

Оценка стоимости НПФ

А.А.Оконишников

Москва, май 2010

Несмотря на почти что 15 летнюю историю деятельности в России негосударственных пенсионных фондов и сопровождающуюся этому процессам купли-продажи, слияний и поглощений негосударственных пенсионных фондов, не предложено пока какой-либо внятной методологии оценки их стоимости.

Ныне практикуемый подход в расчете стоимости НПФ на основании оценки собственного имущества Фонда (7% - 15 % от стоимости пенсионных активов плюс 100% ликвидного ИОУД) носит скорее прецедентный, нежели методологический характер.

В данной работе представлена попытка предложить подходы к разработке методических принципов оценки стоимости негосударственных пенсионных фондов, а её основной целью является развертывание дискуссии по вопросу оценки НПФ среди пенсионного сообщества.

Оценка стоимости НПФ

В любой сделке купли продажи чего-нибудь участвуют обычно две стороны покупатель и продавец, каждый из которых имеет свои основания для участия в сделке. У продавца имеются причины для своего избавления от предмета продажи, а у покупателя имеются взгляды на будущее применение предмета покупки. В силу этого цена реализации этого предмета, если только она строго не устанавливается действующим законодательством, определяется двумя сторонами, участвующими в сделке.

В силу этого, ясно, что вопрос стоимости Фонда связан с целями его приобретения покупателем, поэтому **один и тот же НПФ может оцениваться по-разному в зависимости от целей и от профессиональной деятельности покупателя.**

Можно выделить следующие типы покупателей НПФ:

1. Негосударственный пенсионный фонд.
2. Промышленное предприятие.
3. Финансовый институт (банк, страховая или финансовая компания).

Как правило, крупные пенсионные фонды приобретают (путем присоединения) более мелкие НПФ для приращения своей клиентской базы.

Промышленные предприятия приобретают НПФ для организации корпоративного пенсионного обеспечения своим работникам.

Финансовые институты приобретают НПФ для расширения линейки услуг, оказываемых населению, а также для пополнения своих пассивов за счет собственного имущества НПФ (в первую очередь пенсионных резервов и накоплений).

Естественно, возможен некий симбиоз вышеуказанных целей покупки, но, как правило, главной целью является одна из вышеперечисленных.

В общем виде стоимость приобретаемого Фонда, для всех вышеуказанных покупателей НПФ, должна определяться, по нашему мнению, на основании расчета следующего функционала:

$$СТФ = ФУНК(Ц_л, ЧА, ОП, ОБ),$$

Где:

СТФ – общая стоимость НПФ;

Ц_л - цена лицензии, определяемая стоимостью создания нового Фонда и получения на него лицензии;

ЧА – оценка стоимости чистых активов фонда – разница между валютой баланса Фонда и его обязательствами;

ОП - оценка прибыльности фонда по пополнению имущества для обеспечения уставной деятельности Фонда;

ОБ - оценка текущего пенсионного бизнеса Фонда.

Значения параметров этого функционала рассчитываются следующим образом.

Цена лицензии

Индикативную величину оценки стоимости создания нового НПФ можно рассчитать на основании следующих требований законодательства РФ:

1. Для получения лицензии НПФ величина денежной оценки имущества для обеспечения уставной деятельности (ИОУД) Фонда должна составлять не менее 50 миллионов рублей в виде денежных взносов учредителей в совокупный вклад учредителей (СВУ). Так как, учредители должны осуществлять свои взносы из прибыли, то дополнительная нагрузка для них составит **12,5 млн. рублей**.

2. Для получения разрешения на осуществление деятельности по обязательному пенсионному страхованию в качестве страховщика Фонд в течение 2-х лет должен осуществлять деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению (НПО) и получить опыт одновременного ведения в течение одного года не менее 20 тысяч именных пенсионных счетов. Для выполнения этого требования на каждом из этих счетов должно быть зачислено хотя бы 100 рублей. Таким образом, учредители должны предусмотреть дополнительные вложения в **2 000 000 рублей**, для зачисления на счета участников НПО.

3. На момент подачи в уполномоченный федеральный орган заявления о намерении осуществлять деятельность по обязательному пенсионному страхованию (ОПС) в качестве страховщика Фонд должен иметь совокупный вклад учредителей фонда, внесенный в Фонд денежными средствами, в размере не менее 100 миллионов рублей.

