ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Финансовые инструменты

УПРАВЛЯЮЩИЕ КОМПАНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПОРТФЕЛЯМИ НПФ: ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Елена Анатольевна ФЕДОРОВА[a,*], Дмитрий Акимович СЕДЫХ[b]

[a] доктор экономических наук, профессор кафедры финансового менеджмента,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
ecolena@mail.ru

[b] аспирант кафедры финансового менеджмента, Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
d.sedykh@list.ru

[*] Ответственный автор

История статьи:
Принята 14.05.2015
Принята в доработанном виде 09.06.2015
Одобрена 29.06.2015

УДК 347.736

Ключевые слова: управляющая компания, пенсионные накопления, инвестиционный портфель, облигация

Аннотация

Тема. Управляющая компания занимается инвестированием средств пенсионных накоплений и резервов с учетом ограничений регулятора и договоров, заключенных с пенсионными фондами. Главной целью управляющих компаний является эффективное управление портфелем: отбор наиболее привлекательных эмитентов с приемлемым уровнем кредитного качества и достижение максимальной доходности.

Цели. Цель исследования — анализ портфелей и деятельности управляющих компаний пенсионных фондов. Данный анализ проводится на основе ежеквартальной отчетности 30 управляющих компаний пенсионных фондов Российской Федерации.

Методология. Исследована динамика изменений экономических показателей с 2004 по 2014 г. Рассмотрена динамика активов, передаваемых в доверительное управление. Сделан анализ портфелей УК (основных видов активов в структуре портфеля УК, анализ доходности совокупного инвестиционного портфеля). Рассмотрены факторы, влияющие на эффективность работы сотрудников (заработная плата работников компаний, количество договоров управления пенсионными накоплениями с НПФ). Выполнен анализ финансовых результатов деятельности компаний.

Результаты. По результатам анализа было выявлено, 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.

Выводы. Управляющие компании стараются увеличить рыночную стоимость инвестиционного портфеля за счет увеличения стоимости его активов в целом, часто игнорируя весь разрешенный спектр финансовых инструментов, таких как облигации внешних облигационных займов РФ, государственные ценные бумаги РФ.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Изучение эффективности работы компаний является ключевым направлением исследований многих ученых. Такое внимание к этому понятию не случайно, ведь именно показатели, характеризующие эффективность, наиболее удобны, универсальны и объективны для определения и сравнения результатов экономической деятельности. Уровень современного экономического развития, характеризующийся ярко выраженными тенденциями к глобализации, следовательно, и к постоянно усиливающейся конкуренции, вынуждает руководство всех субъектов экономической деятельности систематически отслеживать уровень эффективности для лучшего понимания своих преимуществ или недостатков относительно конкурентов.

Важнейшим условием обеспечения сохранности и прироста пенсионных накоплений является их правильное инвестирование. Инвестирование пенсионных накоплений, осуществляемое негосударственными пенсионными фондами (НПФ), имеет свои особенности по сравнению

с инвестированием, которое осуществляют управляющие компании (УК)[1] [1].

В настоящее время в Российской Федерации, как и в большинстве стран мира, пенсионные фонды являются одними из крупнейших инвесторов на рынке капитала и обладают постоянно увеличивающимися объемами пенсионных сбережений индивидуальных вкладчиков и компаний. Совокупные пенсионные накопления в нашей стране растут достаточно высокими темпами: за 2004–2012 гг. они увеличились в 24 раза, достигнув к началу 2013 г. суммы в 2,3 трлн руб., что составляет 3,8% ВВП России[2]. Так, бюджет Пенсионного фонда Российской Федерации (ПФР) на 2014 г. сформирован по доходам в сумме 6,29 трлн руб. В соответствии с бюджетом расходы ПФР в 2014 г. составят 6,42 трлн руб., или 8,8% ВВП, из них 6,39 трлн руб. — в части, не связанной с формированием накопительной части трудовых пенсий. В 2015 и 2016 гг. расходы ПФР планируются в сумме 6,96 и 7,41 трлн руб. соответственно. Прогнозируемые доходы от инвестирования средств пенсионных накоплений, перечисляемые в ПФР управляющими компаниями, в 2015 г. составят 7,09 трлн руб., в 2016 г. — 7,73 трлн руб. Управление пенсионными активами является сложным видом деятельности, который включает выбор решений по инвестированию средств пенсионных накоплений и стратегическое размещение средств пенсионных резервов, отслеживание и соблюдение законодательных актов, а также административную деятельность. Вопросами, связанными с направлением инвестирования управляющими компаниями, занимались многие отечественные и зарубежные ученые. В работах [2–6] рассматривались вопросы, связанные с особенностями инвестирования управляющими компаниями средств пенсионных накоплений, в работах[7–9] изучались вопросы, связанные с деловой репутацией управляющей компании, инвестированием в кризисный период, анализом рисков и т.д.

Цель исследования — провести анализ портфелей и деятельности управляющих компаний. Такой анализ проводится на основе ежеквартальной отчетности 30 управляющих компаний пенсионных фондов Российской Федерации, предоставленной Пенсионным фондом Российской Федерации, также исследована динамика изменений экономических показателей с 2004 по 2014 гг.

Анализ состоит из нескольких этапов.

1. Рассмотрение динамики активов, передаваемых в доверительное управление.
2. Проведение анализа портфеля УК (основных видов активов в структуре портфеля УК, анализ доходности совокупного инвестиционного портфеля).
3. Рассмотрение факторов, влияющих на эффективность работы сотрудников (заработная плата работников компаний, количество договоров управления пенсионными накоплениями с НПФ).
4. Анализ финансовых результатов деятельности компаний.

