

Ключевые особенности оценки стоимости негосударственных пенсионных фондов в условиях реформирования пенсионной системы России

Элиор Алена Олеговна, студентка 4 -ого курса финансового факультета РЭУ им. Г.В. Плеханова, г. Москва, Российская Федерация

E-mail: alenaelior@gmail.com

Перепелица Денис Григорьевич, научный руководитель, к.э.н., доцент РЭУ им. Г.В. Плеханова

Аннотация

В статье представлен анализ особенностей оценки стоимости негосударственных пенсионных фондов в России. Актуальность темы статьи подкреплена тем, что в условиях реформирования пенсионной системы общепринятой методики оценки стоимости НПФ не существует. Дополнительным фактором, определяющим актуальность темы, является рост консолидации сектора, который стимулирует к выработке единых стандартов оценки НПФ. Был проведен анализ возможности применения сравнительного подхода к оценке стоимости НПФ, рассмотрены сделки с НПФ за период 2016 -2019 гг. и проанализировано и изменение мультипликатора P/A по сделкам за этот период. В статье были выделены особенности применения доходного подхода к оценке негосударственных пенсионных фондов, а именно основные принципы прогнозирования денежных потоков.

Ключевые слова : негосударственный пенсионный фонд, оценка стоимости, доходный подход, финансовые институты, пенсионная система, пенсионная реформа, пенсионные резервы, пенсионные накопления.

Key features of assessing the value of non-state pension funds in the context of reforming the Russian pension system

Elior Alena Olegovna, student, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russian Federation

E-mail: alenaelior@gmail.com

Perepelitsa Denis Grigorievich, scientific advisor, PhD, Plekhanov Russian University of Economics

Abstract

The article presents an analysis of the features of assessing the value of private pension funds in Russia. The current topic of the article is supported by the fact that in the context of the

reform of the pension system there is no generally accepted methodology for assessing the value of NPFs. An additional factor determining the relevance of the topic is the growth of sector

consolidation, which stimulates the development of common standards for assessing NPFs. An analysis was made of the possibility of applying a comparative approach to assessing the value of NPFs, deals with NPFs for the period 2016 - 2019 were considered. and analyzed the change in the P / A multiplier for transactions for this period. The article highlighted the features of applying the income approach to the assessment of non-state pension funds, namely the basic principles of cash flow forecasting.

Keywords: private pension fund, valuation, income approach, financial institutions, pension system, pension reform, pension reserves, retirement savings.

В условиях нестабильной макроэкономической ситуации, а также активно реформируемой законодательной базы, которая приводит к отсутствию возможности выработать единую методологию, возникает проблема стоимостной оценки НПФ. Помимо этого, актуальность статьи также обуславливается текущими тенденциями на рынке НПФ. Так, в течение последних лет наблюдался рост концентрации отрасли. На конец 2018 г. количество НПФ в России составило 52 фонда [4]. За 2018 год их число сократилось на 14 единиц. По собственному заявлению рынок покинули 10 фондов, за нарушение была аннулирована лицензия одного фонда. Еще четыре фонда присоединились к другим участникам рынка. В том числе в 2018 г. завершилось объединение трех крупных фондов, входящих в одну группу. Слияние позволяет фондам сокращать управленческие и комиссионные издержки. Таким образом, концентрация отрасли, в том числе, через механизмы слияний и поглощений, что предполагает оценку стоимости НПФ, также делает выбранную тему актуальной.

Стоимость негосударственного фонда напрямую зависит от его способности генерировать денежный поток акционерам, поэтому автором статьи была проанализирована действующая в настоящее время в России пенсионная система в части основных путей поступления средств пенсионеров в пенсионные фонды.

В целом, пенсионная система России состоит из двух уровней: системы обязательного пенсионного страхования (ОПС) и системы негосударственного пенсионного обеспечения (НПО). В первой в принудительном порядке участвуют все работающие люди. Ставка отчислений по обязательной системе страхования составляет 22% от фонда оплаты труда работника. Данные средства перечисляются работодателем в ПФР [3].

