

## 10.19. АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ В РФ

Федорова Е.А., д.э.н., проф. кафедры  
«Финансовый менеджмент»;

Сырцев В.А., магистр экономики кафедры  
«Финансовый менеджмент»

*Финансовый университет при Правительстве РФ*

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)

[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В статье приводится экономический анализ деятельности управляющих компаний пенсионных фондов в Российской Федерации на основе анализа ежеквартальной финансовой отчетности 46 управляющих компаний пенсионных фондов РФ за период с 2004 по 2012 г. Исследована динамика изменений следующих экономических показателей по следующим направлениям:

- стоимости чистых активов;
- дебиторской и кредиторской задолженности;
- средней доходности;
- основных видов активов в структуре инвестиционного портфеля.

Выявлено, что большинство компаний старается учесть и минимизировать риски, размещая денежные средства на счетах в кредитных организациях и депозитах.

В законодательстве Российской Федерации термин употребляется в следующем значении: управляющая компания – акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью, созданное в соответствии с законодательством РФ и имеющее лицензию Федеральной службы по финансовым рынкам РФ (ФСФР РФ) на осуществление деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами в соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ [2]. Особого внимания заслуживает анализ деятельности управляющих компаний, которые осуществляют доверительное управление пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов (управляющие компании пенсионных фондов, УК ПФ) [3, 4, 6]. В настоящее время в РФ наблюдаются активные изменения на рынке управления пенсионными накоплениями, в связи с введением Программы софинансирования пенсии [5]. Государство увеличило взносы участников программы государственного софинансирования пенсии за 2011 г. из бюджета РФ на 3,86 млрд. руб. На сегодняшний день в программу вступили 7,74 млн. россиян. В 2012 г. они уже внесли на свои счета 1,1 млрд. руб., что на 150 млн. руб. больше, чем за аналогичный период прошлого года.

Количество управляющих компаний с 2004 г. по 2009 г. в среднем не менялось, и около 56 компаний всегда присутствовали на рынке пенсионных накоплений. Однако состав их менялся на рынке. Многие компании ушли с рынка пенсионных инвестиций в 2008 г., среди этих компаний такие компании, как «Золотое сечение УК» и «Дворцовая площадь УК». В 2009 г. «Пиоглобал УК» во 2-м квартале и «Бизнес УК» в 4-м квартале, взамен им пришла молодая компания «ФБ Август УК» и «Энергокапитал УК» (в 1-м и 2-м квартале соответственно). В «Мир УК» покинула рынок пенсионных накоплений в 2-м квартале 2010 г. Также в 2010 г. ушла с рынка такая компания, как «Вика УК». На смену этим компаниям появились такие компании, как «АФМ УК» (во 2-м квартале 2010 г.), однако данная компания просуществовала не так долго: через девять месяцев она вынуждена была покинуть рынок. Вместе с нею в этом году ушли такие компании, как

«Ямал УК» и «Уралсиб эссет Менеджмент УК» и «Уралсиб-Управление Капиталом УК» (в 1-м и 3-м квартале). Такая текущая компаний на рынке, от которого зависит будущее российских граждан, ставит задачу о необходимости оценить рынок пенсионных накоплений в целом. Проблемы, связанные с пенсионными накоплениями, рассмотрены в статьях Федоровой Е.А. и Лукаевича И.Я. [9], Федоровой Е.А. и Антаненковой И.С. [8], и Борсенко Н.Ю. [6].

В нашей работе на основе данных, предоставленных Пенсионным фондом РФ, проведен анализ деятельности ежеквартальной отчетности 46 управляющих компаний пенсионных фондов РФ за период с 2004 по 2012 г. Мы исследуем динамику изменений следующих экономических показателей:

- стоимости чистых активов (СЧА),
- дебиторской и кредиторской задолженности,
- средней доходности,
- основных видов активов в структуре инвестиционного портфеля.