Управляющие компании участвуют в отечественной пенсионной системе в обязательном пенсионном страховании (ОПС) и негосударственном пенсионном обеспечении (НПО), осуществляя инвестирование/размещение средств пенсионных накоплений и пенсионных резервов и выступая в роли доверительного управляющего в соответствии с договорами доверительного управления, заключенными с НПФ и Пенсионным фондом Российской Федерации (для УК, отобранных по конкурсу) [10]. Рассмотрим динамику активов, передаваемых в доверительное управление управляющим компаниям (рис. 1).

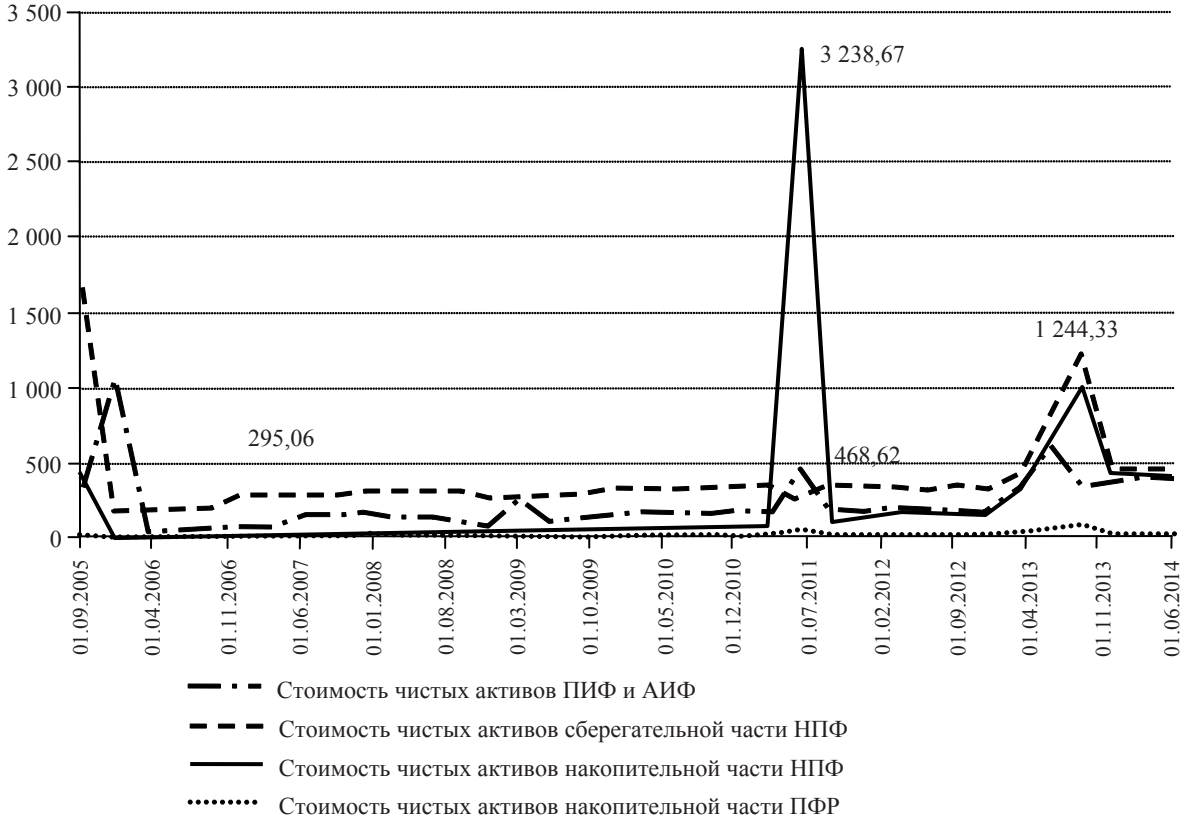
Увеличение активов в управление НПФ во II и III кварталах 2013 г. связано с проведением государственной Программы софинансирования пенсии. Анализ данных рис. 1 свидетельствует, что стоимость чистых активов, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений по договорам с ПФР, оставалась практически неизменна, а стоимость активов ПИФ и АИФ, находящихся под управлением УК, возросла незначительно, в среднем на 1,3 млрд руб. В I квартале 2010 г. стоимость активов в накопительной составляющей обязательной части пенсионной системы выросла на 47% (для сравнения — за весь 2009 г. увеличение стоимости активов составило 48%). Основная причина такого скачка — перевод ПФР управляющим компаниям и НПФ взносов за 2008 г., когда произошло повышение ставки взносов на накопительную часть трудовой пенсии с 4 до 6% [16]. Страховые взносы составили 251 млрд руб., доход от их инвестирования — 24 млрд руб. В НПФ было передано 35 млрд руб.

[1] *Борисенко Н.Ю.* Особенности инвестирования государственной управляющей компанией средств пенсионных накоплений // Финансы и кредит. 2010. № 9. С. 53–58.

[2] *Федотов Д.Ю.* Пенсионные накопления: выбор способа накопления // Финансы и кредит. 2013. № 38. С. 34–51.

Рисунок 1

Объем активов в доверительном управлении в 2005–2014 гг., млрд руб.



управляющим компаниям, а государственной управляющей компании (ГУК) — 240 млрд руб., однако с учетом перевода пенсионных накоплений в соответствии с заявлениями застрахованных лиц, выбравших НПФ, чистый приток средств из ПФР в управляющие компании составил 214,4 млрд руб., что обеспечило 92% прироста стоимости активов за рассматриваемый период. [11]. Проанализируем динамику изменения основных активов в структуре портфеля УК (рис. 2) и определим, какие же из активов наиболее сильно влияют на их доходность.

