

ПРОБЛЕМЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ



Павел НОВГОРОДОВ

Вице-президент НПФ «Сампо», кандидат экономических наук,
г. Новосибирск.

В процессе консолидации рынка негосударственного пенсионного обеспечения, при присоединениях и слияниях фондов становятся актуальными вопросы оценки стоимости НПФ. Вопросы возникают как на теоретическом уровне, так и на уровне выбора методологии оценки НПФ и конкретного инструментария.

НПФ создаются и действуют в форме некоммерческих организаций, формально не ставящих перед собой целью получение прибыли. Тем не менее эти организации «производят» услуги, на которые предъявляется спрос, и тем самым они удовлетворяют определенные общественные потребности, за что получают доходы, формирующиеся из различных источников.

Теоретическая проблема оценки состоит в том, что непонятно, можно ли к некоммерческим организациям, в том числе НПФ, вообще применять категорию *стоимости*, либо нужно говорить о *полезности* или *ценности* этих организаций; можно ли рассматривать НПФ как *бизнес* или нет. Ведь учредители фонда не могут напрямую получать доходы от его деятельности. Кроме того, правовые особенности фондов таковы, что учредители теряют право на переданное фонду имущество в момент учреждения фонда. В этом смысле невозможно «продать» долю в фонде или сам фонд; речь может идти о переуступке прав голосования в органах управления и контроля за деятельностью фонда (прежде всего Совет фонда, а также Попечительский совет и Ревизионная комиссия).

Тем не менее де факто в России существует «рынок» НПФ, фонды (точнее, голоса в Советах фондов) активно продаются и покупаются, а с 2005 года в связи с требованиями законодательства этот процесс только усилился. Таким образом, НПФ при определенных допущениях можно рассматри-

вать как бизнес, к которому применяется категория стоимости. Говорить о стоимости НПФ корректно, поскольку фонд представляет собой не только социальный институт, но и финансовый, осуществляющий инвестиционную функцию, в этом смысле он может служить инструментом извлечения определенной экономической выгоды как для учредителей фонда, так и для его вкладчиков и участников.

На наш взгляд, НПФ может рассматриваться как бизнес в трех случаях: во-первых, если учредители или вкладчики используют налоговые льготы, предусмотренные законодательством, при перечислениях в НПФ, во-вторых, если они используют привлеченные через фонд долгосрочные инвестиционные ресурсы в качестве дешевого оборотного капитала (например, путем продажи фонду собственных ценных бумаг), в-третьих, если фонд используется как инструмент корпоративного управления (например, как механизм опосредованного владения компаниями, консолидации значимых пакетов акций или долгов предприятий в виде облигаций и векселей). Использование фон-

да в одном из трех направлений увеличивает текущие или будущие денежные потоки компании-учредителя или вкладчика, что ведет к увеличению стоимости бизнеса последнего.

Сходными мотивами руководствуются некоторые холдинги, предоставляющие широкий спектр финансовых услуг. Например, если в холдинг входят инвестиционная, управляющая, страховая компания, банк и другие финансовые институты, руководство холдинга может принять решение об учреждении собственного НПФ. При этом фонд, возможно, не рассматривается как самостоятельный бизнес и может даже являться центром убытков, но с точки зрения всего холдинга он позволяет оказывать весь ряд финансовых услуг для клиентов, контролируя финансовые потоки от «входа» до «выхода», что повысит стоимость других компаний и холдинга в целом.

Спорным представляется рассмотрение НПФ как бизнеса, если фонд используется учредителями и вкладчиками исключительно как социальный институт, то есть предполагает со стороны последних только затраты. Однако при принятии решения о «продаже» НПФ фонд, несомненно, приобретает стоимость для потенциальных покупателей.