Следовательно, учредители должны из прибыли внести еще 50 миллионов рублей, заплатив при этом налог в **12,5 млн. рублей**.

Таким образом, в качестве минимальной оценки стоимости лицензии может фигурировать сумма в **27 млн. рублей**.

В предлагаемой оценке C_L выводится за скобки необходимость наличия у учредителя НПФ 100 млн. рублей, необходимых для осуществления собственно взноса в СВУ.

Дополнительно в стоимость лицензии необходимо включить затраты покупателя на содержание Фонда в течение двух лет, необходимых для получения разрешения на деятельность страховщика ОПС и подготовки его к этой деятельности. Эти затраты можно оценить еще как минимум в **10 млн. рублей**.

Варианты существования «нулевых» НПФ не рассматриваются, развернуть такие НПФ на реальные сборы договоров ОПС не возможно. В любом случае переходный период от «нулевого» НПФ к фонду готового для формирования инфраструктуры сбора договоров ОПС потребует не «нулевых» инвестиций от владельцев НПФ, размер которых может быть даже больше приведенных 10 млн. рублей.

Следовательно, стоимость лицензии можно оценить в **37 млн. рублей**

Для покупателя – пенсионного фонда приобретающего НПФ для присоединения показатель C_L равен нулю.

Стоимость чистых активов Фонда

Определяется на основании анализа бухгалтерского баланса Фонда и оценки реальной стоимости имущества для обеспечения уставной деятельности. Приведенные ниже примеры составлены на основании данных НПФ, опубликованных на сайтах нижеуказанных НПФ.

Пример 1. НПФ «Райффайзен» данные баланса 31.12.2009

Валюта баланса	2 501 022 тыс. рублей
Пенсионные резервы	1 163 992 тыс. рублей
Пенсионные накопления	1 159 640 тыс. рублей
Краткосрочные обязательства	32 048

Стоимость чистых активов на основании баланса Фонда **145 342 тыс. рублей**.

Пример 2. НПФ «Электроэнергетики» данные баланса 31.12.2009

Валюта баланса	25 896 578 тыс. рублей
Пенсионные резервы	20 402 297 тыс. рублей
Пенсионные накопления	3 866 154 тыс. рублей
Кредиторская задолженность	210 744 тыс. рублей

Стоимость чистых активов на основании баланса Фонда **1 417 383 тыс. рублей.**

Пример 3. НПФ «Райффайзен» данные баланса 31.12.2008

Валюта баланса	1 302 574 тыс. рублей
Резервы покрытия пенсионных обязательств	696 554 тыс. рублей
Страховой резерв	10 965 тыс. рублей
Пенсионные накопления	686 766 тыс. рублей
Краткосрочные обязательства	1 304 тыс. рублей

Стоимость чистых активов на основании баланса Фонда **- 93 015 тыс. рублей.**

Пример 4. НПФ «Электроэнергетики» данные баланса 31.12.2008

Валюта баланса	18 363 628 тыс. рублей
Резервы покрытия пенсионных обязательств	17 989 268 тыс. рублей
Страховой резерв	1 067 203 тыс. рублей
Пенсионные накопления	2 196 227 тыс. рублей
Кредиторская задолженность	8 288 тыс. рублей

Стоимость чистых активов на основании баланса Фонда **- 2 897 358 тыс. рублей.**

Из приведенных примеров видно, что стоимость чистых активов может значительно отличаться в зависимости от года проведения оценки. В начале 2009 года оба указанных фонда были, по сути, банкроты, но через год они смогли выйти из кризиса. Однако столь резкое выздоровление должно послужить основанием для покупателя к более тщательному анализу всех финансовых документов Фонда, в том числе структуры имущества для обеспечения уставной деятельности на предмет его реальной стоимости, а также изучению рисков претензий со стороны надзорных органов к приобретаемым НПФ.