В среднем по управляющим компаниям в рассматриваемом периоде наблюдался небольшой – около 10-11 млн. руб. – рост СЧА в квартал (рис. 1). На начальном этапе отмечен рост в 90 млн. руб. во 2-м квартале 2005 г. Но в 2011 г. в среднем по управляющим компаниям был выявлен всплеск роста СЧА на сумму 538, млн. руб. во 2-м квартале. Это связано с проведением Государственной программы софинансирования пенсии (п. 2 ст. 6 Федерального закона «О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений» от 30 апреля 2008 г. №56-ФЗ) [3]. В этот период государство передало дополнительно в управление управляющим компаниями 3,86 млрд. руб. из бюджета РФ. Во 2-м квартале 2011 г. общая сумма денежных средств, переданная в управление, составила 31,8 млрд. руб. Общая сумма к 2013 г. СЧА составила 33,5 млрд. руб. по договорам с негосударственными пенсионными фондами (НПФ) (из них средства сберегательной части пенсии составили 29,7 млрд. руб., а накопительной части пенсии составила 3,8 млрд. руб.). Но стоимость чистых активов для отдельно взятой УК в среднем увеличилась на 1,3 млрд. руб. за период с 2005 по 2012 г. При рассмотрении динамики средней доходности усредненной управляющей компании отметим, что во 2-м квартале 2004 г. отрицательная средняя доходность, чередуются положительные средние доходности от 46% до 15% с нулевыми доходностями в некоторых кварталах, но с общей тенденцией к снижению. И огромный обвал произошел в 2008 г. Такое развитие событий связано с общим экономическим кризисом, падением котировок на всех рынках.

Спад на рынке пенсионных накоплений продолжался до конца 2009 г. В начале 2009 г. компаниями были приняты меры по повышению эффективности управления за счет оптимизации и диверсификации инвестиционных портфелей рассматриваемой компании. И в конце 2009 г. и в начале 2010 г. наблюдался общий рост доходов. Данный рост смогли удержать до конца 1-го квартала 2010 г. лишь за счет увеличения кредиторской задолженности, соотношение средней дебиторской задолженности к кредиторской составило 1,93 раза, что привело к падению средней доходности по компаниям до 1,19% и оказалось существенно ниже ставки рефинансирования, установленной Центральным банком РФ (ЦБ РФ) на уровне 8% (рис. 1-3).