Методологическая проблема заключается в выборе и правильном применении инструментария для оценки стоимости НПФ. В теории оценочной деятельности существуют три подхода, которые на практике используются для оценки имущества, в том числе бизнеса: *доходный, затратный (имущественный)* и *рыночный (сравнительный)*. Однако применение каждого из подходов для цели оценки стоимости НПФ сопряжено с рядом трудностей.

Методология доходного подхода базируется на оценке будущих доходов, которые потенциально может получить инвестор (покупатель фонда). При

этом имеют значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Основные методы, используемые в рамках методологии доходного подхода, — это метод капитализации и метод дисконтированных денежных потоков. Если инвестор руководствуется прежде всего экономическими мотивами при учреждении или покупке фонда, то методология доходного подхода может применяться для оценки дополнительных денежных потоков учредителя или вкладчика фонда. В случае с налоговыми льготами — это сумма сэкономленных на налогах средств, в случае с пополнением оборотного капитала — разница между ставкой, по которой привлекаются средства из НПФ, и ставкой на тот же срок, по которой предприятие имеет возможность привлечь кредит или заем на открытом рынке. С точки зрения самого фонда, доходы могут быть получены как за счет формирования и размещения имущества для обеспечения уставной деятельности, так и предусмотренной законодательством части дохода от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений. В случае оценки фонда в целях покупки должны учитываться как «прямые» доходы фонда, так и «косвенные» доходы учредителей и вкладчиков. Сложнее применить доходный подход, если фонд используется как посредник в цепочке собственников, либо фонд рассматривается как элемент финансового холдинга, однако идеология доходного подхода применяется и в этих случаях.

Вопросы возникают при использовании фонда лишь как инструмента социальной и кадровой политики организации. Дополнительная пенсия в будущем для сотрудников организации рассматривается как форма отложенной зарплаты и содействует снижению текучести кадров и повышению имиджа руко-

водства компании и организации в целом. В таком случае определить дополнительный денежный поток, создаваемый дополнительной мотивацией сотрудников, практически невозможно, и с точки зрения доходного подхода стоимость фонда становится отрицательной, поскольку от учредителя или вкладчика требуется постоянное финансирование как деятельности самого фонда, так и финансирование пенсионной программы сотрудников, а прямые и косвенные доходы от деятельности фонда либо отсутствуют вообще, либо незначительны относительно затрат.

Методология затратного (имущественного) подхода базируется на определении расходов на создание бизнеса. В рамках данного подхода основным является метод чистых активов. Стоимость бизнеса этим методом определяется как разность между совокупной рыночной стоимостью активов организации и его обязательствами. Независимо от целей учредителей оценка фонда будет сводиться в основном к оценке имущественного комплекса фонда. Как правило, оценка стоимости фондов будет получаться небольшой, поскольку фонд не обладает большим объемом собственных активов, а активы, сформированные за счет пенсионных резервов, в количественном выражении обычно соответствуют будущим обязательствам фонда по выплате пенсий и таким образом не учитываются в методологии затратного подхода. Те возможности, которые предоставляют фонды учредителям и вкладчикам фонда как инструмент социальной, кадровой и экономической политики, в затратном подходе также не учитываются, а значит, оценка стоимости фондов данным подходом будет сильно заниженной.

Рыночный (сравнительный) подход эффективен в случае существования активного рынка сопоставимых объектов собственности. Этот подход мало

уместен для оценки стоимости НПФ. Во-первых, рынок НПФ не может считаться «активным» с точки зрения количества существующих фондов вообще и фондов, выставленных на «продажу» в частности. За исключением недавно созданных фондов, каждый НПФ – все-таки индивидуальный «продукт». Это связано как со специфическими финансовыми показателями каждого фонда, так и с особенностями передачи прав собственности на управление фондами (рыночные аналоги в данном случае найти очень сложно, поскольку существует большое количество нюансов, описанных в уставе и других нормативных документах НПФ, определяющих систему принятия разного рода решений в фонде через голосование). Во-вторых, в случае рыночного подхода также не учитываются цели использования фонда, и что также важно, возможности учредителей и вкладчиков фонда. Подавляющее большинство фондов в России на данный момент являются корпоративными и ценность (и как следствие, стоимость) этих фондов во многом определяется возможностями учредителей и вкладчиков, в том числе наличием связей с органами власти, присутствием уникальных специалистов и т.д.