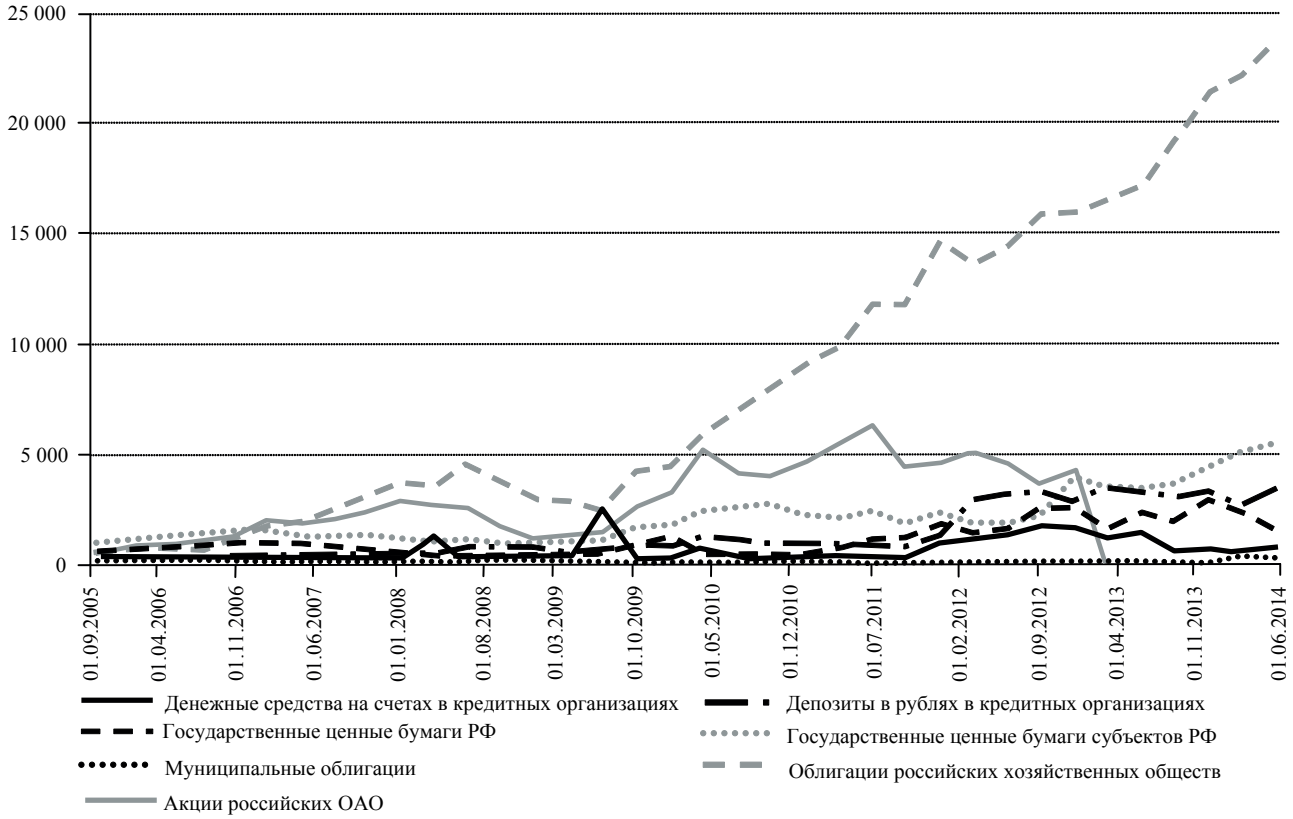
Анализируя структуру портфеля, можно сказать, что УК предпочитают вкладывать денежные средства в долговые ценные бумаги (облигации), которые позволяют получать доход как от разницы цен покупки и продажи, так и в виде купонного дохода.

Объем вложений в облигации имеет положительную динамику: на 01.06.2014 они составляют 23 671,1 млн руб., что на 241% больше, чем на 01.06.2009 (11 760,94 млн руб.). Следующим по объему активом считаются государственные ценные бумаги, а именно, облигации федерального займа, субфедеральные и муниципальные облигации. Наибольший темп прироста имеют облигации, эмитентом которых являются субъекты РФ (увеличение с 2 179,6 млн руб. на 30.09.2012 до 5 476,8 млн руб. на 30.06.2014, или в 2,5 раза). Вторым основным активом в портфеле УК до I квартала 2013 г. были акции российских ОАО. Такая ситуация сложилась в результате высокой степени неустойчивости фондового рынка, порождающей высокие риски такого рода вложений. Между тем каждая третья управляющая компания, по оценкам экспертов, фактически проиграла пенсии клиентов на фондовом рынке (см. рис. 2). При этом максимальная доходность некоторых портфелей УК за этот же период составила 17%[3]. Правительство готово разрешить негосударственным пенсионным фондам вкладываться в российские паевые инвестиционные фонды (ПИФ), деривативы и депозитарные расписки. При проведении опроса 54,2% респондентов затруднились с ответом на вопрос, позволит ли это увеличить доходность; 41,8% считают идею не совсем удачной, поскольку

[3] *Симоненко В.Н.* Проблемы и перспективы инвестирования пенсионных накоплений // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 32. С. 21–24.

Рисунок 2

Динамика основных видов активов в структуре портфеля управляющих компаний в 2005–2014 гг., млн руб.



это увеличит риск потери инвестиций, а 4,2%, напротив, думают, что эта мера увеличит доходность вложений[4]. Следует отметить, что объем депозитов в кредитных организациях с конца 2011 по начало 2014 г. увеличился в два раза, с 1 388,04 млн руб. до 3 341,19 млн руб.

Можно определить поведение инвестиционных портфелей управляющих компаний на рынке пенсионных накоплений, построив график средней доходности по управляющим компаниям в целом. Основная задача УК — защита пенсионных накоплений от инфляции. По данным Банка России, среднегодовая инфляция с 2004 по 2013 г. в России составила 9,33%, за этот период показать среднюю доходность выше средней инфляции смогли лишь 5 управляющих компаний. За III квартал 2008 г. падение рынка акций составило 43% по индексу ММВБ-10 [11]. В 2012 г. отмечается нисходящий тренд средней доходности по управляющим компаниям. Спад на рынке пенсионных накоплений продолжался до конца 2013 г., до принятия мер по оптимизации управления инвестиционными портфелями. Общий рост доходности наблюдается в 2012–2014 гг. Главная причина — увеличение кредиторской задолженности. Как показывает динамика средней доходности, далеко не все компании справляются с этой задачей (рис. 3).

