

## РЫНОК УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ В 2018г.



### Ногин Юрий

директор рейтингов  
финансовых институтов

Тел. +7 (495) 122-22-55 (106)

E-mail: [nogin@ra-national.ru](mailto:nogin@ra-national.ru)

### Термины и сокращения

НРА, Агентство –  
ООО «Национальное  
рейтинговое агентство»

ПИФ – паевый  
инвестиционный фонд

ETF – биржевой (*торгуемый*)  
инвестиционный фонд,  
от англ. Exchange Trade Fund

ИИС – индивидуальный  
инвестиционный счет  
ОФЗ – облигации  
федерального займа  
(*государственные долговые  
ценные бумаги*)

СЧА – стоимость чистых  
активов

- **Сегменты доверительного управления:** в период с 2016 по 2018гг. наибольший рост показали паи открытых ПИФ (далее–ОПИФ) и индивидуальное доверительное управление средствами физических лиц.
- **Типы ПИФ:** исторически лидирующую позицию по объему СЧА на российском рынке коллективных инвестиций занимают закрытые ПИФ (далее–ЗПИФ). Их рыночная доля с 2016 по 2018гг. плавно снизилась с 94% до 89%. Сменилась основная категория ЗПИФ, если раньше ЗПИФ недвижимости были хедлайнером среди фондов данного типа, то теперь переформатировались в ЗПИФ комбинированной категории.
- **Биржевые ПИФ:** растет интерес инвесторов к вложениям в биржевые ПИФ (далее – БПИФ), что обусловлено возможностью оплачивать паи валютой и низким вознаграждением за управление в сравнении с другими типами фондов. Основными объектами инвестирования активов БПИФ по итогам 2018 г. являются иностранные ценные бумаги (63,2%).
- **Состав активов ПИФ:** несмотря на формальное снижение доли (*фактически произошел перевод части активов из категории недвижимости в категорию прочих активов*), недвижимость по-прежнему составляет наибольшую часть активом ПИФ.
- **Рост ИИС:** снижение ставок по депозитам, налоговые льготы и возможности получения дополнительного дохода от ОФЗ подтолкнули частных инвесторов к использованию ИИС.
- **Устойчивость участников рынка коллективных инвестиций:** в соответствии с исследованием отчетности МСФО топ-12 по СЧА управляющих компаний за 2018г. значения основных показателей остались в среднем на комфортном уровне, соответствующем предыдущему году.
- **Новации в законодательстве:** переход на МСФО 9 (*потенциальные проблемы с необходимостью формирования большего размера резервов под обесценения для расчета собственных средств*), внедрение стандартов риск-

менеджмента со стороны ЦБ РФ и НАУФОР, стандарт НАУФОР по определению стоимости пая, изменения в 156-ФЗ.

НПФ – Негосударственный пенсионный фонд

ЦБ РФ – Центральный Банк РФ, регулятор финансовых рынков

ПФР – Пенсионный фонд Российской Федерации

Эндаумент-фонд (*англ. Endowment*) – целевой фонд, предназначенный для использования в некоммерческих целях, как правило, для финансирования организаций образования, медицины, культуры

СРО – Саморегулируемая организация, некоммерческая организация, объединяющая предпринимателей, работающих в определённой отрасли производства товаров или услуг

## Сегменты доверительного управления

Пенсионные накопления НПФ сохранили свои позиции как наибольший по объёму сегмент доверительного управления. Однако заняли лишь 3-е место по темпам среднегодового прироста (*CAGR*<sup>1</sup>), уступив паям ОПИФ, а также сегменту доверительного управления средствами физических лиц, включающего ИИС. Причина роста последних – снижение ключевой ставки ЦБ РФ и, как следствие, депозитных доходностей, что вынудило частных инвесторов искать пути приумножения собственного состояния вне предложений кредитных организаций.

Таблица 1.1. Структура сегментов доверительного управления

Сегменты рынка	2016	2017	2018
Пенсионные накопления НПФ	2 104	2 455	2 539
Пенсионные резервы НПФ	887	980	1 004
Паи ОПИФ и ИПИФ <i>для неквалифицированных инвесторов</i>	138	218	305
Паи ЗПИФ <i>для неквалифицированных инвесторов</i>	919	1 168	1 204
Военная ипотека	226	231	244
Управление средствами корпоративных клиентов	400	479	494
Управление средствами физических лиц	250	382	529
Прочие <sup>2</sup>	216	232	265
<b>Рынок всего</b>	<b>5 140</b>	<b>6 145</b>	<b>6 584</b>

Источник: сайт investfunds.ru, расчеты: НРА, единица измерения: млрд. руб.