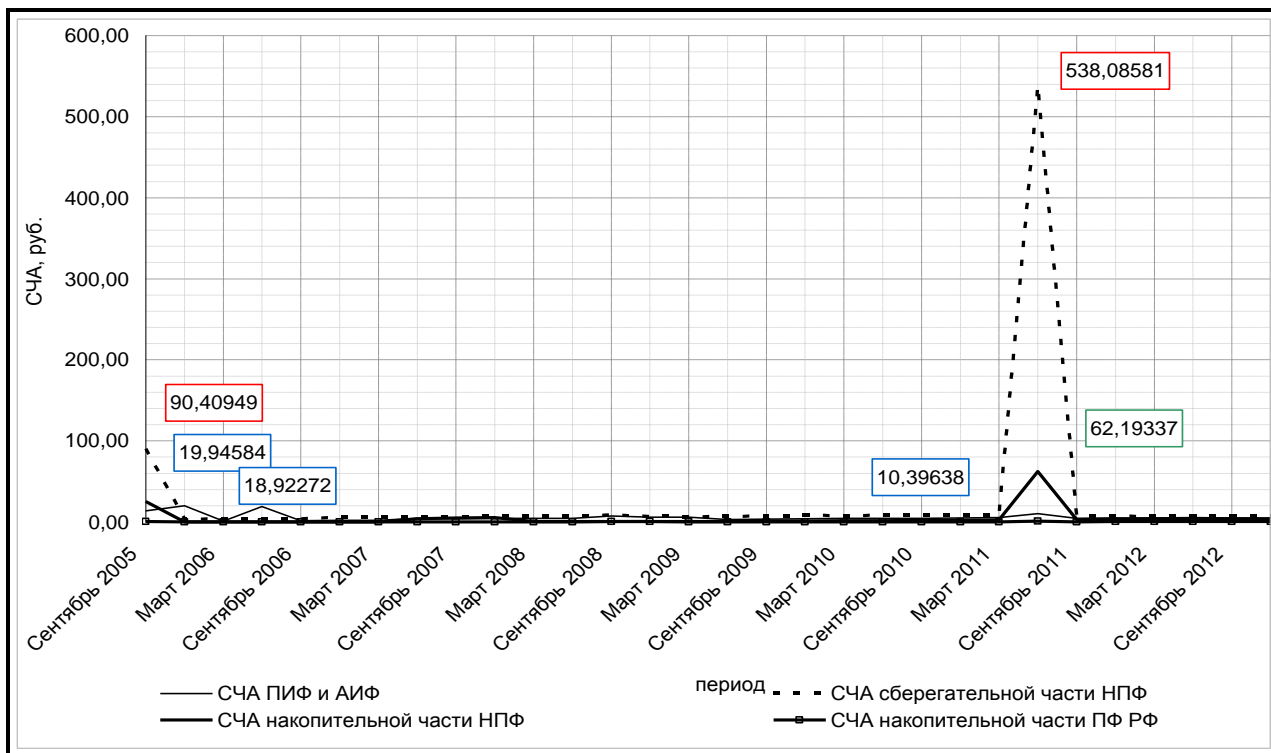


Рис. 1. Объемы активов, передаваемые в доверительное управление управляющей компании (средневзвешенные по компаниям), динамика показана с 2005-2012 гг., ежеквартально

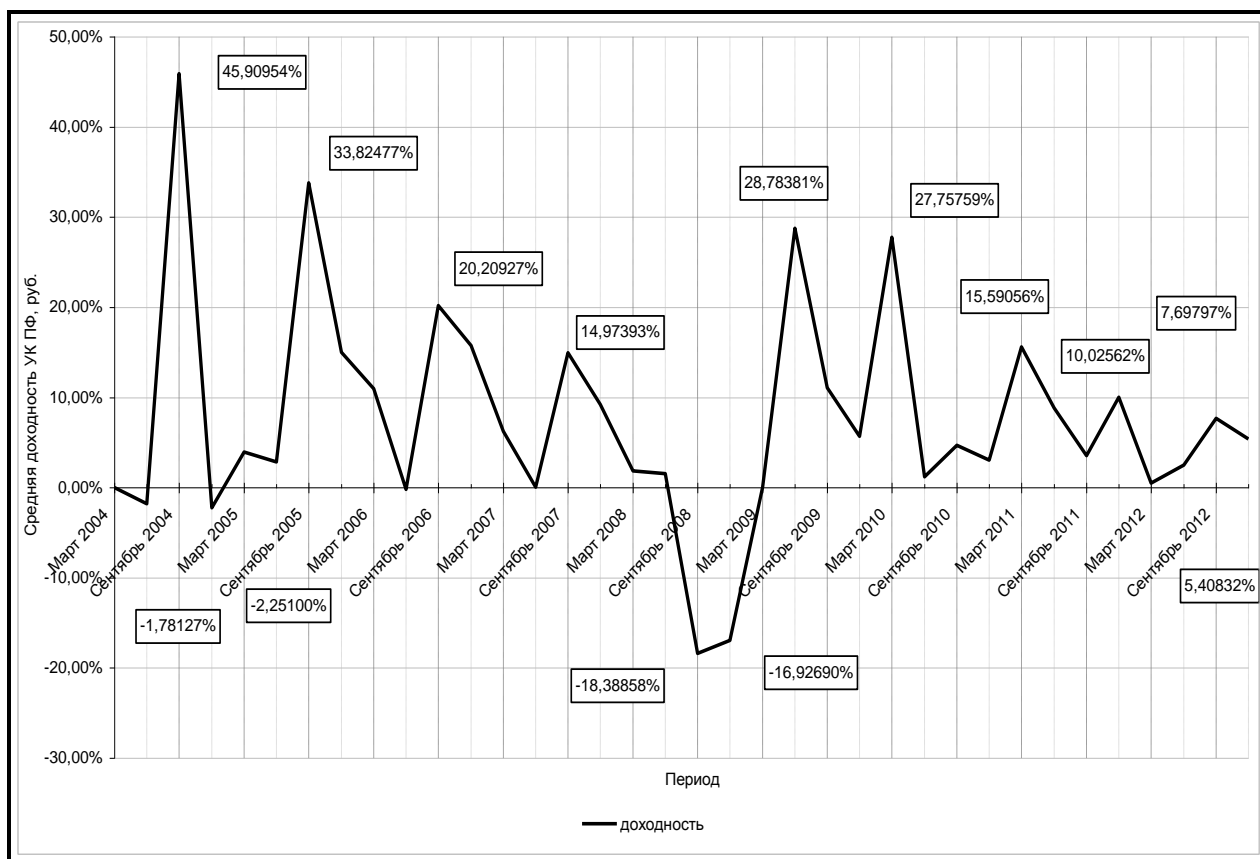


Рис. 2. Ежеквартальная динамика средней доходности управляющей компании ПФ (средневзвешенная по компаниям)