Система НПО является дополнительным видом пенсионного обеспечения граждан России. Особенностью этой системы является то, что в ней могут принимать участие на

добровольной основе все желающие. То есть ее основой являются добровольные пенсионные взносы.

В результате реформы 2002 г., система обязательного пенсионного страхования России была преобразована. Данная система с некоторыми ограничениями, которые будут описаны далее, действует в настоящий момент. Смысл реформы состоял в том, что для граждан, родившихся после 1967 г. пенсионная система стала смешанной, то есть, стала сочетать распределительный и накопительный принципы. Нововведением реформ 2002 г. стало разделение отчислений по обязательному пенсионному обеспечению на три части:

- базовая часть (фиксированная, устанавливается государством);
- страховая часть (зависит от суммы уплаченных страховых взносов);
- накопительная часть (зависит от величины заработной платы и суммы уплаченных пенсионных взносов).

Базовая часть пенсии, которую государство гарантирует каждому по достижению пенсионного возраста, составляет 6% из 22% отчислений в ПФР. На формирование страховой части, которую государство направляет на выплаты нынешним пенсионерам 10% из 22% отчислений. Оставшиеся 6% из 22% отчислений в ПФР приходятся на накопительную часть пенсии – ту, которой работник может управлять сам, то есть перевести в негосударственный пенсионный фонд. [3]

Таким образом, негосударственные пенсионные фонды в России управляют накопительной частью обязательных пенсионных отчислений работников, которые были переведены из ПФР в НПФ, средствами, сформированными по системе негосударственного пенсионного обеспечения, а также собственными средствами, которые необходимы для обеспечения уставной деятельности.

Важным событием, оказавшим влияние на всю пенсионную систему России, стала заморозка пенсионных накоплений. В 2014 году из-за тяжелой экономической ситуации в экономике России правительством было принято решение о временном моратории на новые отчисления в накопительную часть пенсии. Согласно принятым законодательным документам, заморозка накопительной части пенсии продлится до 2022 г. включительно. При этом данная система не предусматривает ликвидацию внесенных средств. Осуществляется мораторий только на последующее накопление. В результате 6% фонда оплаты перечисляются на счета страховой пенсии.

Дальнейшее реформирование пенсионной системы в РФ, которое должно затронуть непосредственно НПФ, предполагало введение системы индивидуального пенсионного капитала (ИПК). ИПК был предложен Минфином и ЦБ в 2016 г., и должен был заменить

замороженную накопительную пенсию. Однако осенью 2019 г. Минфин России сообщил, что направил в Минтруд законопроект а «О гарантированном пенсионном продукте» (ГПП). Документ предполагал возможность конвертации в нов ый стандартизированный продукт по негосударственному пенсионному обеспечению (НПО) пенсионных накоплений граждан, формируемых ими в рамках системы обязательного пенсионного страхования (ОПС) с 2002 года. По мнению участников рынка, законопроект о ГПП предп олагает частичный перенос на НПО инфраструктуры, разрабатывавшейся для ИПК.

Целью статьи автор ставил рассмотреть именно доходный подход к оценке, поскольку именно он позволяет учесть факторы, в том числе дальнейшее изменение законодательной базы, которые оказывают влияние на операционную деятельность НПФ и, тем самым, наиболее достоверно определить стоимость НПФ.

Несмотря на высокую M&A активность в секторе, с равнительный подход (метод сделок) к оценке НПФ применим с большими ограничениями, которые связаны, во-первых, с нерыночным условиями многих сделок, которые проходили в течение нескольких последних лет, во-вторых, с законодательными изменениями, которые повлияли на механизмы вознаграждений фондов, а в -третьих, с растущей неопределенностью относительно будущих реформ пенсионной системы РФ.

В таблице ниже приведены сделки с негосударственными пенсионными фондами, а также рассчитан отраслевой мультипликатор Р/А. Данные были получены на основе статистики представленной на сайте Центрального Банка РФ [4] и по данным новостей на

сайте газеты «Коммерсант» [6].

