

Конкуренция на сегменте коллективного инвестирования средств пенсионных накоплений

Г. Ф. ФАТХЛИСЛАМОВА, кандидат экономических наук, Академия труда и социальных отношений, Москва. E-mail: fgfadisovna@mail.ru

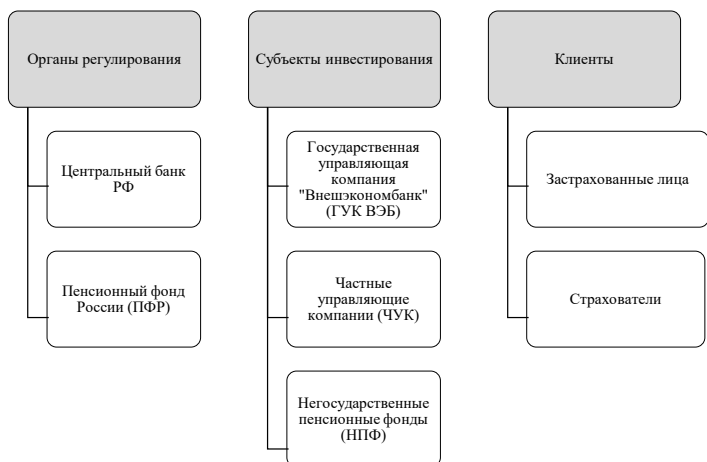
Аннотация. Целью статьи является оценка уровня конкуренции на сегменте коллективного инвестирования средств пенсионных накоплений. Дана характеристика субъектов рынка, определены основные параметры конкурентной борьбы по критериям рыночной доли, финансового продукта и рыночных барьеров, рассчитаны показатели концентрации. Индекс Херфиндаля-Хиршмана позволил определить, что, несмотря на ослабевание уровня монополизации, данный сегмент рынка все еще остается высококонцентрированным. Установлено, что уменьшение степени концентрации обусловлено снижением рыночной власти страховщика в лице Пенсионного фонда России. Доказано (на основе применения коэффициента Линда), что происходит «сужение» рынка и концентрация пенсионных накоплений во все более ограниченном круге «ядерных» субъектов.

Ключевые слова: пенсионные накопления; коллективное инвестирование; рыночная концентрация; «ядро» рынка

JEL: D43, G23, G28

Введение

Современная российская конструкция доверительного управления пенсионными накоплениями была заложена в 2002 г. принятием ряда федеральных законов, заложивших основы распределительно-накопительной пенсионной системы. С 2002 г. у застрахованных лиц в сфере обязательного пенсионного страхования формируется накопительная пенсия (до 2015 г. – накопительная часть трудовой пенсии). Она финансируется за счет страховых взносов, уплачиваемых работодателями за своих работников. Управление этими средствами застрахованные лица могут доверить представителю одного из трех специализированных институтов (субъектов инвестирования): государственной либо частной управляющей компании, либо негосударственному пенсионному фонду (рис. 1).



Источник: составлено автором на основе пенсионного законодательства.

Рис. 1. Институциональная структура инвестирования средств пенсионных накоплений

- Государственная управляющая компания «Внешэкономбанк» (ГУК ВЭБ) управляет накоплениями так называемых «молчунов» (лиц, которые не воспользовались правом передачи средств в доверительное управление другим субъектам) и лиц, которые сознательно выбрали один из инвестпортфелей ГУК ВЭБ.

- Частные управляющие компании (ЧУК) сначала отбираются ПФР на открытом конкурсе, затем застрахованные лица выбирают для инвестирования один из предложенных ими инвестпортфелей. После чего ПФР по договору передает им пенсионные накопления соответствующих граждан.

- Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) действуют в сфере обязательного пенсионного страхования (ОПС) и имеют соответствующую лицензию. После заключения договора с ними застрахованного лица им передаются накопленные ранее средства этого лица из ПФР, но фонды инвестируют их не самостоятельно, а через УК, с которыми у них заключен договор.

Следует подчеркнуть, что перечень субъектов, которым граждане могут передать свои пенсионные накопления для инвести-

рования, жестко ограничен законом¹. При этом у них отсутствует самостоятельный выбор некоторых форм вложения пенсионных накоплений, например, в банковские депозиты, инвестиционные фонды или ПИФ. Кроме того, пенсионные накопления по современному пенсионному законодательству не являются частной собственностью, а закреплены как собственность Российской Федерации². Тем не менее эти средства могут наследоваться, если до момента смерти застрахованному лицу не была назначена накопительная пенсия или же до момента корректировки ее размера с учетом дополнительно перечисленных страховых взносов³.

С 2003 г. пенсионные накопления могут инвестироваться в те или иные доходные активы. Для этого застрахованное лицо должно выбрать субъект инвестирования (ГУК ВЭБ, ЧУК или НПФ) и обратиться в Пенсионный фонд России с заявлением о передаче тому своих накоплений. Подчеркнем, что ПФР не имеет права влиять каким-либо образом на выбор клиента и может лишь проводить с ним информационно-разъяснительную работу о его правах.

По современному законодательству застрахованное лицо имеет право выбрать один из способов управления своими пенсионными накоплениями⁴:

- 1) выбрать инвестиционный портфель управляющей компании из предлагаемых ПФР (ГУК ВЭБ или частных УК, отобранных по конкурсу);
- 2) выбрать страховщика в лице НПФ в случае отказа от формирования накопительной пенсии через ПФР;
- 3) вернуться в ПФР, расторгнув договор с НПФ.