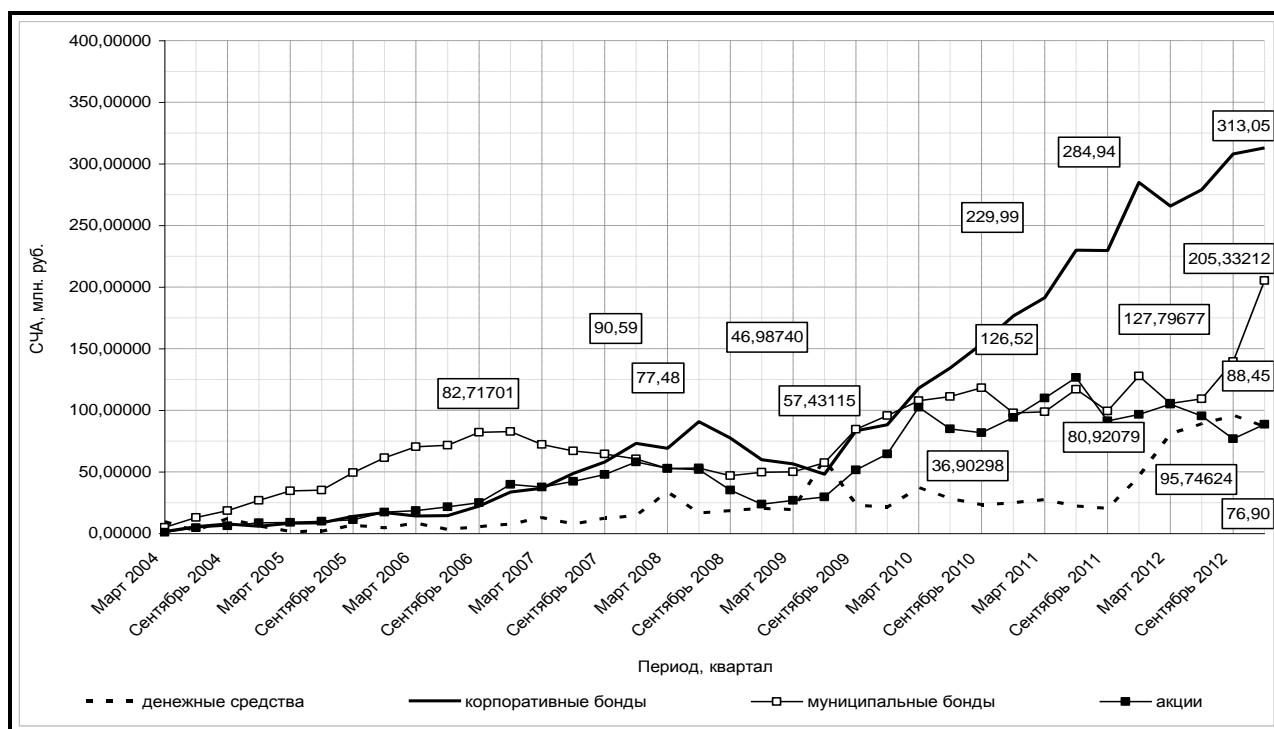


Рис. 3. Динамика основных видов активов в структуре портфеля УК с 2004 по 2012 гг. (средневзвешенное по компаниям), руб.

Чтобы выявить основные тенденции инвестиционной политики компаний, выделим несколько видов активов и проанализируем динамику изменения их объемов. Определим, какие же виды активов в портфеле наиболее влияют на доходность УК на рассматриваемом временном диапазоне. Данные активы распределим по видам:

- денежные средства – это денежные средства на счетах, в кредитных организациях и депозиты;
- государственные облигации – это государственные ценные бумаги; государственные ценные бумаги субъектов РФ и муниципальные облигации;
- корпоративные облигации – это облигации российских хозяйственных обществ;
- акции российских эмитентов выпущенных в форме открытого акционерного общества (ОАО).

Динамика изменения данных активов в структуре портфеля УК за период 2004-2012гг. представлена на рисунке (см. рис. 3).

В целом наблюдалась положительная динамика увеличения данных видов активов. Следует отметить, когда доходы по государственным облигациям, акциям и корпоративным облигациям в 2008 г. резко снижались, компаниями было принято решение увеличить долю денежных средств в инвестиционном портфеле [6]. Это о снизило уровень риска и позволило реинвестировать спасенные активы в 2010 г. в корпоративные облигации, которые показали небывалый подъем начиная с 3-го квартала 2010 г. Однако УК были до конца не уверены в росте доходов от корпоративных облигаций, поэтому продолжали увеличивать долю денежных средств в структуре инвестиционного портфеля в 3-м квартале 2009 г.