Отсюда следует, что наиболее адекватным при оценке стоимости НПФ как финансового института является, при определенных оговорках, доходный подход, основанный на прогнозировании будущих денежных потоков.

При этом можно выделить следующие группы факторов, которые влияют как на объем денежных потоков, так и на риски, связанные с их получением.

Первая группа – *финансовые факторы*. К ним относятся текущий объем, состав, структура и доходность размещения имущества для обеспечения уставной деятельности, в том числе совокупного вклада учредителей, а также прогнозные зна-

чения целевого финансирования вкладчиков и иных законных поступлений, рассчитываемые на основе имеющихся у фонда договоров.

Сюда также относятся объем, состав и структура размещения пенсионных резервов, пенсионных накоплений, а также прогнозируемая доходность от их размещения. В этом смысле должна оцениваться деятельность как самого фонда, так и деятельность управляющих компаний фонда. Кроме того, необходимо оценить соответствие пенсионных резервов и накоплений фонда текущим и будущим обязательствам, которое проводится в рамках актуарного оценивания. Также важно составить прогнозируемые объемы пенсионных резервов и накоплений, которые зависят не только от заключенных договоров, но и от динамики изменения структуры участников и застрахованных лиц фонда. Чем у фонда больше пенсионеров, тем быстрее будут сокращаться его пенсионные резервы и накопления, тем ниже будут прогнозируемые денежные потоки.

На объем денежных потоков, конечно, влияют состав и структура затрат фонда – затраты на инфраструктуру, зарплату, маркетинг и так далее.

Вторая группа факторов – *организационно-правовые*. К ним относятся, прежде всего, «история» лицензии фонда (каков срок действия лицензии, были ли приостановки в деятельности и т.д.), организационная структура фонда (штат, структура управления в виде Совета фонда, структура контроля в виде Ревизионной комиссии и Попечительского совета, наличие филиалов и представительств, работа с агентами и т.д.), а также соответствие текущих показателей деятельности фонда и его нормативных документов (Устава, Правил) законодательству и требованиям регулятора. Понятно, что какими бы ни были финансовые показатели деятельности фонда, если он не со-

ответствует требованиям и существует риск приостановки или аннулирования лицензии, то стоимость такого фонда будет незначительна.

Третья группа – *технологические факторы*. Здесь учитываются технические и технологические средства, используемые фондом для обеспечения уставной деятельности, в том числе система ведения счетов фонда, использование специфических программных продуктов, схемы и формы обслуживания вкладчиков и участников (получение взносов, выплаты пенсий, информационная поддержка) и так далее. К технологическим факторам также относится система контроля за сохранностью и конфиденциальностью информации.

Наконец, четвертая группа факторов – *репутационные*. Это факторы, которые формируются в рамках маркетинговой деятельности фонда, различных PR-акций и деятельности конкретных сотрудников фонда, направленных на повышение репутации НПФ как среди существующих и потенциальных вкладчиков и участников, так и среди профессиональных участников рынка негосударственного пенсионного обеспечения. Эти факторы проявляются через формирование «доброй воли» НПФ – деловой репутации фонда, который, однако, оценить «в рублях» крайне сложно.

Таким образом, для объективной оценки стоимости фонда только в рамках его денежных потоков необходимо провести достаточно долгую работу. К этой стоимости нужно будет добавить еще и «косвенные» доходы учредителей и вкладчиков НПФ. Однако это даст возможность определить действительно обоснованную цену фонда. Часть проблем при оценке стоимости НПФ могут снять новые методы, разработанные для некоммерческих организаций как в рамках доходного подхода, так и других оценочных подходов.