Оценка прибыльности Фонда

Показатель, определяемый на основе анализа возможностей НПФ в будущем пополнять имущество для обеспечения уставной деятельности Фонда. Как известно, имущество, предназначенное для обеспечения уставной деятельности Фонда (ИОУД), образуется за счет:

- совокупного вклада учредителей (вклада учредителя);
- целевых взносов вкладчиков, части дохода Фонда от размещения пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений;
- части сумм пенсионных взносов, если право Фонда на направление части соответствующих взносов на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности Фонда, и покрытие административных расходов предусмотрено правилами фонда и соответствующим договором. При этом предельный размер части суммы пенсионного взноса не может превышать 3 процента суммы взноса; дохода Фонда от использования, в том числе размещения имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности Фонда;
- благотворительных взносов и других законных поступлений.

На основании бухгалтерской отчетности Фонда (раздел III «Целевое финансирование» Пассива Бухгалтерского Баланса) можно рассчитать прибыль НПФ по всем источникам

формирования ИОУД за период отчетности. Если при смене владельцев Фонда источники прибыли не изменятся, то N-кратная годовая прибыль по имуществу для обеспечения уставной деятельности НПФ, по аналогии с доходным методом оценки любого бизнеса, может служить показателем для оценки стоимости Фонда.

Другими словами, это экспертный прогноз прибыли Фонда для пополнения ИОУД на N-лет после совершения сделки купли-продажи фонда. N зависит, в том числе, от среднерыночной доходности инвестиций, в России при средней доходности 10-15% годовых, можно принять N=3-4.

Для НПФ, где источники средств на пополнение ИОУД зависят от прежних владельцев, этот показатель может быть равен нулю.

Оценка бизнеса Фонда

Показатель, оценивающий стоимость текущей клиентской базы НПФ по договорам негосударственного пенсионного обеспечения и обязательного пенсионного страхования (ОПС).

По сегментам клиентской базы, которые не зависят от смены владельцев фонда, этот показатель можно оценить в объеме затрат покупателя при самостоятельном формировании этих клиентских сегментов, в силу этого для разных покупателей НПФ этот показатель может значительно изменяться.

Так для крупных НПФ, уже имеющих счета более 100 000 застрахованных лиц и соответствующую эффективную инфраструктуру по заключению договоров ОПС (сборы на свободном рынке более 50 000 за год), в основу оценки будет лежать стоимость заключения договора ОПС покупателем в конкретном регионе из приобретаемой клиентской базы с учетом уже известного пенсионного счета. Стоимость (агентское вознаграждения исполнителя) договора ОПС может в этом случае составить от 500 до 1000 рублей.

В свою очередь для покупателя, не имеющего собственной инфраструктуры для заключения договоров ОПС, стоимость заключения договора ОПС должна фактически быть представлена его себестоимостью, учитывающей как затраты на сборы договоров, так и на создание всей инфраструктуры, обеспечивающей заключение договоров ОПС. Эта себестоимость может составлять уже от 2000 до 3000 рублей за один договор.

Для покупателя – промышленного предприятия, не собирающегося в дальнейшем поддерживать полученную клиентскую базу, этот показатель может быть равным нулю. Однако это условие может приниматься в расчет только для оценки НПФ, имеющего незначительную клиентскую базу, менее 1000 человек. В остальных случаях, покупатель – промышленное предприятие должен в цене покупки учесть затраты на формирование существующей клиентской базы приобретаемого НПФ. Естественно, что предполагается при этом отсутствие прямой аффилированности клиентской базы с прежними владельцами НПФ. Как правило, наличие у НПФ всего нескольких сотен застрахованных лиц свидетельствует о такой аффилированности.

Тем не менее, наличие клиентской базы даже в несколько десятков тысяч застрахованных лиц не снимает вопрос о её сохранности после смены владельца. В силу этого **проблема устойчивости клиентской базы приобретаемого НПФ является наиважнейшей при**

оценке прибыльности и бизнеса НПФ (показатели *ОП* и *ОБ*) и включает несколько отдельных вопросов. Однако их рассмотрение в данной работе не предусматривается.

Практика применения предложенного подхода

Показатели *ЧА* и *ОП* определяются на основании официальной отчетности Фонда за несколько лет.

Показатель *ОБ* определяется на основании стоимости пенсионных договоров, заключаемых покупателем Фонда за счет уже существующей собственной инфраструктуры, или некой виртуальной инфраструктуры, которую покупателю пришлось бы создать для формирования имеющейся клиентской базы приобретаемого НПФ. При этом, если покупателем не является другой НПФ, то в стоимости Фонда необходимо учесть показатель *Ц_л*.