Существенное влияние на доходы управляющей компании оказывает переоценка активов, в основном она связана с динамикой и нестабильностью российского рынка. Это позволяет компании оптимизировать струк-

туру инвестиционного портфеля, позволяет оценить средний ожидаемый размер убытка и эффективно распределить денежные средства бенефициариев, получаемые от фактических пенсионных накоплений, так и от вознаграждений, в зависимости от условий действий договора. Ключевым фактором дохода является реализация активов. Исходя из его динамики видно, что компании стремились увеличить суммарную рыночную стоимость чистых активов портфеля, таким образом увеличивая общую стоимость чистых активов компании, приносящую доход лишь ее собственникам.

График динамики доходности компаний (см. рис. 2) показывает, что компании поздно отреагировали на изменение рынка: было реализовано в среднем за 2-й квартал 2008 г. только 1,35 млн. руб. СЧА. Ожидая положительной динамики рынка, которая так и не наступила, в 4-м квартале 2008 г. УК потеряли более 23,8 млн. руб. Можем отметить, что инвестиционная стратегия по формированию портфелей была в период с 2004 по 2012 гг. недостаточно гибкой, не была учтена вероятность экономических кризисов, компании не были к ним готовы. Компании могли избежать этого, если бы воспользовались всеми предложенными законодательством РФ, финансовыми инструментами при формировании инвестиционного портфеля, такими как:

- облигации внешних облигационных займов РФ;
- государственные ценные бумаги РФ для размещения средств институциональных инвесторов; а так же паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающие средства в государственные ценные бумаги иностранных государств;
- облигации и акции иных иностранных эмитентов, имеющих рейтинг не ниже уровня BB (Fitch-Ratings и Standart & Poors), а не только вкладывали активы в облигации российских хозяйственных обществ.

Проценты по депозитам денежных средств на счетах кредитных организаций и депозитах слабо влияют на совокупный доход управляющих компаний, они скорее всего служат инструментом хеджирования, способом снижения риска по портфелю. Наличие высокой средневзвешенной для рассматриваемых компаний доли денежных средств составляет практически половину активов портфеля (47% по итогам 2012 г., а максимальная – даже 72,38%), и свидетельствует о слабой диверсификации средневзвешенного портфеля, который был сформирован в рассматриваемый период. Это снижает доходность портфеля, увеличивает риски и нарушает основное правило любых инвестиций – не вкладывать все средства в один вид активов.

Для оценки эффективности работы нашей управляющей компании следует учесть также количество полученных и перечисленных средств от бенефициариев, т.е. граждан РФ. С 1-го квартала 2008 г. эти поступления практически прекратились. Затем процент этих поступлений резко увеличился за счет поступлений из Пенсионного фонда РФ (ПФ РФ), т.е. государство приняло решение часть средств «промолчавших» вкладчиков передать в УК. За счет этих средств удалось выровнять рынок пенсионных инвестиций. Оценка динамики денежного потока компаний без учета дисконтирования показала, что объем выплат значительно, в 3,21 раза, превысил поступления управляющих компаний ПФ РФ, особенно в 1-м квартале 2012 г., на это повлияла переоценка рынка в целом, таким образом в динамике выплат произошел спад, который вызвал резкое снижение средней доходности управляющих компаний.

Проанализируем расходы УК. Кроме расходов по инвестиционному портфелю, расходы УК по инвестированию состоят из оплаты услуг специального депозитария, оплаты услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг, расходы на аудиторов и страхование, прочие расходы. Основную статью расходов инвестирования составляет оплата профессиональных участников рынка. Пики расходов компаний являются свидетельством перечисления денежных средств в соответствии с договорами, когда статьи расходов от инвестирования значительно превышают сумму расходов по платежным статьям. Это наблюдается в 4-м квартале 2009 г. и в 4-м квартале 2010 г. Расходы в основном связаны с «переоценкой активов» и спадом в экономике. Такие же скачки наблюдались на рынке в 2008 г. в период с 3-го по 4-й квартал. Неподтвержденные расходы управляющих компаний в среднем за 4-й квартал 2008 г. составили 345,1 тыс. руб. Эти расходы были связаны с увеличением доли денежных средств в активах портфеля. Если рассматривать сезонность совокупных расходов компании по инвестированию, то в основном они приходятся на конец года.