По заявлению клиента Пенсионный фонд России, который ранее аккумулировал все пенсионные накопления граждан, обязан перечислить его долю средств выбранному субъекту инвести-

¹Федеральный закон от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37863/ (дата обращения: 08.06.2019).

²Там же, статья 5.

³Ст. 7, пп. 6. федерального закона от 28 декабря 2013 г. № 424-ФЗ «О накопительной пенсии» [Эл. ресурс]. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=308213&fld=134&dst=1000000001,0&rnd=0.4651964172593357#04304601147580651> (дата обращения: 08.06.2019).

⁴Ст. 31 федерального закона от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации». URL: http://www.consultant.ru/document/consdoc_LAW_37863/ (дата обращения: 08.06.2019).

рования. При этом если эти накопления передаются ГУК ВЭБ или ЧУК, они остаются под прямым контролем ПФР, и именно он остается страховщиком для клиента. Если же ПФР передает пенсионные накопления НПФ, происходит смена страховщика, и данные средства выходят из-под прямого контроля ПФР.

Таким образом, конкуренция *на этапе привлечения* средств пенсионных накоплений представляет собой соперничество между двумя страховщиками – Пенсионным фондом России (ПФР), с одной стороны, и негосударственными пенсионными фондами (НПФ) – с другой. Однако *на этапе инвестирования*, который рассматривается в данном исследовании, *субъектами конкуренции* выступают уже ГУК ВЭБ, частные управляющие компании и НПФ (количество последних в течение рассматриваемого периода менялось, по состоянию на 2017 г. насчитывалось 32 частные УК и 38 НПФ). Под *объектом конкуренции* понимаются пенсионные накопления застрахованных лиц, сформированные за 2004–2017 гг.

При этом делается допущение, что конкуренция между субъектами происходит на стадии выбора застрахованными лицами способа управления пенсионными накоплениями. Такие факторы, влияющие на выбор клиентов, как их низкая финансовая грамотность, фальсификации при переводе средств пенсионных накоплений от одних субъектов другим, регулярные изменения правил и процедур перевода этих средств, не учитываются.

Уровень конкуренции оценивается по величине фактически переданных средств пенсионных накоплений в управление ГУК ВЭБ, частных УК и НПФ.

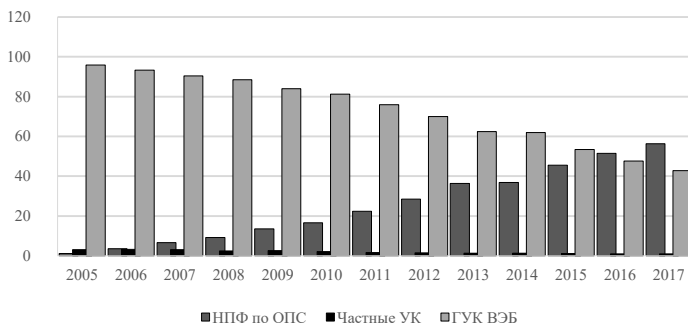
Условия конкуренции предполагают использование ценовых и неценовых методов. Первые основаны на предполагаемой доходности инвестирования средств пенсионных накоплений (частные УК и НПФ часто обнародуют свою среднюю доходность за ряд лет или за истекший год, не объясняя потенциальным клиентам, что прошлые прибыли еще не являются гарантией получения будущих). Вторые предполагают применение различных способов продвижения (реклама, прямые, «пакетные» продажи и прочее). Особенно активно неценовые методы используются некоторыми НПФ и аффилированными с ними структурами. Например, Сбербанк при заключении кредитных договоров предлагает клиентам

перевести их пенсионные накопления в дочерний НПФ «Сбербанк».

Несмотря на то, что частные УК и НПФ не являются единичными рыночными субъектами, при выявлении общерыночных тенденций предполагается, что они действуют как консолидированные игроки, пренебрегая существующим фактором внутригрупповой конкуренции. Критерием объединения выступает институциональная форма образования и функционирования (единые законодательные условия и требования в системе инвестирования пенсионных накоплений).

Степень конкурентной борьбы определяется особенностями рынка.

Состав участников рынка и их долей. Первоначально исследуемый сегмент рынка доверительного управления был высокомонополизированным: в 2005 г. 96% пенсионных накоплений находились в управлении ГУК ВЭБ, на частные УК и НПФ приходились 3% и 1% соответственно (рис. 2).



Источник: расчеты автора по данным ПФР, Банка России, ФСФР.

Рис. 2. Динамика рыночной доли субъектов инвестирования пенсионных накоплений в 2005–2017 гг.,%

С течением времени конкурентная среда изменилась и к 2017 г. в сегменте сложилась дуополия, если рассматривать НПФ как единого – институционального инвестора (далее будет показано, что согласно индексу Линда – олигополия).

Характеристика финансового продукта. Финансовым продуктом (объектом инвестирования) для клиентов выступает инвестиционный портфель субъекта конкуренции (ГУК, частные УК или НПФ). По действующему законодательству

застрахованные лица ограничены правом выбора только одного инвестиционного портфеля⁵, но количество портфелей, которые может сформировать каждый субъект, не оговорено. Например, ГУК ВЭБ начиная с 2009 г. предлагает Расширенный инвестиционный и портфель Государственных ценных бумаг, состав и структура которых формируются в соответствии с требованиями регулятора⁶. Каждая частная управляющая компания также определяет инвестиционный портфель с учетом законодательных ограничений и требований регуляторов⁷.

