессионная модель, 5 факторов)

Регрессор	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	p-значение
Константа	-0,98848	0,843003	-1,17257	0,244779006
П2	0,31025	0,041543	7,468165	1,39903E-10
П4	4,671691	1,083679	4,310956	5,00664E-05
П6	-0,04944	0,024996	-1,9778	0,051726728
П9	0,042745	0,011979	3,568239	0,000639538
П10	-0,01389	0,005147	-2,69887	0,008638959
R=0,869598 R <sup>2</sup> =0,756201; Adjusted R <sup>2</sup> =0,739503; Std.Error of estimate: 1,479362				
F=45,28549065 при уровне значимости 4,92E-21				
Число наблюдений – 78				

Исключение переменных П1, П3, П8 и П11, имеющих слабую корреляцию, статистически незначимой переменной П7 и мультиколлинеарной переменной П5 позволило улучшить качество модели. Результаты построения модели по 5 факторам приведены в таблице 4.

Полученная пятифакторная модель статистически значима и адекватна, по данным t-статистики переменные также статистически значимы. Автокорреляция отсутствует.

На основе полученной модели можно сделать следующие выводы:

1) Только 3 из анализируемых переменных приводят к росту валовой доходности:

- финансовый результат инвестирования средств ПН фонда на одно застрахованное лицо, соотношение вознаграждения фонда к размеру ПН данного фонда и доля вознаграждения УК в расходах фонда, связанных с инвестированием средств ПН. Влияние данных факторов логически обосновано – с ростом общего вознаграждения фонда и УК растет и доходность инвестирования ПН.

2) Обратную зависимость с валовой доходностью в модели дают следующие показатели:

- Доля переменной части в вознаграждении НПФ. С ростом на 1% доли переменной части показатель валовой доходности ВД снижается при этом на 0,04%. Предыдущие исследования на основе данных 2019-2020 гг. показали аналогичную зависимость [4]. Ранее на основе обратной зависимости с валовой доходностью был сделан вывод о либо об некорректности формирования вознаграждения НПФ в конкретном анализируемом временном периоде либо об неэффективности системы вознаграждения деятельности НПФ в целом. Настоящие исследования данный вывод подтверждают.

- Соотношение расходов, связанных с инвестированием средств ПН к финансовому результату инвестирования средств ПН фонда. Эта зависимость также логически обоснована, так как любое увеличение расходов на инвестирование приведет к уменьшению валовой доходности. Ранее анализировался немного другой показатель – соотношение размера оплаты услуг УК и ПН фонда. Зависимость также была обратная. Расходы на инвестирование средств ПН компенсируются из средств ПН. Снижение/оптимизация данного вида расходов и контроль за ними приведут к росту валовой доходности инвестирования средств ПН.

3) В отношении переменных, которые не были включены в итоговую пятифакторную модель, можно сделать следующие выводы.

Текущие исследования не показали зависимости валовой доходности и переменной – объема привлеченных средств ПН на одно застрахованное лицо, которую мы рассматривали как показатель масштаба фонда. Исследования зарубежных авторов, наоборот, показывают более высокую доходность крупных пенсионных фондов по сравнению с небольшими [7]. В предыдущих исследованиях по данным 2019-2020 гг. эта зависимость наблюдалась [4]. Кроме того, доля рынка ПН, занимаемая фондом, не влияет на доходность инвестирования ПН. Так что вывод о зависимости доходности НП от размера привлеченных фондом ПН текущими исследованиями, проводимым на основе данных 2021-2023 гг., не подтвердился.

Показатель доли переменной части в вознаграждении УК в обоих исследованиях не показал влияния на валовую доходность. Это только подтверждает правильность законодательного решения об отмене обязательного разделения вознаграждения УК на постоянную и переменную часть.

Законодательные новации в части регулирования вознаграждения НПФ и УК, вступили в действия с 01.01.2024 г. и в части ОПС не носят принципиального характера [2]. Изменилось ограничение на долю постоянного вознаграждения НПФ и расходов УК на инвестирование средств ПН за счет средств ПН в сторону уменьшения. Изменилась доля дохода от инвестирования средств ПН, из которых формируется переменная часть вознаграждения УК. Отменено разделение вознаграждения УК на переменную и постоянную часть. Эти изменения будут отражены в статистике за 2024 г., которая на данный момент еще не опубликована и не использована в расчетах. Однако, с нашей точки зрения, данные законодательные изменения вряд ли не окажут значительное влияние на рост эффективности инвестирования средств ПН.

### Выводы

Система вознаграждения НПФ и УК в рамках деятельности по ОПС требует дальнейшего совершенствования и разработки контрольных процедур.

1. Расходы УК, связанные с инвестированием средств ПН, компенсируются из средств ПН. По ним нет ограничений

в Федеральном законе №75-ФЗ, что открывает возможность к их искусственному завышению и снижению доходности, инвестирования средств ПН, отражающую результаты инвестирования на счетах застрахованных лиц. В эти расходы не включаются оплата услуг брокера, биржи, специализированного депозитария, банка. Необходимо установить процентное ограничение на размер расходов УК, связанных с инвестированием средств ПН от стоимости ПН или стоимости чистых активов фонда с целью сокращения данных расходов.

2. Кроме того, согласно Федерального закона №75-ФЗ порядок вознаграждения УК определяется договором с НПФ. При

этом возникает конфликт интересов между застрахованными лицами, заинтересованными в снижении расходов по управлению средствами ПН, и менеджерами НПФ и УК. Необходимо как государственное регулирование, так и регулирование на уровне саморегулируемой организации НПФ отношений, возникающих в результате заключения подобных договоров.

3. Так как размеры НПФ не влияют на величину доходности инвестирования средств ПН, регулятору необходимо оказывать меры поддержки, в том числе через льготирование и осуществление пропорционального контроля, некрупных НПФ в интересах застрахованных лиц.

#### *Библиографический список*

1. Федеральный закон от 07.05.1998 N 75-ФЗ (ред. от 23.11.2024) «О негосударственных пенсионных фондах» (с изм. и доп.) [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_18626/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18626/) (дата обращения: 21.11.2024).
2. Федеральный закон от 10.07.2023 N 299-ФЗ (ред. от 25.12.2023) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_451696/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_451696/) (дата обращения: 21.11.2024).
3. Указание Банка России от 23.08.2018 N 4881-У «О порядке расчета дохода от инвестирования средств пенсионных накоплений для целей расчета переменной части вознаграждения негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего деятельность страховщика по обязательному пенсионному страхованию» [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_308517/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308517/) (дата обращения: 21.11.2024).
4. Жигас М.Г., Огорелкова Н.В., Реутова И.М. Проблемы формирования вознаграждения негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний при инвестировании пенсионных накоплений // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. 2021. №4 (57). С. 32-42.
5. Есаулкова Т.С. Развитие системы вознаграждения негосударственных пенсионных фондов // Вестник Московского университета МВД России. 2024. № 2. С. 233–238.
6. Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/RSCI/statistics/> (дата обращения: 21.11.2024).
7. Dyck A., Pomorski L. Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Management. European Winter Finance Conference. 2011.