Далее рассмотрим динамику собственных средств компании. Одной из самых весомых и основных статей расходов УК является оплата профессиональных участников рынка. По итогам 1-го квартала 2012 г. она составила 135,7 тыс. руб., что принесло доходность на этом этапе 20%, но после вычетов из собственных средств компании оплаты профессиональным участникам рынка в последующих кварталах, совокупная доходность по портфелю составила только 5%, т.е. высокие выплаты поглотили эффект от вложенных средств. УК увеличивали собственные средства начиная с 1-го

квартала 2005 г., что повысило доходность до 46% (рис. 2). Но во 2-м квартале 2006 г. доходность компаний составила -0,21%, вследствие чего многим компаниям пришлось сократить объемы собственных средств в структуре капитала до 1,5 млрд. руб., но в 3-м квартале 2007 г. собственные средства компаний составляли уже 2,8 млрд. руб. Однако 2008 г. показал, что не все собственники компаний оказались устойчивыми и готовыми к экономическому спаду в стране: в среднем по каждой компании составили 30,5 млн. руб., по итогам 2008 г. объявили себя банкротами такие компании, как «Золотое Сечение УК» и «Дворцовая площадь УК». Небывалый спад распространился и по 4-й квартал 2009 г. – рынок вынуждены были покинуть «Пиоглобал УК» и «РБизнес УК». Вывод: изменения объемов собственного капитала влияют на доходность УК. Но не только капитал влияет на деятельность УК, также необходимо рассмотреть факторы, которые можно оценить, как показатель эффективности труда управляющих компаний. К таким факторам можно отнести заработную плату, выплачиваемую работникам компаний, количество договоров управления пенсионными накоплениями с НПФ и количество договоров управления пенсионными сбережениями, принимаемый условный риск управляющей компании при формировании инвестиционного портфеля, количество паевых инвестиционных фондов находящихся под управлением компаний.

В работе сделан анализ динамики среднего количества договоров, находящихся под управлением компаний, таких как:

- договора с открытыми акционерными обществами (АИФ) и паевыми инвестиционными фондами (ПИФ);
- договоров с НПФ;
- договоров с ПФ РФ накопительной части пенсии.

Очевидно, что с ростом объемов денежных средств компании стараются сократить количество договоров с НПФ, а также количество договоров с ПФ РФ и увеличить количество договоров с ПИФ и АИФ, чтобы увеличить количество эффективных финансовых инструментов для создания оптимальной и эффективной структуры инвестиционного портфеля. Чтобы рассмотреть качество труда таких институциональных инвесторов УК НПФ, то есть оценить их деятельность, следует рассмотреть структуру совокупного инвестиционного портфеля в период с 2004-2012 гг.

- В 1-м квартале 2004 г. пенсионные накопления размещались в основном на депозитах и счетах в кредитных организациях доля их достаточно высока – 84%.
- Во 2-м квартале в структуре совокупного портфеля большую часть занимают муниципальные облигации – более 43%.
- В 3-м квартале 2009 г. компании очень сильно полагались на корпоративные облигации (их доля в инвестиционном портфеле составляла более 42%) и муниципальные облигации (более 21%).

Однако, как показывает рис. 3, рынок корпоративных облигаций и муниципальных облигаций к этому времени рухнул вниз, что и привело к отрицательной доходности – почти -18,4%, данная ситуация вызвала большие потери компаний в стоимости чистых активов портфелей, отрицательный доход от переоценки активов составил более -31,6 млн. руб.

Проанализируем данные по влиянию эффективности инвестиционного портфеля на эффективность работы управляющих компаний, используя сравнительный анализ, представленный Garcia, Maria Teresa Medeiros [10].