Как уже отмечалось, управляющие компании привлекают пенсионные накопления не самостоятельно, а опосредованно – через ПФР, в котором они проходят жесткий конкурсный отбор, или через НПФ, с которыми заключается договор доверительного управления. НПФ самостоятельно (не их клиенты) выбирают УК для инвестирования доверенных им пенсионных средств. Причем, это должны быть внешние для фондов структуры, они не могут быть созданы специально для управления активами конкретного фонда. По договору с НПФ УК самостоятельно формируют инвестиционный портфель с соблюдением законодательных ограничений⁸.

Барьеры для входа на рынок. Для первоначального входа участника в исследуемый сегмент рынка требуется включение

⁵Ст. 31 федерального закона от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации». URL: http://www.consultant.ru/document/consdoc_LAW_37863/ (дата обращения: 08.06.2019).

⁶Состав и структура Расширенного портфеля формируется в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 1 сентября 2003 г. № 540 «Об утверждении инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля ГУК». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44151/, Портфеля госбумаг – в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 24.10.2009 № 842 «Инвестиционная декларация инвестиционного портфеля государственных ценных бумаг ГУК». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_93237/ (дата обращения: 08.06.2019).

⁷В настоящее время законодательные ограничения касаются состава и максимальных долей размещения средств пенсионных накоплений частными УК в различные классы активов в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2003 г. № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений...» URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_43041/ (дата обращения: 08.06.2019).

⁸НПФ формирует инвестпортфель в соответствии с портфельными ограничениями, накладываемыми Положением Банка России 01 марта 2017 г. № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование...». URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=287490&rnd=59B09B590616DF8E663C3D196D240B19&dst=100105&fId=134#07111698469776235> (дата обращения: 08.06.2019).

в систему доверительного управления средствами пенсионных накоплений. Для всех субъектов они различны. Для ВЭБ – наделение статусом государственной УК, который предоставляется Постановлением Правительства РФ. На данный момент срок исполнения данных функций продлен до 2024 г.⁹ Для частных УК предусмотрен специальный открытый конкурс ПФР. Помимо состава и размера активов, объема собственных средств, учитываются кадровые и квалификационные требования¹⁰. Кроме того, компания должна иметь действующие договоры доверительного управления с независимыми пенсионными и инвестиционными фондами (не менее пяти либо, минимум, по три договора с НПФ и ИФ). Для НПФ – это наличие лицензии Банка России на работу в системе ОПС. Среди обязательных условий лицензирования – акционерная форма капитала, выполнение требований к минимальной величине уставного капитала и собственных средств, организации внутреннего контроля и т.д.

Система инвестирования пенсионных накоплений постоянно подвергается различным изменениям. Так, сроки участия субъектов в инвестировании пенсионных накоплений могут быть пересмотрены Правительством РФ, Банком России и/или ПФР. Например, осенью 2018 г. ПФР пролонгировал договоры доверительного управления лишь с 20 частными УК из 38, с которыми были заключены такие договоры. Остальные утратили право работать с ПФР, хотя все еще могут сотрудничать с НПФ. Начиная с 2015 г. обязательным условием для НПФ, желающих работать в системе обязательного пенсионного страхования, стало вступление в систему гарантиро-

⁹Постановление Правительства РФ от 12 июля 2018 г. № 814 «Об установлении срока осуществления государственной корпорацией «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» функций государственной управляющей компании по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений, а также государственной управляющей компании средствами выплатного резерва». URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=302453&rnd=59B09B590616DF8E663C3D196D240B19&dst=100008&fld=134#014058127866872083> (дата обращения: 08.06.2019).

¹⁰Постановление Правительства РФ от 10 сентября 2010 г. № 708 «Об утверждении Правил организации и проведения конкурса на заключение договоров доверительного управления средствами пенсионных накоплений с Пенсионным фондом Российской Федерации и Правил продления договоров доверительного управления средствами пенсионных накоплений, заключенных с Пенсионным фондом Российской Федерации». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_104667/ (дата обращения: 08.06.2019).

вания прав застрахованных лиц¹¹. На 2 ноября 2018 г. участниками этой системы являются 47 НПФ¹².

Эмпирические данные исследования

В качестве исходных данных для расчета уровня концентрации использована рыночная стоимость инвестиционных портфелей ГУК ВЭБ, частных УК и НПФ. При этом руководствовались следующими соображениями.

Во-первых, коль скоро оценивается конкуренция субъектов на рынке коллективного инвестирования пенсионных накоплений, именно размер инвестиционного портфеля определяет положение каждого из участников относительно других. Во-вторых, нужно учитывать, что активы НПФ и УК формируются за счет финансовых ресурсов, привлекаемых и с других направлений деятельности, помимо пенсионного страхования, так что оценка других финансовых показателей (например, величины активов) ничего не скажет о конкурентных преимуществах на конкретном рынке.

Границы исследуемого периода – с 2005 по 2017 гг. – определены исходя из того, что с 2005 г. доверительное управление пенсионными накоплениями начали осуществлять все современные субъекты, а данные за 2018 г. еще не были опубликованы Банком России на момент подготовки статьи.

Информационной базой исследования послужили ежегодные отчеты ПФР «Расчет стоимости инвестиционного портфеля и расчет стоимости чистых активов, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений», а также данные Центробанка (из формы № 7 «Сведения о структуре инвестиционного портфеля негосударственных пенсионных фондов по обязательному пенсионному страхованию», опубликованные на официальном сайте ЦБ и (для периода с 2005 по 2010 гг.) – из приложения 18 «Сведения о структуре инвестиционного портфеля негосударственных пенсионных фондов по обязательному пенсионному страхованию»¹³.