Необходимо рассмотреть факторы, которые можно оценить как показатель эффективности труда, т.е. заработную плату работников компаний, количество договоров управления пенсионными накоплениями с НПФ. Динамика среднего количества договоров, находящихся под управлением компаний, представлена на рис. 4. Очевидно, что с ростом объемов денежных средств компании стараются сократить количество договоров с негосударственными пенсионными фондами и ПФР, а также увеличить количество договоров с открытыми акционерными обществами и паевыми инвестиционными фондами для создания оптимальной и эффективной структуры инвестиционного портфеля.

Рассмотрим структуру совокупного инвестиционного портфеля с 2005–2014 г. (рис. 5)

В основном большую часть (45–60%) совокупного инвестиционного портфеля занимают

[4] *Нейф Н.М., Богапова М.Р.* Инвестирование пенсионных накоплений управляющими компаниями // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 9. С. 36–43.

Рисунок 3

Ежеквартальная динамика средней доходности управляющих компаний в 2005–2014 гг., %

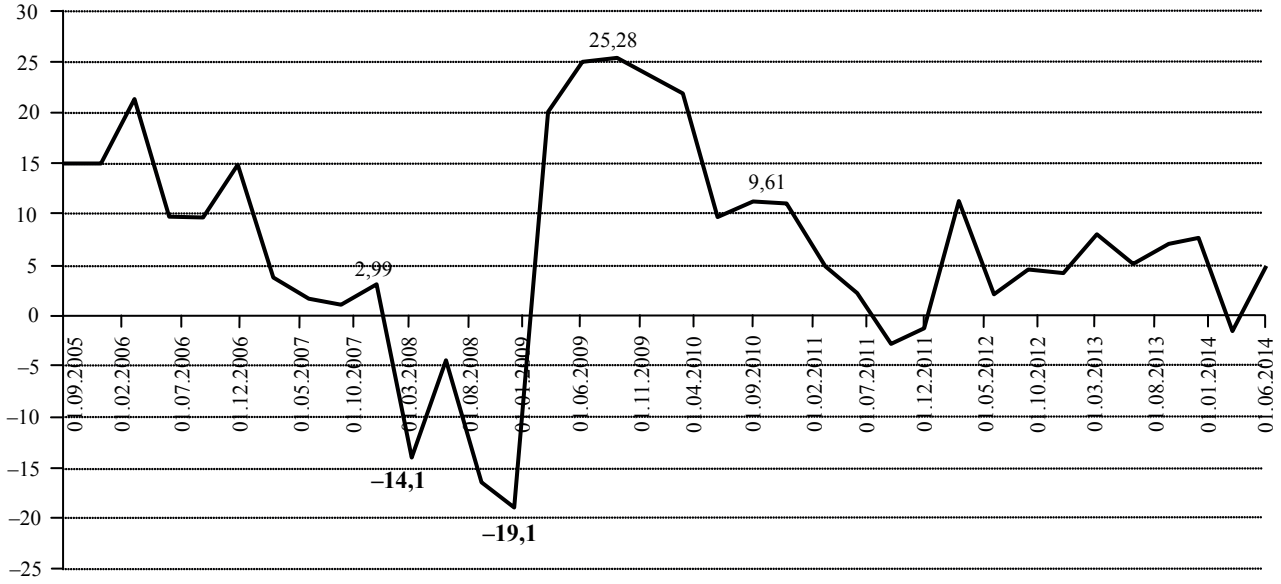
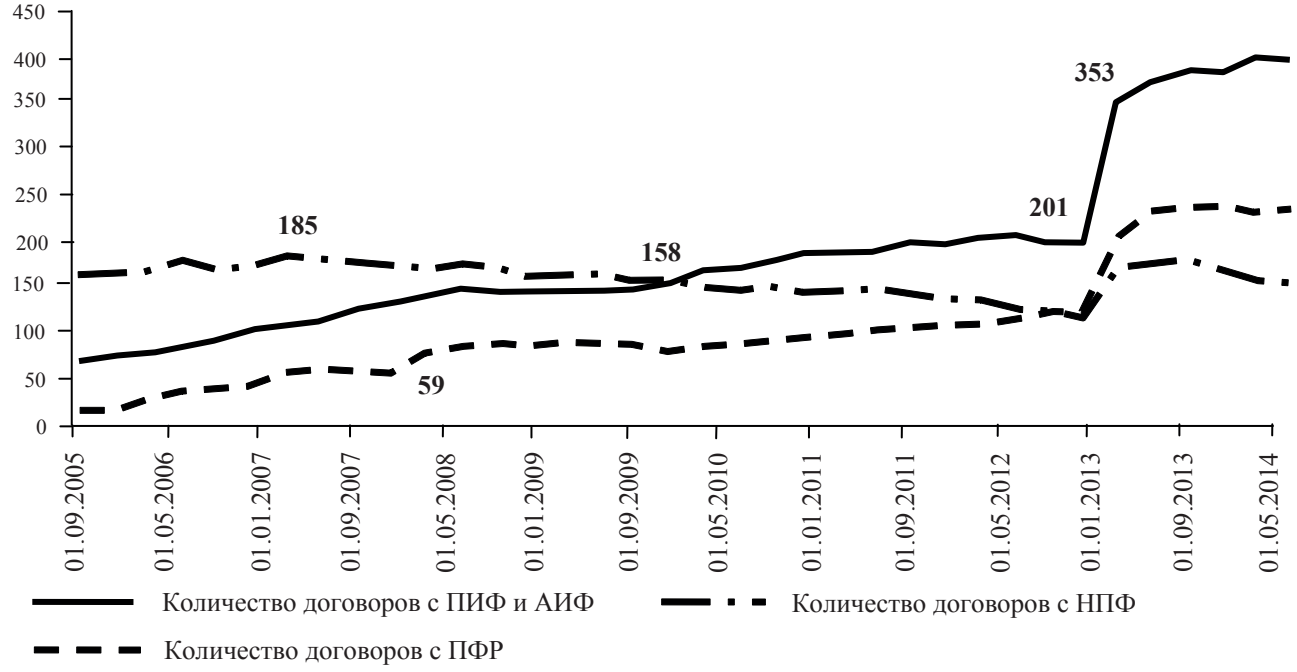


Рисунок 4

Показатели эффективности управляющих компаний с 2005 по 2014 г.