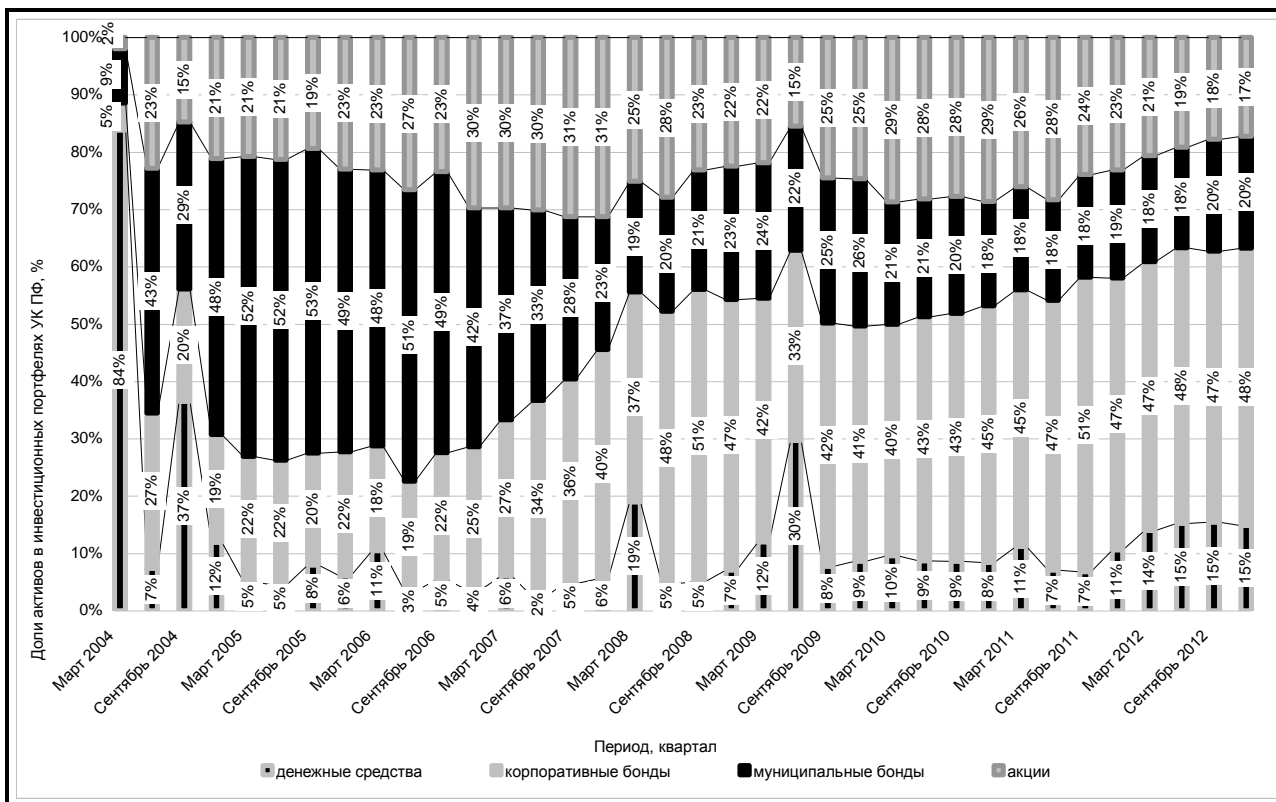


Рис. 4. Доли активов в совокупном инвестиционном портфеле УК по кварталам в период с 2004-2012 гг.

Следует отметить, что отрицательно влияют на эффективность портфеля и соответственно на эффективность работы УК такие активы, как акции российских эмитентов в форме ОАО и облигации российских хозяйственных обществ, это активы с низкими выплатами по дивидендам и высоким риском от переоценки активов. Большинство компаний старается учесть и минимизировать данный риск, размещая денежные средства на счетах в кредитных организациях и депозитах.

Компании стараются увеличить рыночную стоимость инвестиционного портфеля за счет увеличения стоимости его активов в целом, часто игнорируя весь разрешенный спектр финансовых инструментов, такие как облигации внешних облигационных займов РФ, государственные ценные бумаги РФ, для размещения средств институциональных инвесторов, а так же в основном паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов, ипотечные ценные бумаги, а так же облигации с ипотечным покрытием. Единственная компания – «Уралсиб УК» вкладывала активы в ипотечные ценные бумаги, объем вложений в которые по портфелю составил 208,0 млн. руб., а доля – всего лишь 4,73%.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ позволяет сделать следующие выводы:

- выявлен всплеск передачи активов в 2011 г., связанный с принятием Правительством РФ Программы о софинансировании пенсий [4];
- наблюдалась положительная динамика увеличения в инвестиционном портфеле доли таких активов, как денежные средства на счетах, в кредитных организациях и депозиты; государственных ценных бумаг; государственных

ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных облигации; корпоративных облигации (облигации российских хозяйственных обществ); акции российских эмитентов выпущенных в форме ОАО;