В результате проведенных расчетов появятся индикативные варианты оценки Фонда по всем (или части) приведенных выше показателей, в ходе дальнейшего обсуждения которых сторонами сделки и будет определена некая справедливая цена, удовлетворяющая покупателя и продавца.

Выводы

1. Оценка стоимости НПФ зависит, в том числе, от целей и от профессиональной деятельности покупателя.
2. При прочих равных условиях цена Фонда для покупателя НПФ может вполне обоснованно быть значительно меньше, чем для любого другого покупателя, не являющегося негосударственным пенсионным фондом.

Пример оценки стоимости НПФ

В качестве мишени для приобретения возьмем НПФ Русь по состоянию на май 2010. Проведем расчет оценки бизнеса Фонда (показатель *ОБ*) на основании официальной отчетности ФСФР по указанному НПФ.

Ограничимся оценкой стоимости Фонда по обязательному пенсионному страхованию.

По состоянию на 31.03.2010 (данные ФСФР) пенсионные накопления НПФ Русь составляли 3 739 704,9 тыс. рублей, которые были распределены по 346 905 счетам застрахованных лиц.

Для расчета стоимости вознаграждения агента, заключающего договора ОПС в пользу НПФ воспользуемся авансовой системой оплаты агента, применяемой в настоящее время некоторыми НПФ. Для чего предложим следующие параметры расчета комиссии агента (любезно предоставленные автору одним из НПФ):

Аванс (руб.)	% от счета по договору ОПС
--------------	-------------------------------

600	5%
------------	-----------

Для крупного НПФ, имеющего эффективную инфраструктуру сборов договоров ОПС, уже обслуживающего счета ОПС для более чем 100 000 застрахованных лиц, не потребуется значительных дополнительных накладных расходов, помимо расчета с агентской сетью. В силу чего, стоимость НПФ Русь по обязательному пенсионному страхованию, для такого покупателя рассчитывается достаточно просто:

$$СТФ_1 = 3\,739\,709\,900 * 5\% + 600 * 346\,905 = 395\,128\,245 \text{ рублей}$$

Для остальных покупателей, не имеющих инфраструктуры и опыта сбора больших объемов договоров ОПС в течение года, в первый и второй год развертывания интенсивных сборов договоров ОПС, потребуются значительные дополнительные накладные расходы, помимо расчета с агентской сетью. Величина этих расходов будет зависеть от количества заключенных за год договоров ОПС. Оценку дополнительных затрат можно представить следующим образом.

количество договоров в год	дополнительные к комиссии агента накладные расходы по смете Фонда (руб./дог.)
до 50 000	2 500
от 50 000 до 100 000	2 000