¹¹Федеральный закон от 07 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18626/ (дата обращения: 08.06.2019).

¹² Агентство по страхованию вкладов [Сайт]. URL: https://www.asv.org.ru/pension/list_npf/index.php (дата обращения: 15.11.2018).

¹³ См. архив сайта Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации (ФСФР РФ). URL: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/fsfr.asp%40ob_no=3406.html (дата обращения: 20.05.2019).

В настоящее время субъекты коллективного инвестирования аккумулируют в своих портфелях значительный объем средств (табл. 1). То есть пенсионные накопления превратились в солидный источник ресурсов для финансового рынка.

Таблица 1. Динамика сводных показателей по инвестиционным портфелям участников системы ОПС в 2005–2017 гг., млрд руб.

Период	Рыночная стоимость инвестиционных портфелей, млрд руб.				Всего в ВВП, %
	ВЭБ	ЧУК	НПФ	Всего	
2005	176,5	5,7	2,0	184,2	0,9
2006	267,2	9,5	10,0	286,7	1,1
2007	363,1	12,3	26,8	402,2	1,2
2008	343,1	9,1	34,8	387	0,9
2009	480,8	15,2	78,1	574,1	1,5
2010	740,2	19,8	157,3	917,3	2,0
2011	1334,0	28,8	391,0	1753,8	2,9
2012	1643,8	34,3	665,6	2343,7	3,4
2013	1865,5	37,8	1095,1	2998,4	4,1
2014	1902,8	37,7	1138,2	3078,7	3,9
2015	2012,9	41,2	1738,3	3792,4	4,5
2016	1943,9	42,7	2148,7	4135,3	4,8
2017	1848,4	72,8	2610,3	4531,5	4,7

Источник: расчеты автора по данным ПФР, Банка России, ФСФР.

Методология исследования

Для определения структуры рынка использовался индекс Херфиндаля-Хиршмана (индекс НН), который рассчитывается по обычной формуле [Linda, 1986]. Он дает общее представление о состоянии конкуренции в интересующем нас сегменте и позволяет проследить ее динамику. Согласно известной градации [David, Hyman, 1993], были приняты следующие соответствия индекса:

НН = 10000 – ситуация чистой монополии;

1800 < НН < 10000 – ситуация монополистической конкуренции;

1000 < НН < 1800 – ситуация олигополии;

НН < 1000 – ситуация конкурентного рынка.

В расчетах использовался совокупный портфель каждого субъекта (если у кого-то из них сформировалось несколько портфелей, они объединялись в один по признаку принадлежности одному инвестору).

Для оценки рыночной концентрации, с целью уточнения индекса НН, в данном исследовании использованы коэффициенты концентрации – рыночные доли трех (CR3), пяти (CR5) и десяти (CR10) ведущих участников рынка [Князева, 2007. С. 77].

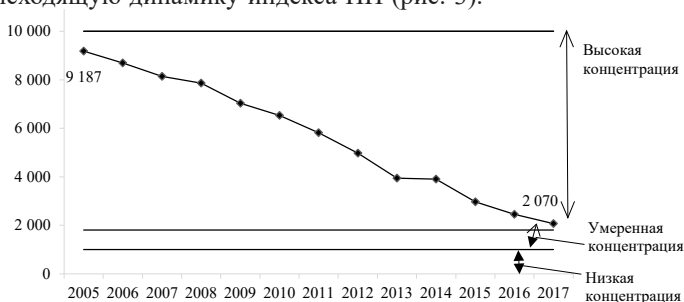
Для подтверждения гипотезы о том, что исследуемый сегмент является несовершенной рыночной структурой, был рассчитан также индекс рыночной власти Линда [Waterson, 1984. С. 171], позволяющий выделить «ядро» и «окраину» рынка¹⁴. Для этого использовалась формула:

$$L = \frac{1}{K \cdot (K-1)} \cdot \sum_{i=1}^K \frac{P_i \cdot (K-i)}{i \cdot (P_K - P_i)}, \quad (1)$$

где K – число крупнейших субъектов («ядро») в исследуемой системе; P_K – рыночная стоимость инвестиционного портфеля K -го крупнейшего субъекта в общем объеме портфелей всех субъектов.

Эмпирические результаты исследования

Результаты расчетов *индекса Херфиндаля-Хиршмана (НН)* продемонстрировали, что уровень конкуренции в сегменте коллективного инвестирования пенсионных накоплений остается достаточно низким, сам этот сегмент по степени концентрации все еще относится к монополистическому типу, несмотря на нисходящую динамику индекса НН (рис. 3).



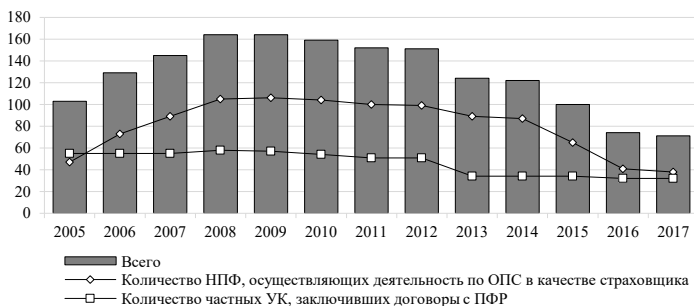
Источник рис. 3, 5, 8: расчеты автора.

Рис. 3. Динамика показателя Херфиндаля-Хиршмана в 2005–2017 гг., ед.