По мнению Агентства, доля пенсионных накоплений НПФ будет значимой и в дальнейшем с учетом трансформации средств ОПС в систему ИПК. Доля средств физических лиц в сегменте доверительного управления в течение нескольких лет подойдет к своему пику. Дальнейшее развитие отрасли будет зависеть от общего состояния экономики РФ (*ситуация с экономическими санкциями*,

<sup>1</sup> Здесь и далее расчет производился методом *CAGR* (*Compound Annual Growth Rate*)

<sup>2</sup> Включая управление средствами пенсионных накоплений ПФР, средствами эндаумент-фондов и СРО

*наличие локальных и общих драйверов роста), а также от уровня финансовой грамотности населения и вовлеченности в процесс инвестирования.*

ИПК – индивидуальный пенсионный капитал  
(концепция, которая должна прийти на смену пенсионных накоплений).

Предположительно будет дополнительной к страховой пенсии)

ДУ – доверительное управление

ЧА – стоимость чистых активов

#### Типы ПИФ

ЗПИФ занимают исторически лидирующую позицию на российском рынке коллективных инвестиций по СЧА среди фондов. Их доля с 2016 по 2018гг. плавно снизилась до 89,6%, что связано не с падением СЧА ЗПИФ, а с ростом СЧА ОПИФ.

Несмотря на сокращение числа ПИФ (см. таб. 2.1), СЧА ПИФ неуклонно растут, что можно наблюдать в таб. 2.2.

Следует отметить, что в 2018г. появились первые четыре биржевые ПИФ с суммарной СЧА чуть более 1 млрд. руб., паи которых в обязательном порядке торгуются на бирже.

Квалифицированный инвестор – в соответствии со ст. 51.2. Федерального закона N 39-ФЗ от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг» физическое или юридическое лицо, которое признано способным осуществлять операции на рынке ценных бумаг в отношении тех видов финансовых инструментов и услуг, которые предназначены только для квалифицированных инвесторов (*повышенного риска*)

Таблица 2.1. Количество ПИФ различных типов

Количество ПИФ	2016	2017	2018
ЗПИФ	1 150	1 131	1 128
ОПИФ	356	327	268
ИПИФ	47	39	40
Биржевые ПИФ	–	–	4
<i>Справочно</i> ПИФ для квал. инвесторов	756	774	817

Источник: Банк России, расчеты: НРА

Комбинированная категория ПИФ – в соответствии с Указанием ЦБ РФ N 4129-У от 05.09.2016 в состав такой категории ПИФ могут входить **любые** активы, за

исключением наличных  
денежных средств

Таблица 2.2. СЧА ПИФ различных типов

СЧА ПИФ	2016	2017	2018
ЗПИФ	2 431	2 699	2 994
ОПИФ	131	218	315
ИПИФ	20	20	31
Биржевые ПИФ	–	–	1
<i>Справочно</i> ПИФ для квал. инвесторов	1 959	2 248	2 586

Источник: Банк России, расчеты: НРА, единица измерения: млрд. руб.

Следует отметить, что в соответствии с Указанием Банка России N 4129-У многие ЗПИФ, особенно для квалифицированных инвесторов, поменяли форму на ЗПИФ комбинированной категории, что отразилось в увеличении количества данной категории фондов.

Как полагает Агентство, доля СЧА ЗПИФ в совокупном объеме будет оставаться лидирующей на протяжении ближайшего времени, т.к. связана с высокой стоимостью объектов недвижимости. Постепенно доля ЗПИФ (особенно квалифицированных инвесторов) будет снижаться. Следует ожидать роста доли и количества биржевых ПИФ, которые достаточно привлекательны для инвесторов вследствие относительно низкого вознаграждения за управление в сравнении с другими типами фондов, ликвидности и возможности оплачивать паи валютой.

### **Биржевые ПИФ**

Особенностью биржевого ПИФ является возможность оплачивать паи валютой и низкое вознаграждением за управление в сравнении с другими типами фондов, вследствие того, что применяется пассивный вариант управления.

На российском рынке биржевые ПИФ часто используют в качестве инструмента вложения ETF для поддержания высокой диверсификации и минимизации затрат на анализ вложений. Такой подход позволяет использовать состав и структуру известных международных индексов и популярных инвестфондов.

Доходность биржевого ПИФ связана не только с ростом котировок, но и с динамикой валюты, в которой он номинирован. В текущей ситуации с российской экономикой ожидать укрепления

национальной валюты достаточно сложно, поэтому инструмент пользуется популярностью у инвесторов.