Как следует из приведенной таблицы, средний мультипликатор Р/А, по которому совершались сделки в 2016 – 2017 гг. составлял 15,5. В 2018 – 2019 гг. данный мультипликатор снизился до среднего значения 5,2 . Мультипликатор Р/А последней сделки на рынке НПФ на текущую дату составил 3,6. Снижение мультипликаторов свидетельствует о росте рисков в секторе и настороженном отношении участников рынка НПФ, относительно будущего пенсионной системы в России.

Таблица 1

Сделки с негосударственными пенсионными фондами в РФ за 2016 – 2019 гг.

Актив	Покупатель	Размер пакета, % [6]	Дата	Стоимость сделки, млн руб. [6]	Активы фонда, млн руб. [4]	Р/А
НПФ "Магнит"	«ВТБ Пенсионный фонд»	80%	фев.19	380	12 979	3,7

Актив	Покупатель	Размер пакета, % [6]	Дата	Стоимость сделки, млн руб. [6]	Активы фонда, млн руб. [4]	P/A
НПФ «Социальное развитие»	ИК «Ленинградское адажио»	100%	дек.18	190	9 013	2,1
НПФ «Образование»	ИК «Ленинградское адажио»	100%	дек.18	270	5 011	5,4
НПФ «Будущее»	ИК «Ленинградское адажио»	49%	дек.18	6 000	286 750	4,7
АО НПФ «Нефтегарант»	Дальневосточный банк	70%	фев.18	994	58 277	2,4
НПФ «Доверие»	Сафмар Финансовые инвестиции	100%	мар.18	12 100	95 393	12,7
НПФ «ВНИИЭФ-гарант»	НПФ Сбербанка	100%	дек.17	120	3 835	3,1
АО НПФ «Социальное развитие»	O1 Group (Борис Минц)	100%	фев.17	1 600	11 182	14,3
ЗАО «НПФ Уралсиб»	O1 Group (Борис Минц)	100%	фев.16	1 800	7 722	23,3
АО НПФ «Санкт-Петербург»	НПФ «Большой» (группа «Ренова»)	100%	дек.16	283	1 887	15,0
ЗАО НПФ «Русский стандарт»	O1 Group (Борис Минц)	100%	июл.16	1 000	5 735	17,4
АО НПФ «Альянс»	ЗАО «Вестелком» (ПАО «Ростелеком»)	51%	июн.16	184	1 631	22,1
ОАО НПФ «Образование»	O1 Group (Борис Минц)	100%	июн.16	700	4 272	16,4
АО НПФ ОПК	Роман Авдеев, ООО «МКБ Капитал»	100%	апр.16	200	1 634	12,2

Использование доходного подхода при оценке стоимости любого бизнеса основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

Наиболее распространенным методом в рамках доходного подхода является метод дисконтирования денежных потоков. При определении стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков весь срок прогнозируемой деятельности и следует разделять на две части:

- прогнозный период;
- постпрогнозный период.

В прогнозном периоде, как правило, наблюдаются колебания доходов и расходов, связанные с ростом или падением объемов доходов, изменениями в структуре затрат, динамикой процентных ставок и т.п. В этот период функционирование НПФ не стабилизировалось, и могут отсутствовать четко выраженные тенденции в развитии. Это наиболее сложный участок прогнозирования, поскольку необходимо детально анализировать факторы, влияющие на величину денежного потока, и отдельно рассчитывать их изменение. Важно отметить, что выбор слишком короткого прогнозного периода не позволит учесть эффекты от реформирования отрасли. Таким образом, наиболее корректным представляется использование прогнозного периода равным 5-10 годам.

Важно отметить, что при прогнозировании доходов негосударственного пенсионного фонда невозможно без прогноза динамики активно-пассивных операций, поскольку при построении доходов и расходов фонда, базовым элементом является прогнозный баланс.