¹⁴ Расчет производится поэтапно: сначала сравниваются два самых крупных субъекта с последующими, последовательно первые три, четыре, пять и т.д. и последующие – и так далее вплоть до нарушения монотонности функции: пока индекс не сменит тренд от снижения к увеличению. Это будет означать, что последний добавленный в расчет субъект имеет существенно меньшую долю рынка, чем любой из предыдущих [Коцофана, Стажкова, 2011].

По логике расчета индекса НН, его величина зависит от двух факторов.

1. Количество конкурирующих субъектов на рынке. В экономической литературе принято считать, что увеличение числа игроков приводит к уменьшению рыночной доли каждого из них и, как следствие, к снижению уровня концентрации и снижению индекса НН. Как показывает проведенный анализ, динамика численности УК и НПФ в период с 2005 г. по 2017 г. (рис. 4) никак не повлияла на изменение индекса НН.



Источник: расчеты автора по данным ПФР, Банка России, ФСФР.

Рис. 4. Динамика численности субъектов на сегменте коллективного инвестирования пенсионных накоплений в 2005–2017 гг., ед.

В 2005–2009 гг., когда количество субъектов рынка выросло в полтора раза (со 130 до 191 ед.), значение индекса НН сократилось с 9187 до 7030. В 2010–2017 гг., при уменьшении числа игроков со 188 до 71 ед., индекс НН упал до 2070 п.п. Это объясняется тем, что значительное уменьшение рыночной доли ГУК ВЭБ (с 96% в 2005 г. до 40% в 2017 г.) повлияло на индекс НН гораздо сильнее, чем изменение количества субъектов.

2. «Распыление» рыночной доли каждого из конкурирующих субъектов. Имеется в виду ослабление рыночной власти того или иного игрока за счет сокращения его доли на рынке. Действительно, нетрудно заметить, что падение рыночной доли ПФР (в два раза) и рост значения НПФ (в 52 раза) отчетливо коррелируют с сокращением индекса НН (в четыре раза) (рис. 5). Таким образом, снижение степени концентрации на сегменте коллективного инвестирования средств пенсионных накоплений обуславливается снижением рыночной власти ПФР.

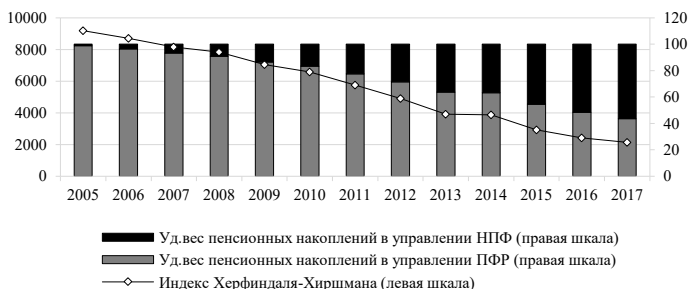


Рис. 5. Динамика индекса НН, коэффициент и удельный вес пенсионных накоплений в управлении ПФР и НПФ в 2005–2017 гг., % к общему объему пенсионных накоплений

Далее проведена оценка уровня внутригрупповой конкуренции субъектов инвестирования для трех институциональных групп, присутствующих на рынке:

I – все управляющие компании (ГУК ВЭБ и частные УК, отобранные ПФР по конкурсу)¹⁵;

II – частные УК (без ГУК ВЭБ);¹⁶

III – НПФ, осуществляющие деятельность по ОПС.

Для упрощения расчетов допущено, что конкурируют между собой только участники в одной группе, а остальные субъекты не оказывают на них влияния.

Наименее конкурентной оказалась ситуация в группе, объединяющей частные и государственную УК. Конкуренция здесь характеризуется высокой степенью монополизации (табл. 2). Ситуация среди частных управляющих компаний до начала 2015 г. была близка к совершенной конкуренции, но в течение 2016–2016 гг. приблизилась к олигополии. Схожие тенденции наблюдаются в группе НПФ (табл. 2).

¹⁵Данная группа сформирована исходя из того, что для ГУК ВЭБ и частных УК страховщиком по ОПС выступает ПФР, и они находятся под его прямым контролем. Строго говоря, данная группа отражает межгрупповую конкуренцию, но в данной работе решено, что объединенная группа УК позволит ярче выделить доминирующую роль ГУК ВЭБ и ее влияние на степень концентрации на рынке.

¹⁶Данная группа отражает чисто внутригрупповую конкуренцию среди частных УК. Они выделены в отдельную группу, чтобы оценить конкуренцию среди частных УК без влияния ГУК ВЭБ.

Таблица 2. Динамика показателя Херфиндаля-Хиршмана в 2005–2017 гг., коэф.

Субъект	2005	2006–2007	2008–2014	2015–2016	2017
НПФ	Ситуация монополии (Индекс НН 1927)	Ситуация олигополии (НН от 1164 до 1182)	Ситуация конкурентного рынка (НН от 581 до 930)		Ситуация олигополии (НН 1167)
Частные УК	Ситуация конкурентного рынка (НН от 787 до 999,9)			Ситуация олигополии (НН от 1011 до 1039)	
УК (включая ГУК ВЭБ)	Ситуация монополии (НН от 9326 до 9616)				
Сегмент в целом	Ситуация монополии (НН с 9187 до 2070)				

Источник: авторская разработка.