- отрицательно влияют на эффективность работы УК инвестирование средств в акции российских эмитентов в форме ОАО и в облигации российских хозяйственных обществ, которые проявили себя как бумаги с низкими выплатами по дивидендам и высоким риском от переоценки активов;
- большинство компаний старается учесть и минимизировать риски, размещая денежные средства на счетах в кредитных организациях и депозитах;
- УК стараются увеличить рыночную стоимость инвестиционного портфеля за счет увеличения стоимости его активов;
- основной доход был получен только за счет увеличения объемов собственного капитала и поступлений из ПФ РФ;
- инвестиционная стратегия по формированию портфелей в период с 2004 по 2012 гг. была недостаточно гибкой и не была учтена вероятность экономических кризисов, компании не были к ним готовы;
- необходимо использовать все предложенными законодательством РФ [5] финансовые инструменты при формировании инвестиционного портфеля, размещать активы в облигации внешних облигационных займов РФ; государственные ценные бумаги РФ, для размещения средств институциональных инвесторов; а так же паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающие средства в государственные ценные бумаги иностранных государств; облигации и акции иных иностранных эмитентов, имеющих рейтинг не ниже уровня BB- (Fitch-Ratings и Standart&Poors);
- следует использовать для формирования стратегии по инвестиционному портфелю результаты предыдущих анализов по более длительным периодам, в которых отражены не только периоды подъема, но проведен также анализ кризисных ситуаций и ремиссий.

## Литература

1. Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс] : федер. закон от 29 нояб. 2001 г. №156-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. О негосударственных пенсионных фондах [Электронный ресурс] : федер. закон от 7 мая 1998 г. №75-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений [Электронный ресурс] : федер. закон от 30 апр. 2008 г. №56-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со ст. 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» и ст. 36.15 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 30 июня 2003 г. №379. ода с изм. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
6. Борисенко Н.Ю. Особенности инвестирования государственной управляющей компанией средств пенсионных накоплений [Текст] / Н.Ю. Борисенко // Финансы и кредит. – 2010. – №9. – С. 53-58.
7. Пенсионный фонд РФ [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: [http://www.pfrf.ru/uk\\_results\\_info](http://www.pfrf.ru/uk_results_info).
8. Федорова Е.А. Разработка оптимальной стратегии инвестирования пенсионных накоплений для России [Текст] / Е.А. Федорова, И.С. Антаненкова // Экономический анализ: теория и практика. – 2012. – №34. – С. 53-60.
9. Федорова Е.А. Оптимальная инвестиционная стратегия на пенсионном рынке [Текст] / Е.А. Федорова, И.Я. Лукасевич // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – №4. – С. 224-228.
10. Garcia M.T.M. Efficiency evaluation of the Portuguese pension funds management companies // Journal of international financial markets. Institutions and Money». – 2010. – 20(03), – pp. 259-266.

## Ключевые слова

Инвестиционная деятельность; портфель; управляющие компании пенсионных фондов; экономический анализ.

*Федорова Елена Анатольевна*

*Сырцев Василий Анатольевич*

## РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность проблемы. Одной из важнейших задач эффективного функционирования управляющих компаний пенсионных фондов является повышение результативности и прозрачности их деятельности в сфере управления пенсионными накоплениями. Поэтому представленный в статье анализ является актуальным для современных экономических условий, когда наблюдается усложнение взаимосвязей вне и внутри организаций, наличие большого числа показателей, факторов и ограничений, а также быстрый рост конкуренции.

В работе авторы проводят анализ деятельности управляющих компаний, анализируя стоимости чистых активов, передаваемых в управление, структуру портфеля и динамику каждого актива компании и влияние их на доходность. Авторы предоставляют анализ средневзвешенного инвестиционного портфеля и проводят анализ его динамики с учетом влияния внешних и внутренних факторов на рынке пенсионных накоплений.

Сильной стороной исследования является то, что анализ проведен для 46 управляющих компаний и 53 инвестиционных портфелей на базе ежеквартальной отчетности в период с 2004-2012 гг. Данный анализ интересен тем, что проводится с учетом предкризисной, кризисной и посткризисной ситуаций на рынке и с учетом особенностей развития экономики Российской Федерации.

Статья «Анализ деятельности управляющих компаний в РФ» Федоровой Е.А. и Сырцева В.А. является актуальным, самостоятельным исследованием и рекомендуется для публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Лукасевич И.Я., д.э.н., зав. кафедрой «Финансовый менеджмент» Финансового университета при Правительстве РФ*

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)