государственные ценные бумаги, в их числе облигации федерального и субфедерального займов, а также муниципальные облигации.

С 2005 по 2012 г. 20–30% пенсионных накоплений размещались в корпоративные облигации, а с начала 2013 г. их объем увеличился до 40%. Доля депозитов и средств на счетах в кредитных организациях достаточно низка и составляет менее 10%.

Мировой финансовый кризис негативно повлиял на фондовый рынок России, что в свою очередь привело к оттоку капитала. Вследствие чего уже к 2009 г. доля акций сократилась с 25 до 10%. Высокие потери компаний, связанные с переоценкой стоимости чистых активов, привели к отрицательной доходности, что стоило для УК НПФ более 31 млн руб.

Рисунок 5

Доли активов в совокупном инвестиционном портфеле управляющих компаний по кварталам в 2005–2014 гг., %

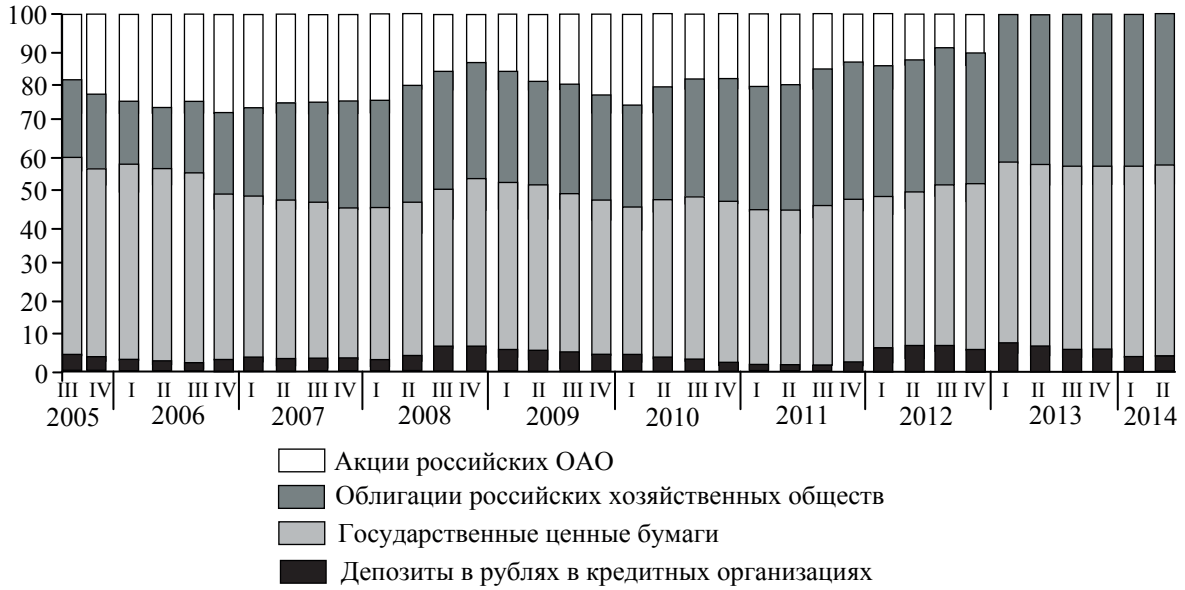
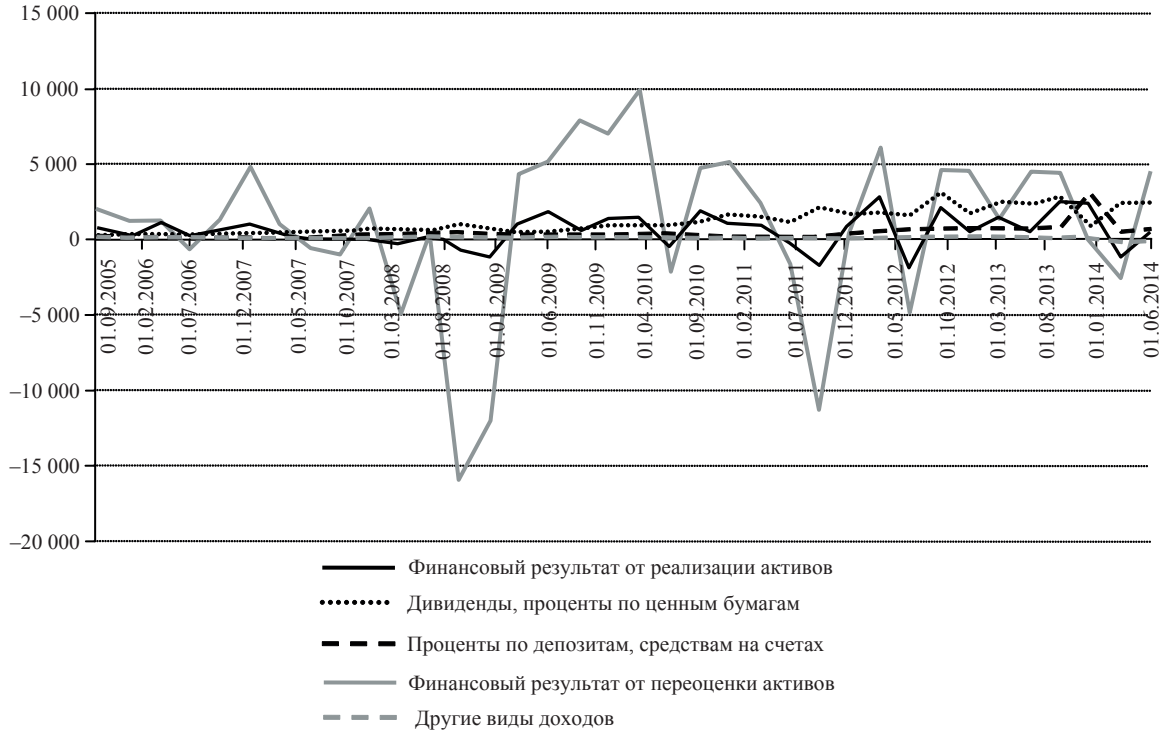