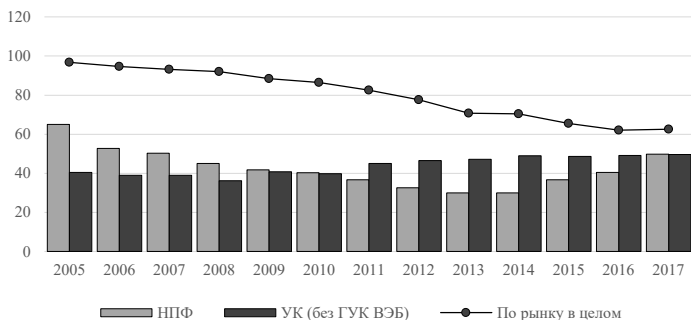
Складывается интересная ситуация: при снижении степени монополизации изучаемого сегмента усиливается концентрация в группах участников. Очевидно, это связано с тем, что ужесточение требований мегарегулятора и введение дополнительных ограничений на инвестирование пенсионных накоплений усилили концентрацию среди НПФ. Это выразилось, в частности, в сокращении числа НПФ при одновременном приросте стоимости их инвестиционных портфелей. С 2008 г., когда началась тенденция сокращения НПФ в ОПС, их количество сократилось в три раза (со 106 в 2008 г. до 38 в 2017 г.), их совокупный инвестиционный портфель увеличился за этот же период в 75 раз (с 35 млрд руб. в 2005 г. до 2,6 трлн руб. в 2017 г.). С большой долей вероятности возможно прогнозировать на рынке ОПС дальнейшее усиление концентрации [Абрамов, Корищенко, 2016] и процессов слияний и поглощений [Фатхлисламова, 2018].

Изменение конкурентной среды в группе частных УК также связано с действиями регулятора. Как было отмечено, ПФР не пролонгировал договоры с 40% от всего числа действующих на конец 2018 г. частных управляющих компаний.

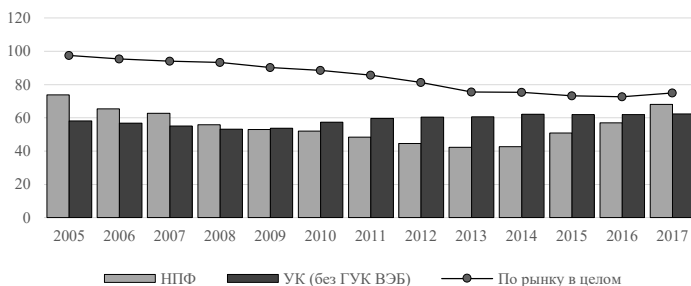
Коэффициенты концентрации

Исследование уровня концентрации рынка с использованием индекса НН обычно дополняется расчетами показателей концентрации: доля рынка трех, пяти и десяти наиболее крупных субъектов рынка соответственно (CR3, CR5, CR10) (рис. 6).

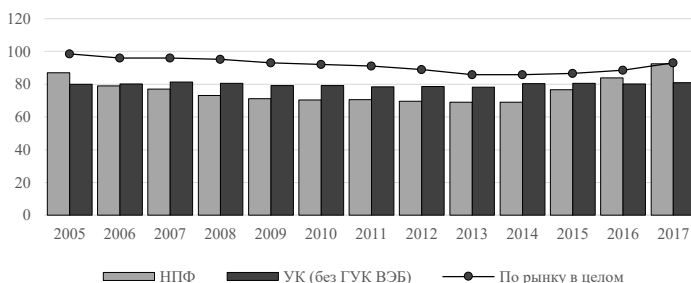
Показатель концентрации CR3



Показатель концентрации CR5



Показатель концентрации CR10



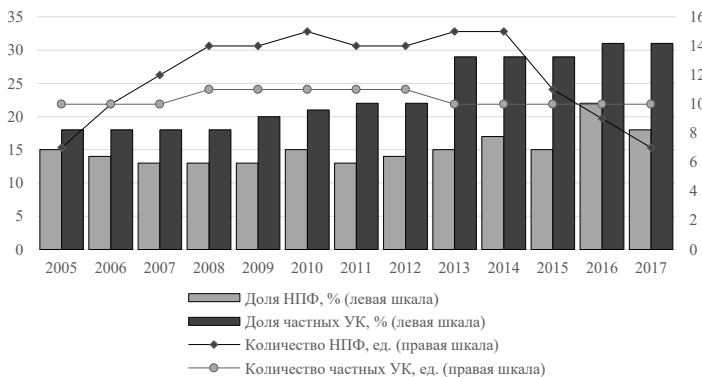
Источник: расчеты автора за 2004–2008 гг. – по данным ФСФР и ПФР; за 2009–2015 гг. – [Фатхлисламова, 2017]; за 2016–2017 гг. – по данным Банка России

Рис. 6. Показатели концентрации в 2005–2017 гг.,%

Представленные показатели демонстрируют, что в период с 2011 по 2015 гг. наблюдалась более высокая степень концентрации среди частных УК по сравнению с НПФ, но ужесточение

регуляторных требований Банка России в отношении НПФ, работающих с пенсионными накоплениями, привели к усилению рыночной власти крупнейших из них.

На рисунке 7 представлено, как в период с 2005 по 2017 гг. менялись рыночная доля и число субъектов, контролирурующих 80% пенсионных накоплений. Если в 2005 г. рыночная доля 10 крупнейших частных УК составляла 18%, то в 2017 г. она выросла до 31%. В группе НПФ рыночная доля крупнейших фондов возросла с 15% в 2005 г. до 18% в 2017 г., при этом их количество в течение периода заметно изменялось, но к 2017 г. достигло уровня 2005-го.



Источник: расчеты автора за 2004–2008 гг. по данным ФСФР и ПФР; за 2009–2015 гг. – [Фатхлисламова, 2017]; за 2016–2017 гг. – по данным Банка России.

