

20 июня 2016

Волатильность фондового рынка превышает «порог прочности» УК.....2

УК неспособны в должном объеме исполнять обязательства по минимальной гарантированной доходности.....3

Законодательное определение принципа сохранности ценных бумаг изменит рынок коллективных инвестиций.....4

Реформирование взаимоотношений НПФ и УК может привести к снижению роли последних

Анализ рынка пенсионных накоплений и резервов

- **У УК нет средств на покрытие рыночных рисков.** Возможность покрыть своим клиентам убытки («порог прочности») для компаний, управляющих пенсионными накоплениями, не превосходит 6–9% стоимости пенсионных активов под управлением. Волатильность российского фондового рынка превышает максимальные «пороги прочности» большинства крупнейших управляющих компаний (УК) как с учетом кризисных 2008–2009 годов, так и без их учета.
- **Узаконивание принципа сохранности ценных бумаг уменьшит число УК.** Понятие сохранности ценных бумаг не определено законодательно и до сих пор трактуется произвольно при взаимодействии НПФ с УК. Если будет принята трактовка физической сохранности, то потребность НПФ в УК снизится, а если предпочтение будет отдано сохранности стоимости — то увеличатся рыночные риски для УК и потребуются их докапитализация.
- **Укрупнение УК негативно скажется на фондовом рынке.** УК — важный институт развитого финансового рынка. Сокращение числа профессиональных участников рынка приведет к еще большему снижению ликвидности ценных бумаг на фондовых площадках.

Юрий Ногин

Директор, группа рейтингов
финансовых институтов

+7 (495) 139-04-97

yuri.nogin@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, группа исследований и
прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

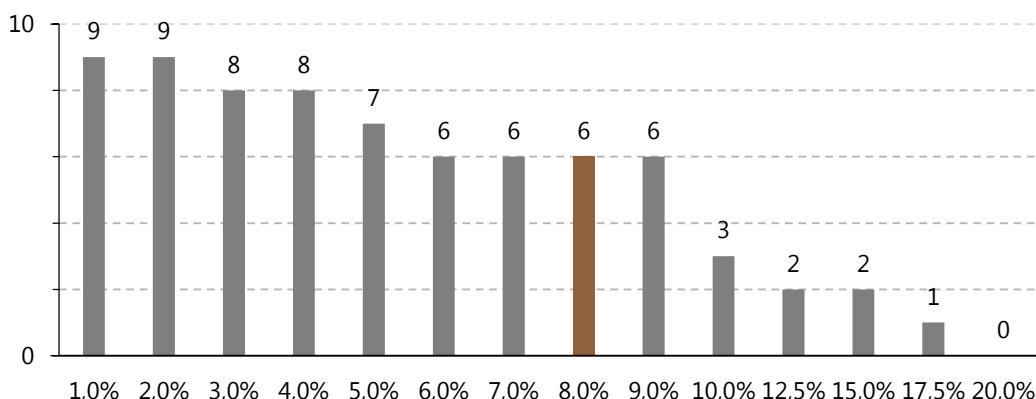
Волатильность фондового рынка превышает «порог прочности» УК

«Порог прочности» — уровень достаточности собственных средств управляющей компании на покрытие обязательств перед учредителями управления в случае негативной переоценки переданных в доверительное управление средств пенсионных накоплений и (или) пенсионных резервов учредителей управления.

По оценке АКРА, реальный «порог прочности» для большинства УК, занимающихся управлением пенсионными накоплениями и/или резервами (без учета обязательств перед другими учредителями управления, такими как страховые компании, эндаумент-фонды, владельцы паев и т. п.), составляет 6–9% стоимости пенсионных активов под их управлением (Рисунок 1).

Даже без учета кредитного риска и риска рыночной ликвидности, а принимая во внимание исключительно рыночные риски, стресс-тестирование активов, составляющих пенсионные накопления и резервы, показало, что отрицательная переоценка пенсионных активов на конец периода управления составит не более 5%. В этом случае компенсировать убыток смогут семь из десяти УК, приведенных в Таблице 2. Если отрицательная переоценка окажется равной 10%, то таких компаний останется только три, а 20%-й барьер оказался непреодолим для всех крупнейших игроков на российском рынке коллективных инвестиций.

Рисунок 1. Изменение числа УК, собственные средства которых могут покрыть отрицательную переоценку пенсионных активов в зависимости от увеличения размера последней



Источник: расчеты АКРА

При этом российский фондовый рынок в течение года испытывает куда более сильные колебания, потенциально способные обусловить описанный выше негативный сценарий. В ходе исследования АКРА проанализировало волатильность различных индексов пенсионных накоплений Московской биржи в периоды с 2008 по 2015 и с 2010 по 2015 годы, дабы исключить влияние кризисного и посткризисного годов (Таблица 1).

Таблица 1. Волатильность индексов пенсионных накоплений Московской биржи

Наименование индекса	Годовая волатильность, 2008–2015	Годовая волатильность, 2010–2015
RUPCI (Консервативный)	7,8%	4,7%
RUPMI (Сбалансированный)	20,6%	9,9%
RUPAI (Агрессивный)	36,6%	15,8%

Источник: Московская биржа, расчеты АКРА

Волатильность индексов свидетельствует о том, что угроза реализации негативного сценария статистически вероятна. В этом случае большинство УК не сможет исполнять свои обязательства по минимальной гарантированной

доходности.

УК неспособны в должном объеме исполнять обязательства по минимальной гарантированной доходности

Минимальная гарантированная доходность — гарантирование и взятие на себя обязательств управляющей компании перед ключевыми учредителями управления за возмещение убытка и предоставление определенной доходности в случае развития негативного сценария на фондовом рынке.