В активах баланса НПФ основными статьями являются различного рода финансовые вложения, которые НПФ финансирует за счет пенсионных накоплений (или ОПС – обязательное пенсионное страхование), пенсионных резервов (или НПО – негосударственное пенсионное обеспечение) и собственных средств. Перечисленные виды деятельности НПФ формируют его ключевую особенность, связанную с оценкой стоимости. Так, наиболее корректным является способ, когда прогноз финансовых активов, а, следовательно, и прогноз доходов и расходов осуществляется в разрезе видов деятельности. Говоря иными словами, для прогноза финансовый результат фонда необходимо рассчитывать отдельно для разных видов деятельности, это связано с особенностью нормативных ограничений, накладываемых при признании расходов по этим видам деятельности, а также механизмами вознаграждения НПФ. Перечисленные особенности описаны далее по тексту статьи.

При прогнозе активов и обязательств фонда необходимо учитывать, что прирост финансовых активов по ОПС обеспечивается за счет отчислений части инвестиционного дохода, который НПФ зарабатывает на финансовых вложениях пенсионных накоплений за год. Согласно законодательству, указанная доля дохода не должна быть меньше 85% инвестиционного дохода от вложений пенсионных накоплений.

Также необходимо учитывать, что финансовые активы по ОПС могут прирастать за счет отчислений части заработной платы существующих клиентов. Однако ввиду того, что в настоящий момент, согласно постановлению Правительства РФ, такие отчисления могут осуществляться только после 2021 г.

Еще одним важным драйвером активов НПФ является число клиентов. В настоящий момент участники системы ОПС имеют право перемещать свои пенсионные накопления из одного НПФ в другой, а также из ПФР в НПФ и обратно.

Кроме оттока клиентов, величина пенсионных накоплений должна снижаться за счет выплат по пенсионным накоплениям текущим пенсионерам.

Что касается негосударственного пенсионного обеспечения, то финансовые активы по НПО прогнозируются аналогично расчету финансовых активов по ОПС, за исключением того, что на пенсионные резервы не распространяется мораторий и их величина может расти более быстрыми темпами за счет дополнительных добровольных отчислений работников.

Важной особенностью при оценке стоимости НПФ доходным подходом является прогноз собственных средств фонда. Собственные средства НПФ представляют собой средства, предназначенные для обеспечения операционной деятельности и устойчивости фонда. Несмотря на то, что в отличие от банковского сектора, в секторе негосударственного пенсионного страхования нет жестких ограничений, установленных регулятором в отношении норматива достаточности собственных средств, обеспечение фондом должного уровня собственного капитала является одним из важных аспектов деятельности любого НПФ, поскольку высокий уровень собственного капитала является одним из индикаторов его финансовой устойчивости.

При прогнозировании собственного капитала любого НПФ, необходимо руководствоваться требованиями к уставному капиталу и собственным средствам фонда, предъявляемыми Федеральным законом от 07.05.1998 г. № 75 -ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах». В соответствии со статьей 6.1. федерального закона минимальный размер уставного капитала фонда должен составлять не менее 120 миллионов рублей, а с 1 января 2020 года - не менее 150 миллионов рублей, минимальный размер собственных

средств фонда, должен составлять не менее 150 миллионов рублей, а с 1 января 2020 года - не менее 200 миллионов рублей.

Вместе с тем, также важно учесть, что согласно статье 20.3 Федерального закона от 07.05.1998 г. № 75 -ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» НПФ не вправе принять решение (объявлять) о выплате дивидендов по акциям до истечения пяти лет со дня его государственной регистрации. Данное ограничение напрямую влияет на величину денежных потоков НПФ, поскольку акционеры не могут получить свой денежный поток в виде дивидендов, пока действует это ограничение. Соответственно, при прогнозировании собственных средств надо учитывать, что собственные средства будут расти на величину чистой прибыли, полученной за соответствующий период. После отмены ограничения на выплату дивидендов, вся накопленная нераспределенная прибыль может быть распределена акционером в виде дивидендов, за исключением той части, которую фонд должен держать в качестве резервов.