Рис. 7. Динамика количества субъектов и удельного веса субъектов, контролирующих совместно 80% активов, в 2005–2017 гг.

Все предыдущие расчеты показывают, что на рынке коллективных инвестиций происходит усиление значения независимых пенсионных фондов, а внутри группы НПФ растет власть нескольких лидеров.

В настоящее время на долю всего трех УК – ООО «ВТБ Капитал Пенсионный резерв», АО «Сбербанк Управление Активами», АО «Управляющая компания УРАЛСИБ» – приходится около 50% всех средств пенсионных накоплений, управляемых частными УК.

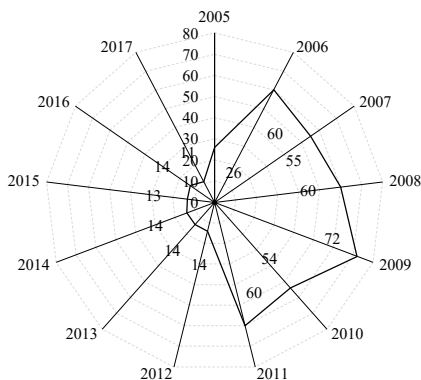
По показателю CR3 среди НПФ за период с 2005 по 2016 гг. одну из лидирующих позиций, наряду с НПФ «Сбербанк» и

«Газфонд» занимал «Лукойл-Гарант». В 2017 г. его место в тройке лидеров занял НПФ «Будущее». На их совместную долю приходится также половина всех пенсионных накоплений НПФ.

Лидерами в обеих группах сегодня являются структуры Сбербанка: НПФ «Сбербанк» (19% от общего объема пенсионных накоплений всех НПФ) и УК «Сбербанк Управление Активами» (20,5% от пенсионных накоплений, управляемых частными УК)¹⁷.

Коэффициент Линда: определение «ядра» и «окраины» рынка. Данный коэффициент позволяет преодолеть недостатки индекса НН и эмпирически выявить «ядерное» число субъектов рынка, которые потенциально обладают возможностью ограничивать конкуренцию путем осуществления согласованных действий.

Как показали расчеты, в сегменте доверительного управления средствами пенсионных накоплений в ядро рынка по итогам 2017 г. вошли 11 из 71 субъектов коллективного инвестирования (рис. 8).



Источник: расчеты автора.

Рис. 8. Динамика численности ядерных субъектов на сегменте коллективного инвестирования средств пенсионных накоплений в 2015–2017 гг., ед.

¹⁷ Подчеркнем, что УК «Сбербанк управление активами» – это частная компания, которая прошла конкуре ПФР для управления пенсионными накоплениями и заключила с ним договор ДУ. Средствами НПФ «Сбербанк» она не управляет, и тот не имеет права привлекать ее к управлению пенсионными накоплениями своих клиентов. По сути, данные УК и НПФ объединяет лишь фигура основного акционера – ПАО «Сбербанк», что и отразилось в их названиях.

При этом на протяжении исследуемого периода это ядро то сужалось, то вновь расширялось (рис. 8). Рассматривая динамику коэффициента Линда, можно выделить несколько этапов в формировании границ «ядра».

I этап (с 2005 по 2011 гг.) – «распыление». Для этого периода характерно большое количество субъектов, составляющих «ядро» сегмента. 99% всех пенсионных накоплений концентрировалось у 26 игроков в 2005 г. и 72 – в 2009 г.

II этап (с 2012 по 2017 гг.) – «сужение». Количество «ядерных субъектов», сосредоточивающих 99% всех пенсионных накоплений, сокращается. В 2012 г. таких было 14, по итогам 2017 г. осталось 11.

При этом в центре ядра все это время находилась ГУК ВЭБ, хотя ее доля постепенно сокращалась, а совокупная доля крупных «ядерных» субъектов увеличивалась (с 3% в 2005 г. до 20% в 2017 г.).

Заключение

Анализ сегмента инвестирования пенсионных накоплений показал, что данный сектор все еще остается высококонцентрированным: хотя уровень концентрации до конца 2016 г. снижался, в 2017 г. усилились процессы консолидации и концентрации. Сопоставив динамику количества субъектов рынка и индекса НН, автор не выявил взаимосвязь данных показателей. Однако была установлена прямая корреляция между рыночной долей ПФР, с одной стороны, и индексом НН, с другой, и обратная – между рыночной долей НПФ и индексом НН. Это свидетельствует о том, что доминирование в сфере инвестирования пенсионных накоплений страховщика в лице ПФР усиливает тенденции концентрации. Сокращение рыночной доли ПФР возможно преимущественно за счет снижения доли ГУК ВЭБ, который концентрирует значительный объем пенсионных накоплений.

В последние годы наметилась отчетливая тенденция к снижению внутригрупповой конкуренции среди однородных субъектов инвестирования. Складывается достаточно парадоксальная ситуация: при снижении степени монополизации сегмента в целом усиливается внутригрупповая концентрация среди частных УК и (особенно) среди НПФ. Этому способствует политика регуляторов (ПФР и ЦБ), ужесточающих требования и вводящих новые

ограничения на инвестирование пенсионных накоплений. И то, и другое является оправданным с точки зрения обеспечения сохранности пенсионных накоплений граждан, но осложняет работу участников рынка и создает невыгодные условия для инвестирования средств. В результате небольшие НПФ вынуждены либо прекращать деятельность, либо консолидироваться с более крупными игроками.