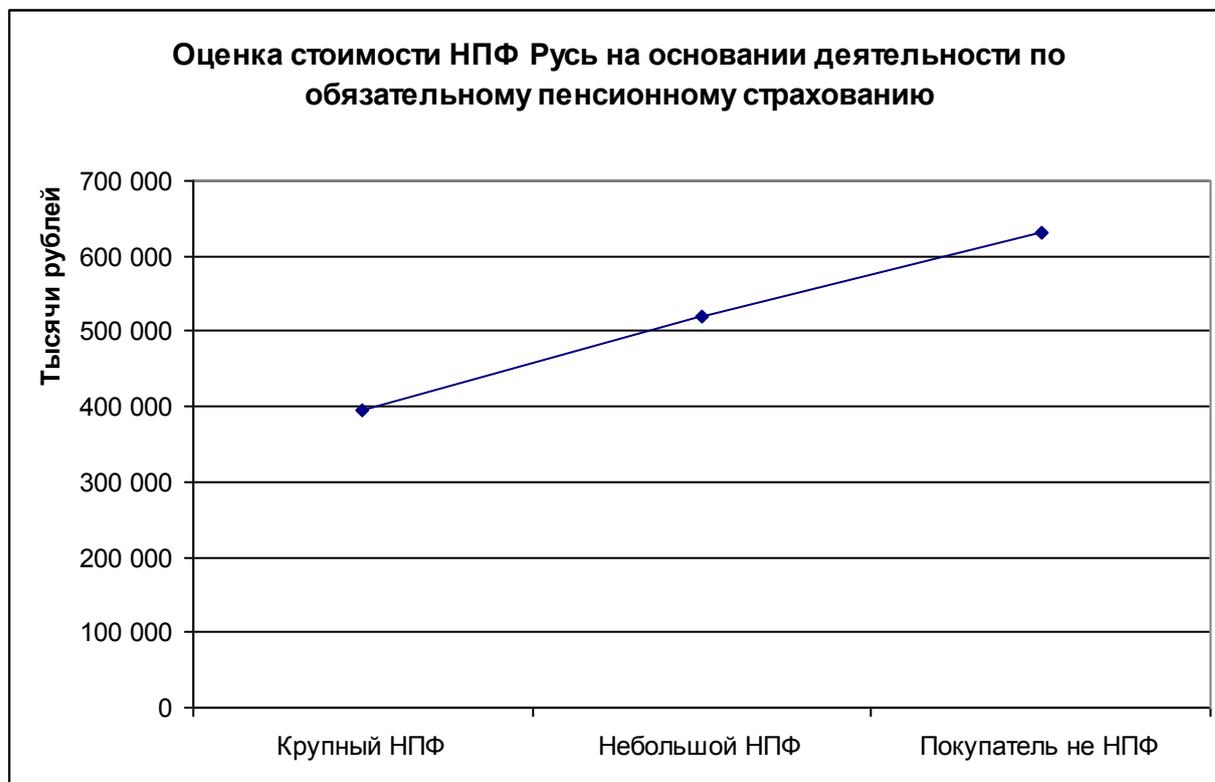
Предположим, что другой покупатель, также НПФ, уже имеет 50 000 счетов застрахованных лиц. Порог опыта работы для создания эффективной инфраструктуры сборов мы выбрали равным в 100 000 счетов застрахованных лиц. Следовательно, из 346 905 договоров НПФ Русь покупатель 50 000 договоров собирает с дополнительными накладными расходами в 2500 рублей за договор, а остальные договора без учета дополнительных расходов. При этих допущениях стоимость НПФ Русь по обязательному пенсионному страхованию, для такого покупателя рассчитывается следующим образом:

$$СТФ_2 = 3\,739\,709\,900 * 5\% + 600 * 346\,905 + 2\,500 * 50\,000 = 520\,128\,245 \text{ рублей}$$

Следующий вариант – покупатель не является НПФ и не имеет опыта и инфраструктуры сборов договоров ОПС. Поэтому покупатель должен потратить минимум 37 000 000 рублей для получения лицензии на деятельность по сбору договоров ОПС, после чего развернуть соответствующую инфраструктуру, затратив на её создание дополнительно 2000 рублей на каждый договор ОПС из первых 100 000 заключенных договоров. Стоимость НПФ Русь по обязательному пенсионному страхованию, для такого покупателя рассчитывается следующим образом:

$$СТФ_3 = 37\,000\,000 + 3\,739\,709\,900 * 5\% + 600 * 346\,905 + 2\,000 * 100\,000 = 632\,128\,245 \text{ рублей}$$

В результате расчетов получены три индикативные оценки стоимости НПФ Русь с точки зрения его бизнеса по обязательному пенсионному страхованию, в зависимости от вида покупателя, представленные на следующем графике.



При наличии финансовой отчетности НПФ можно рассчитать стоимость чистых активов Фонда, определив наличие у него задолженностей, а также рассчитать прибыльность НПФ по формированию ИОУД.

Симбиоз оценок чистых активов (*ЧА*), прибыльности (*ОП*) и собственно пенсионного бизнеса (*ОБ*) Фонда позволит покупателю предложить продавцу (или наоборот продавцу предложить покупателю) обоснованную с его точки зрения цену НПФ. Естественно, что в ходе дальнейшего обсуждения сторон сделки будут вноситься уточнения, за счет которых окончательная цена покупки может изменяться в любую сторону.

Отдельным вопросом стоит проблема наличие рисков претензий к Фонду со стороны регуляторов. Для её разрешения, покупатель должен искать возможности для консультаций в ФСФР о наличии нарушений в интересующем его НПФ.