Прежде всего, под резервами понимается резерв по обязательному пенсионному страхованию (РОПС). РОПС — один из уровней системы гарантирования безубыточности инвестиций НПФ пенсионных накоплений. Этот резерв, в частности, страхует от отрицательного результата инвестирования НПФ в пятилетнем периоде, используется для гарантийного возмещения клиентам при крахе фонда. Сейчас ежегодные отчисления составляют 0,125% аккумулированных НПФ пенсионных накоплений.

Ввиду специфики деятельности НПФ прогноз доходов и расходов НПФ осуществляется отдельно, в зависимости от источника финансирования, то есть по видам деятельности фонда. На основе спрогнозированного баланса, с учетом приведенных особенностей, а также на основе спрогнозированных процентных ставок, может быть рассчитан инвестиционный доход НПФ.

Далее, спрогнозировав операционные расходы фонда, обязательные отчисления и налоги, может быть рассчитан денежный поток фонда, то есть те свободные средства, которые могут быть распределены акционерам в форме дивидендов.

Необходимо отметить, что с 2018 г. изменилась схема вознаграждения НПФ (появилось постоянное вознаграждение фонда) и расходы, которые ранее покрывались за счет инвестиционного дохода по пенсионным накоплениям стали покрываться за счет собственных средств фонда. Таким образом, расходы по оплате услуг специализированного депозитария и вознаграждение доверительному управляющему прогнозируются в составе собственных средств.

Эта особенность не касается расчета чистого инвестиционного дохода по негосударственному пенсионному обеспечению. Расходы по оплате услуг специализированного депозитария и вознаграждение доверительному управляющему не перегруппировываются и прогнозируются в составе расходов по НПО.

Что касается других отчислений, то согласно законодательству РФ, НПФ имеют право на получение дохода за управление средствами ОПС. Величина комиссии за управление составляет 0,75% от величины пенсионных накоплений. Величина этих отчислений прогнозируется как расходы в составе ОПС и как доходы по собственным средствам НПФ.

Также 85% полученного за год инвестиционного дохода за вычетом расходов от вложений средств по ОПС и НПО направляются на прирост величины обязательств по ОПС и НПО соответственно, а оставшиеся 15% идут на прирост собственных средств в НПФ, что также установлено законодательством [3].

Таким образом, итоговая величина чистого инвестиционного дохода по ОПС и НПО определяется как величина доходов от инвестирования по соответствующим типам финансовых активов за вычетом операционных расходов относимых на данные виды деятельности, комиссии за управление (фиксированная часть дохода НПФ) и комиссии от инвестиционного дохода (переменная часть дохода НПФ).

Собственные средства (доходы от их вложений) направляются на финансирование расходов по операционной деятельности фонда, и после всех обязательных отчислений и платежей могут быть распределены акционерам в форме дивидендов. Данная особенность

деятельности негосударственных пенсионных фондов обуславливает принцип

раздельного прогнозирования доходов и расходов по видам деятельности.

Основные источники доходов от использования собственных средств НПФ – это доходы от операций с финансовыми вложениями: процентные доходы и инвестиционные доходы. При расчете финансового результата по собственным средствам НПФ, важно также учитывать обязательные отчисления в АСВ и РОПС. Согласно действующему законодательству ставки установлены в размере 0,024% и 0,125% соответственно от величины обязательств по ОПС [3].

Как уже было отмечено ранее, согласно законодательству РФ НПФ имеет право на получение фиксированной и переменной части дохода, связанной с управлением средств вкладчиков. Как следствие, итоговая величина прибыли доступной для акционеров определяется как сумма доходов от инвестирования собственных средств и комиссионных доходов за вычетом операционных и прочих расходов.