Рисунок 6

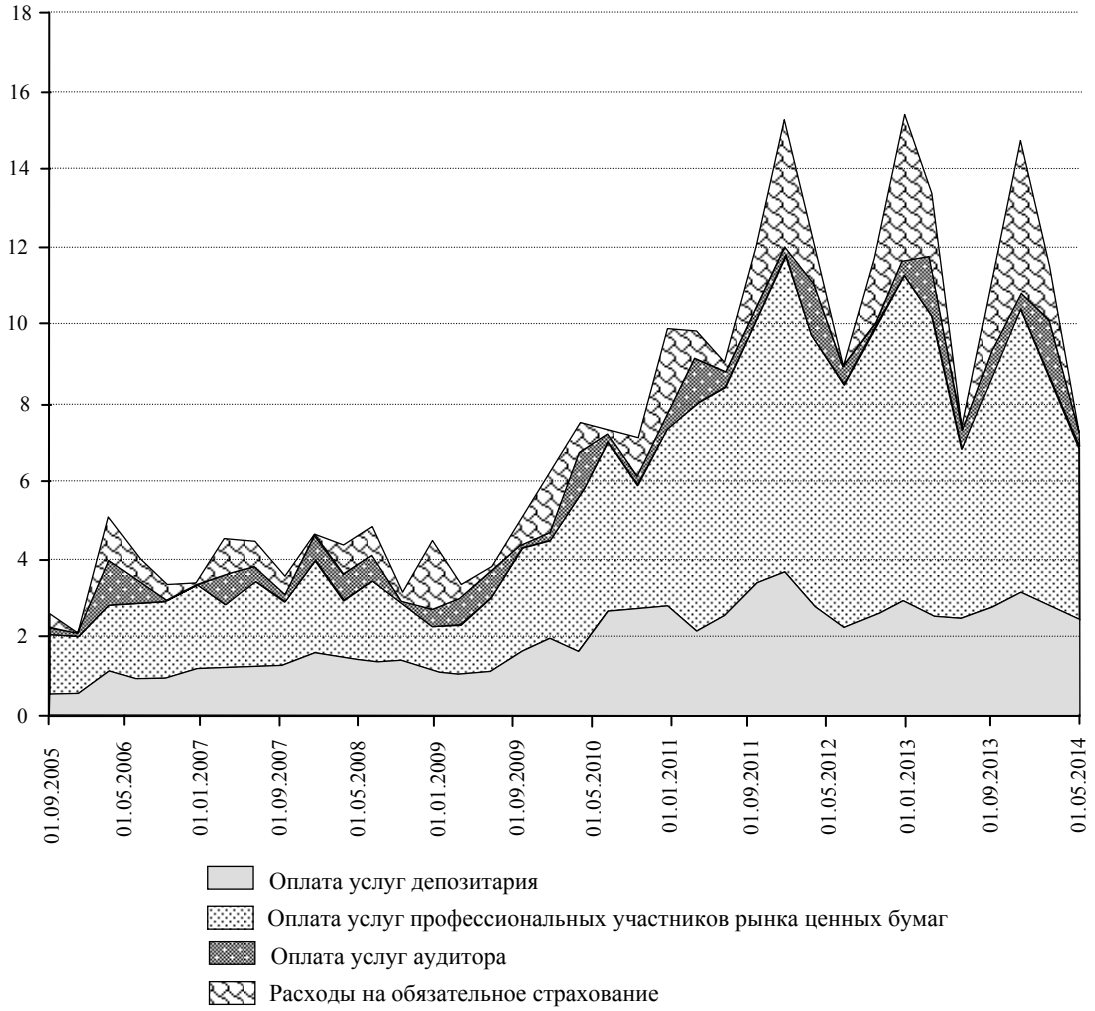
Динамика доходов компании по видам доходов, отраженных в отчетности с 2005 по 2014 г., тыс. руб.



Финансовый результат деятельности УК ПФ представлен на рис. 6. Существенное влияние на доходы управляющей компании оказывает финансовый результат от переоценки активов, в основном она связана с волатильностью и высокими рисками российского фондового рынка. Динамика доходов также зависит от выбора оптимальной структуры инвестиционного портфеля, способности правильно оценить средний ожидаемый размер убытка и эффективно распределить денежные средства пенсионных накоплений. Вторым ключевым видом дохода является финансовый результат от реализации активов. Очевидно, что проценты по депозитам и денежным средствам

Рисунок 7

Расходы управляющих компаний, графики суммарного накопления расходов по компаниям в 2005–2014 гг., млн руб.



на счетах кредитных организаций слабо влияют на совокупный доход управляющих компаний, являясь инструментом хеджирования и снижения портфельного риска. Однако в конце 2013 — начале 2014 гг. наблюдался резкий рост дохода от процентов, связанный с ростом процентных ставок. А в начале II квартала 2014 г. вновь отмечается спад до 628 млн руб., вызванный ростом отзывов банковских лицензий.