В период с 2005 по 2011 г. структура рынка характеризовалась узким полем «окраины», когда множество субъектов обладали малым рыночным весом (в среднем до 1% от общего объема пенсионных накоплений) и ростом «ядра» рынка (его максимальный состав – 72 участника – пришелся на 2009 г.). С 2012 г. по 2017 г. «ядро» рынка сузилось до 11 субъектов, концентрирующих 90% всех пенсионных накоплений. На практике это означает перераспределение рыночной доли ГУК ВЭБ в пользу крупнейших НПФ, как правило, контролируемых банками с госучастием. По сути, на сегменте инвестирования средств пенсионных накоплений происходит расширение доли субъектов, находящихся под косвенным госконтролем.

Для повышения эффективности управления пенсионными накоплениями регулятору следует больше внимания уделить стимулированию конкуренции на данном сегменте рынка. К сожалению, без проведения адекватного преобразования российской модели пенсионной системы это практически невозможно. Но это уже предмет для отдельного исследования.

Литература

Абрамов А. Е., Корищенко К. Н. Влияние негосударственных пенсионных фондов на экономический рост. Заключительный отчет научно-исследовательской работы / Отв. ред. К. Н. Корищенко. М.: РАНХиГС, 2016.

Князева И. В. Антимонопольная политика в России. 2-е изд., перераб. М.: Омега-Л, 2007. С. 77.

Коцофана Т. В., Стажкова П. С. Сравнительный анализ применения показателей концентрации на примере банковского сектора РФ // Вестник СПбГУ. Сер. 5. 2011. Вып. 4. С. 30–40.

Фатхлисламова Г. Ф. Концентрация на российском рынке инвестирования средств пенсионных накоплений // Современные проблемы мировой экономики и финансов. Сборник статей 15 Межвузовской научно-практической конференции. М.: ИИЦ «АТИСО», 2017. С. 266–271.

Фатхлисламова Г. Ф. Итоги функционирования обязательного пенсионного страхования в России // Вестник университета. 2018. № 11. С. 36–42.

David N. Hyman Modern microeconomics: analysis and applications Irwin, 1993. Ch.11. P. 44–47.

Hirschman Albert O. The Paternity of an Index. The American Economic Review. 1964. Vol. 54. No. 5. P. 761.

Linda R. Competition policies and measures of dominant power // Mainstreams in industrial organization / Ed. by H. de Jong, W. Shepherd. Dordrecht, 1986. Vol. 2.

Waterson M. Economic Theory of Industry. Cambridge University Press, 1984. P. 171.

Статья поступила 03.06.2019.

Для цитирования: *Фатхлисламова Г. Ф.* Конкуренция на сегменте коллективного инвестирования средств пенсионных накоплений // ЭКО. 2019. № 8. С. 31–50. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2019-8-31-50.

Summary

Fatkhislamova, G. F., Cand. Sci. (Econ.), Finance and insurance of Academy of Labour and social relations, Moscow

Competition in the Market of Collective Investment of Pension Savings

Abstract. The aim of the article is to assess the level of competition in the segment of collective investment of pension savings. In particular, the characteristics of the market subjects are given, the main parameters of competition are determined according to the criteria of market share, financial product and market barriers, concentration indicators are calculated. The Herfindahl-Hirschman index made it possible to determine that despite the weakening of the level of monopolization, this market segment is still highly concentrated. It has been established that the decrease in the degree of concentration is due to the decrease in the market power of the insurer in the person of the Pension Fund of Russia. It has been proved (based on the application of the Lind coefficient) that a «narrowing» of the market and a concentration of pension savings are taking place in an increasingly limited circle of «core» subjects.

Keywords: *pension savings; collective investment; market concentration; «core» of the market*

References

Abramov, A. E., Korishchenko, K.N. (2016). The impact of non-state pension funds on economic growth. The final report of the research work. / Otv.redaktor K.N. Korishchenko. Moscow, RANKhiGS. (In Russ.).

Knyazeva, I. V. (2007). Antimonopoly policy in Russia: studies. allowance. 2-ye izd., pererab. Moscow, Omega-L Publ., Pp. 77. (In Russ.).

Kotsofana, T.V., Stazhkova, P.S. (2011). Comparative analysis of the use of concentration indicators on the example of the banking sector of the Russian Federation. *Vestnik SPbGU.SPbSU Bulletin*. Ser. 5. Vol. 4. Pp. 30–40. (In Russ.).

Fatkhislamova, G. F. (2017). Concentration on the Russian market of investing pension savings funds. *Sovremennyye problemy mirovoy ekonomiki i finansov*. Modern problems of the world economy and finance collection of articles 15

Interuniversity scientific-practical conference. Moscow. IITS ATISO, Pp. 266–271. (In Russ.).

Fatkhislamova, G. F. (2018). Results of the functioning of compulsory pension insurance in Russia. *Vestnik universiteta. University Bulletin*. No. 11. Pp. 36–42. (In Russ.).

David, N. (1993). Hyman Modern microeconomics: analysis and applications Irwin, Ch.11. Pp. 44–47.

Hirschman, Albert O. (1964). The Paternity of an Index. *The American Economic Review*. Vol. 54. No. 5. P. 761.

Linda, R. (1986). Competition policies and measures of dominant power. *Mainstreams in industrial organization* / Ed. by H. de Jong, W. Shepherd. Dordrecht. Vol. 2.

Waterson, M. (1984). *Economic Theory of Industry*. Cambridge University Press. P. 171.

For citation: Fatkhislamova, G.F. (2019). Competition in the Market of Collective Investment of Pension Savings. *ECO*. No. 8. Pp. 31-50. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2019-8-31-50.