В рамках статьи автор не касался вопроса расчета ставки дисконтирования, однако, ввиду нестабильной экономической ситуации и высокой неопределенности в отношении будущего пенсионной системы РФ, ставка дисконтирования должна отражать эти специфические риски. Таким образом, в статье была проанализирована структура существующей в России пенсионной системы, определены ключевые особенности пенсионной системы на текущем этапе развития, а также основные источники формирования активов НПФ. Был проведен анализ возможности применения сравнительного подхода к оценке стоимости НПФ, рассмотрены сделки с НПФ за период 2016 – 2019 гг. и проанализировано изменение мультипликатора P/A по сделкам за этот период. Автором были выделены особенности применения доходного подхода к оценке негосударственных пенсионных фондов, а именно основные принципы прогнозирования денежного потока. Наиболее сложной частью построения прогнозов доходов и расходов НПФ является учет законодательных требований, поскольку российское пенсионное законодательство находится на этапе реформирования. Введенные в 2018 г. комиссии за управление средствами по ОПС существенно увеличил и привлекательность данного направления бизнеса НПФ. Однако будущее развитие этой системы, ввиду действующего моратория на новые отчисления, ограничивает потенциал сегмента. Вместе с тем, деятельность по НПО имеет большой потенциал, если государством будет развиваться система ГПП, однако, влияние данной системы на отрасль еще только предстоит оценить.

Список использованных источников

1. Колобаев О.М. 15 лет с начала лицензирования НПФ // Пенсионное обозрение. – 2010. – № 4 (4) – С. 1-7.
2. Колобаев О. М. Развитие негосударственных пенсионных фондов – период «беззакония» // Пенсионное обозрение. – 2017. – № 1 (29). – С. 22-26.
3. Нормативные акты и документы, регулирующие деятельность негосударственных пенсионных фондов // Официальный сайт Центрального банка РФ. Статистика. [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: https://www.cbr.ru/finmarket/common_inf/legals_npf/ (дата обращения 20.08.2019).
4. Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов // Официальный сайт Центрального банка РФ / Статистика. [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2018y/ (дата обращения 20.08.2019).

5. Официальный сайт Пенсионного фонда РФ [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <http://www.pfrf.ru/> (дата обращения 20.08.2019).
6. Статистика сделок с негосударственными пенсионными фондами в РФ за 2016 – 2019 гг. // Газета «Коммерсант». [электронный ресурс]. – Режим доступа. – URL: https://www.kommersant.ru/search/results?places=&categories=&datestart=01.11.2018&dateend=01.11.2019&sort_type=1®ions=&results_count=&page=1&search_query=%D0%BD%D0%BF%D1%84 (дата обращения 20.08.2019).
7. Федеральный закон от 15 декабря 2001 года N 167-ФЗ (ред. от 14.12.2015). [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182957#0> (дата обращения 20.08.2019).

References

1. Kolobaev O.M. 15 let s nachala litsenzirovaniya NPF // Pensionnoe obozrenie, 2010, No. 4 (4), pp. 1-7.
2. Kolobaev O.M. Razvitie negosudarstvennykh pensionnykh fondov – period «bezzakoniya» // Pensionnoe obozrenie, 2017, No. 1 (29), pp. 22-26.
3. Normativnye akty i dokumenty, reguliruyushchie deyatelnost' negosudarstvennykh pensionnykh fondov // Ofitsial'nyi sait Tsentral'nogo banka RF. Statistika https://www.cbr.ru/finmarket/common_inf/legals_npf/
4. Osnovnye pokazateli deyatelnosti negosudarstvennykh pensionnykh fondov // Ofitsial'nyi sait Tsentral'nogo banka RF / Statistika https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2018y/
5. Ofitsial'nyi sait Pensionnogo fonda RF
6. Statistika sdelok s negosudarstvennymi pensionnymi fondami v RF za 2016 – 2019 gg. // Gazeta Kommersant https://www.kommersant.ru/search/results?places=&categories=&datestart=01.11.2018&dateend=01.11.2019&sort_type=1®ions=&results_count=&page=1&search_query=%D0%BD%D0%BF%D1%84
7. Federal'nyi zakon ot 15 dekabrya 2001 goda N 167-FZ (red. ot 14.12.2015) <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182957#0>