Рассмотрим динамику средних расходов УК ПФ (рис. 7)[5]. Основную часть расходов составляет оплата услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг, по итогам IV квартала 2013 г. она составила 7 376 869 млн руб., т.е. 50% всех расходов УК НПФ. Увеличение расходов компаний является свидетельством того, что статьи расходов от инвестирования значительно превышают сумму расходов по платежам.

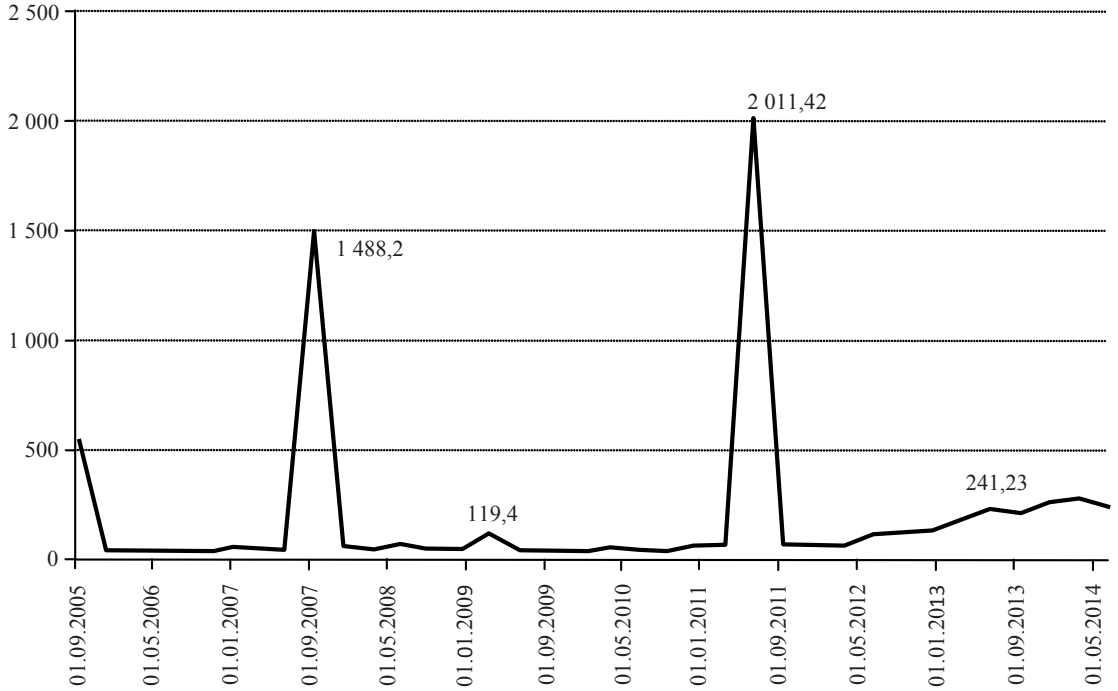
Динамика расходов напрямую связана с финансовым результатом от переоценки активов. Если рассматривать сезонность совокупных расходов компании по инвестированию, то в большей степени они приходятся на конец года. Следует отметить, что оплата услуг депозитария также является одной из самых весомых статей расходов, в среднем составляя 20%. По итогам 2013 г. она достигла 11 млн руб.

Анализ данных рис. 8 позволил определить, что наиболее быстрыми темпами собственные средства росли в 2007, 2011 и 2014 гг. При этом следует отметить, что основной причиной роста в 2007 г. стало активное увеличение капитала ООО УК «АК БАРС КАПИТАЛ», что связано

[5] *Мельников Р.М.* Механизм регулирования инвестиционных рисков участников накопительного компонента пенсионной системы РФ и пути его совершенствования // Финансы и кредит. 2014. № 42. С. 34–44.

Рисунок 8

Динамика собственных средств управляющих компаний ПФР в 2005–2014 гг., млн руб.



с ростом выручки в 1,5 раза. Наиболее резкий скачок прироста собственных средств в 2011 г. объясняется увеличившимся числом участников программ НПО благодаря активной политике УК и Программе государственного софинансирования пенсий. Однако результаты 2008 г. показывают, что не все управляющие компании оказались устойчивыми и готовыми к экономическому спаду в стране. Спад продолжился до конца 2012 г., вследствие чего несколько УК НПФ были вынуждены покинуть рынок доверительного управления.

Список литературы

1. *Минкина П.* О путях повышения эффективности инвестирования средств пенсионных фондов. URL: http://www.rcb.ru/rcb/2008-05/8926/.
2. *Головченко А.В*. Особенности инвестиционной политики негосударственных пенсионных фондов // Современная экономика: проблемы и решения. 2012. № 9. С. 95–103.
3. *Лебединов А.П.* Страхование ответственности управляющих компаний, осуществляющих инвестирование средств пенсионных накоплений // Законы России: опыт, анализ, практика. 2007. № 9. С. 73–79.
4. *Тимофеева А.А.* Совершенствование критериев отбора акций при инвестировании средств пенсионных накоплений частными управляющими компаниями // Известия Иркутской государственной экономической академии. 2011. № 6. С. 80–83.
5. *Федорова Е.А., Титаренко А.В.* Оптимизация инвестиционного портфеля методом неприятия потерь на примере российского фондового рынка // Экономика и математические методы. 2014. Т. 50. № 1. С. 80–90.
6. *Соколов А.П.* Инвестиционная политика негосударственных пенсионных фондов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2011. № 4. С. 135–139.
7. Анализ эффективности управления пенсионными средствами управляющими компаниями. URL: http://nirs.hse.ru/work/1414968983.pdf.

8. *Муравлева Т.* Управление пенсионными резервами в период проведения реформ // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2008. №5. С. 112–116.

9. *Федорова Е.А., Андреева О.А.* Управление деловой репутацией управляющей компании // Менеджмент в России и за рубежом. 2013. Т. 2. № 2. С. 111–120.