Российская пенсионная система уникальна ролью НПФ, которые представляют собой учетный институт, распределяющий результаты управления пенсионными активами на счета застрахованных лиц и/или вкладчиков-участников, а также несущий ответственность за результаты управления портфелем ценных бумаг, не являясь при этом владельцем инвестиционных рисков управления.

Дело в том, что по законодательству НПФ обязаны инвестировать средства пенсионных накоплений и большей части пенсионных резервов через УК, которые, в свою очередь, через уведомления о рисках, прописанные в договорах доверительного управления, перекалдывают все кредитные и рыночные риски, реализация которых приводит к снижению стоимости переданного в доверительное управление имущества, на учредителей управления, то есть на сами НПФ.

Ключевое обоснование подобной практики — системный риск фондового рынка и невозможность покрытия убытков собственными средствами УК. В результате фактически любая гарантия минимальной доходности является невыполнимым обязательством, поскольку собственный капитал УК несоизмерим с объемом средств, которыми они управляют.

В Таблице 2 представлен анализ «плеча» крупнейших УК, в доверительном управлении которых находятся средства пенсионных накоплений и резервов (без учета обязательств перед иными учредителями управления, перечисленными выше).

Таблица 2. 10 крупнейших УК по объему пенсионных накоплений и резервов на 31 декабря 2015 года, имеющих договоры с ПФР

Управляющая компания	Пенсионные накопления и резервы, млн руб.	Собственные средства, млн руб.	Собственные средства / пенсионные активы
УК «Лидер»	316 862	8 640	1 / 36,67
Группа УК «ТРИНФИКО»	36 210	340	1 / 106,50
УК «КапиталЪ»	35 220	6 603	1 / 5,33
Группа УК «РЕГИОН»	33 684	3 056	1 / 11,02
ТКБ Инвестмент Партнерс	16 628	1 644	1 / 10,11
Сбербанк Управление Активами	12 126	1 932	1 / 6,28
Национальная управляющая компания	10 959	462	1 / 23,72
ВТБ Капитал Управление активами	9 286	932	1 / 9,96
УК «УРАЛСИБ»	9 020	820	1 / 11,00
Пенсионная сберегательная компания	8 561	432	1 / 19,82
Среднее по отрасли	16 830	1 109	1 / 12,76

Источник: ПФР, Национальная лига управляющих, расчеты АКРА

Законодательное определение принципа сохранности ценных бумаг изменит рынок коллективных инвестиций

Даже при наличии у УК собственных средств для покрытия убытков, возникших при управлении пенсионными активами, существует юридическая проблема, связанная с понятием сохранности переданных НПФ в УК средств. До сих пор термин «принцип сохранности» не определен законодательно.

Ситуация осложнена тем, что любая позиция регулятора фондового рынка приведет к проблемам с той или иной стороны. Если рассматривать сохранность как фактическую сохранность самих ценных бумаг, а не их стоимости, то это поставит НПФ в такое положение, при котором им будет выгоднее осуществлять управление самостоятельно: отсутствие необходимости платить вознаграждение «безответственным» управляющим компаниям позволяет обеспечить большую доходность по счетам застрахованных лиц и вкладчиков-участников. Если же рассматривать сохранность как сохранность стоимости ценных бумаг, то сразу же встает вопрос о докапитализации управляющих компаний и, соответственно, о резком сужении рынка доверительного управления.

По мнению АКРА, все вышеперечисленные сценарии приведут к тому, что размер российского рынка коллективных инвестиций уменьшится, а конкуренция среди НПФ и управляющих компаний, в свою очередь, снизится. Все это негативно отразится как на возможности выбора конечными пользователями профессиональных участников рынка (НПФ, УК), так и в целом на ликвидности ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке.

Представленная информация (включая, помимо прочего, методологии, модели, оценки, прогнозы, аналитические обзоры и материалы, информацию, размещенную на сайте АКРА) (далее – Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения подготовлены и предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях и не могут использоваться в каких бы то ни было иных целях без письменного согласия АКРА. Настоящая Информация не может воспроизводиться или распространяться ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА. Все права защищены.

Единственным источником, отражающим актуальное состояние оценок АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА – www.acra-ratings.ru.

Настоящая Информация должна рассматриваться пользователями исключительно в качестве изложения мнения, и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой. Настоящая Информация не претендует на полноту и достаточность.

АКРА не предоставляет никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных и иных решений.

АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Каждое мнение должно оцениваться исключительно в качестве одного из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим Информацию АКРА. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать оценку участнику финансового рынка, а также рейтингуемому лицу и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения.

Пользователи Информации должны принимать корпоративные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Данная Информация актуальна на дату подготовки материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять или дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги по составлению прогнозов конъюнктуры рынка, оценке экономических тенденций, анализу ценообразования и иному анализу, а также соответствующие услуги по распространению данных, если это не создает потенциального конфликта интересов.

Ни аналитики, ни АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. АКРА не несет ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки, издержки или последствия, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с настоящей Информацией.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, а также персональных данных в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.

(C) 2016

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д.75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА, www.acra-ratings.ru) создано в 2015 году. Акционерами АКРА выступили 27 крупнейших компаний России финансового и корпоративного секторов, уставный капитал составил более 3 млрд руб. Основной задачей АКРА является предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются с учетом требований российского законодательства и учитывают лучшие мировые практики в рейтинговой деятельности. Официальный сайт АКРА – www.acra-ratings.ru.