10. *Сосков В.В*. Результаты мониторинга деятельности управляющих компаний, участвующих в пенсионной системе // Вестник Московского государственного областного университета. Сер. Экономика. 2013. № 3. С. 46–52.

11. *Михайлов Л., Сычева Л.* Инвестирование пенсионных накоплений в системе обязательного пенсионного страхования в I квартале 2010 г. URL: http://www.iep.ru/files/text/trends/07-10.pdf.

ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Financial Instruments

COMPANIES THAT MANAGE INVESTMENT PORTFOLIOS OF NON-GOVERNMENTAL PENSION FUNDS: THE MAIN TRENDS AND PROSPECTS

Elena A. FEDOROVA[a,*], Dmitrii A. SEDYKH[b]

[a] Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation

[b] Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation

[*] Corresponding author

Article history:
Received 14 May 2015
Received in revised form
9 June 2015
Accepted 29 June 2015

Keywords: management, company, retirement savings, investment portfolio, bond

Abstract

Importance The managing company invests retirement savings and reserves, considering the regulator's restrictions and contracts with Pension Funds. As their main objective, managing companies are responsible for effective portfolio management by selecting the most promising issuing organizations that meet credit quality criteria, and striving for the maximum rate of return.

Objectives The research analyzes portfolios and operations of Pension Fund managing companies. The analysis relies upon quarterly reports of 30 managing companies of the Russian Pension Fund.

Methods We explore trends in economic indicators within 2004 through 2014. The research investigates trends in assets transferred on terms of trust and analyzes portfolios of managing companies (main types of assets in the managing company's portfolio, analysis of the rate of return on the aggregate investment portfolio). We also examine factors that influence employees' performance (salary, number of retirement savings management contracts with private pension funds) and review financial results.

Results Following the analysis, we have found out that the portfolio efficiency and the managing company's performance, respectively, were affected with such assets as shares of open joint stock companies and bonds of the Russian profit-making entities. It refers to assets generating low dividend yield and high risk from revaluation of assets. Most companies try to consider this risk and mitigate it by placing or depositing their funds with credit institutions.

Conclusions and Relevance Managing companies strive to increase the market value of investment portfolio by raising the value of its assets as a whole, but often neglecting such permitted financial instruments as bonds of external bond loans of the Russian Federation, government securities of the Russian Federation.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Minkina P. *O putyakh povysheniya effektivnosti investirovaniya sredstv pensionnykh fondov* [On ways to more effectively invest retirement savings]. Available at: http://www.rcb.ru/rcb/2008-05/8926. (In Russ.)
2. Golovchenko A.V. Osobennosti investitsionnoi politiki negosudarstvennykh pensionnykh fondov [Features of the investment policy of non-governmental pension funds]. *Sovremennaya ekonomika: problemy i resheniya = Modern Economics: Problems and Solutions*, 2012, no. 9, pp. 95–103.
3. Lebedinov A.P. Strakhovanie otvetstvennosti upravlyayushchikh kompanii, osushchestvlyayushchikh investirovanie sredstv pensionnykh nakoplenii [Insuring the liability of managing companies investing retirement savings]. *Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika = Laws of Russia: Experience, Analysis, Practice*, 2007, no. 9, pp. 73–79.
4. Timofeeva A.A. Sovershenstvovanie kriteriev otbora aktsii pri investirovanii sredstv pensionnykh nakoplenii chastnymi upravlyayushchimi kompaniyami [Improving the criteria for selecting shares in private managing companies' investment of retirement savings]. *Izvestiya Irkutskoi gosudarstvennoi ekonomicheskoi akademii = Izvestiya of Irkutsk State Economics Academy*, 2011, no. 6, pp. 80–83.
5. Fedorova E.A., Titarenko A.V. Optimizatsiya investitsionnogo portfelya metodom nepriyatiya poter' na primere rossiiskogo fonovogo rynka [Optimizing the investment portfolio using the loss aversion method (the

Russian stock market case study)]. *Ekonomika i matematicheskie metody = Economics and Mathematical Methods*, 2014, vol. 50, no. 1, pp. 80–90.

6. Sokolov A.P. Investitsionnaya politika negosudarstvennykh pensionnykh fondov [Investment policy of private pension funds]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of Saratov State Socio-Economic University*, 2011, no. 4, pp. 135–139.
7. *Analiz effektivnosti upravleniya pensionnymi sredstvami upravlyayushchimi kompaniyami* [Analyzing the effectiveness of managing companies' handling of pension funds]. Available at: http://nirs.hse.ru/work/1414968983.pdf. (In Russ.)
8. Muravleva T. Upravlenie pensionnymi rezervami v period provedeniya reform [Management of pension reserves during the reforming period]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of Saratov State Socio-Economic University*, 2008, no. 5, pp. 112–116.
9. Fedorova E.A., Andreeva O.A. Upravlenie delovoi reputatsiei upravlyayushchei kompanii [Managing the business reputation of a managing company]. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom = Management in Russia and Abroad*, 2013, vol. 2, no. 2, pp. 111–120.
10. Soskov V.V. Rezul'taty monitoringa deyatel'nosti upravlyayushchikh kompanii, uchastvuyushchikh v pensionnoi sisteme [Results of monitoring the managing companies involved in the pension system]. *Vestnik Moskovskogo gosudarstvennogo oblastnogo universiteta. Ser. Ekonomika = Bulletin of Moscow State Regional University. Series Economy*, 2013, no. 3, pp. 46–52.
11. Mikhailov L., Sycheva L. *Investirovanie pensionnykh nakoplenii v sisteme obyazatel'nogo pensionnogo strakhovaniya v I kvartale 2010 g* [Investing retirement savings in the statutory pension insurance system in Q1 2010]. Available at: http://www.iep.ru/files/text/trends/07-10.pdf. (In Russ.)