По мнению Агентства, в ближайшее время ожидается еще больший рост вложений в биржевые ПИФ.

### **Состав активов ПИФ**

Основным трендом изменения состава и структуры активов ПИФ с 2016 по 2018г. стало формальное сокращение доли недвижимости с 45% до 24%.

Фактически с внесением изменений в ГК РФ внутри ЗПИФ комбинированной категории многие управляющие компании заменили категорию ряда объектов недвижимости (*например, промышленные комплексы*) на *прочие активы*. Это связано с тем, что текущие требования к ЗПИФ недвижимости со стороны законодательства более жесткие, нежели для комбинированных ЗПИФ.

Таблица 4.1. Состав и структура активов ПИФ

<b>Количество ПИФ</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Денежные средства	194	260	310
Акции российских эмитентов	434	653	740
Облигации российских эмитентов	83	157	204
Государственные ценные бумаги	16	38	82
Иностранные ценные бумаги	68	129	174
Инвестиционные паи	5	20	98
Вклады в капиталы российских организаций	484	580	676
Недвижимость, ИЦБ и закладные	1 288	962	897
Прочие активы	263	511	485

Источник: Банк России, расчеты: НРА, единица измерения: млрд. руб.

Агентство отмечает рост доли акций российских эмитентов (до 20,2%), облигаций российских эмитентов (до 5,6%), инвестиционных паев (с 0,2% до 2,7%, связано в том числе с ETF), а также государственных бумаг (до 2,24%) вследствие необходимости прохождения стресс-тестов НПФ, занимающихся ОПС (*пенсионные накопления*).

Стресс-тестирование – подход в управлении рисками, характеризующий финансовое состояние объекта исследования в случае наступления прогнозируемого кризиса (*резкого ухудшения текущих экономических условий*)

При прохождении процедуры стресс-тестирования предполагается, что инструменты государственного долга (ОФЗ) являются единственным активом, который НПФ вправе отрицательно не переоценивать со снижением рейтинговых категорий. Таким образом, описанные выше финансовые вложения являются единственными обязательствами, не оказывающими давление на собственные средства НПФ.

Как считает Агентство, в будущем следует ожидать роста доли государственных ценных бумаг (ОФЗ), так как практика стресс-тестирования будет распространена и на НПФ, ориентированных на негосударственное пенсионное обеспечение (*пенсионные резервы*), и, скорее всего, на страховые компании. Также предстоящим видится продолжение роста иностранных ценных бумаг и инвестиционных паев, которое поддержат биржевые ПИФ.

### Рост ИИС

Рост ИИС связан с желанием граждан переиграть инфляцию и получить максимальный доход по сравнению с банковским депозитом, о чем говорилось в разделе «**Сегменты доверительного управления**», а также с перспективой получения налоговых льгот от вложений в ОФЗ и муниципальные облигации.

Таблица 5.1. Число зарегистрированных ИИС

	2016	2017	2018
Количество ИИС	195	302	598

Источник: Московская биржа, расчеты: НРА, единица измерения: тыс. шт.

В ИИС есть возможность получения налогового вычета до 52 000 руб. или освобождение инвестиционного дохода от налогов. Кроме того, при покупке ОФЗ или муниципальных облигаций граждане не уплачивают налог на доход с физических лиц от получаемых купонных выплат.

Таким образом, ИИС часто позиционируется как альтернатива банковскому депозиту (*можно сразу рассчитать купонную доходность облигаций*) с практически государственной гарантией (*кредитное качество ОФЗ является наивысшим по национальной рейтинговой шкале – AAA*). Однако не следует забывать, что в отличие от депозита облигации, находящиеся на ИИС, подвержены также рыночному риску.

По мнению Агентства, в ближайшее время такой продукт будет серьезно востребован рынком.

### Устойчивость участников рынка коллективных инвестиций

Агентство провело анализ финансовой отчетности по МСФО топ-12 крупнейших по объему средств в доверительном управлении (см. [рэнкинг УК по активам НРА](#)) управляющих компаний за 2018г. Ниже представлены скорректированные<sup>3</sup> консолидированные данные.

Таблица 6.1. Основные показатели управляющих компаний

Показатели	2017	2018	Разница
Капитал	38 182	39 002	+2,1%
Операционные доходы	18 548	21 635	+16,6%
Чистая прибыль	8 868	9 074	+2,3%
Операционные расходы	11 662	14 350	+23,1%
Расходы на персонал	6 310	7 123	+12,9%
Расходы на ИТ	291	366	+25,5%
Расходы на рекламу	306	285	-6,9%
Активы в управлении	4 504 709	5 243 138	+16,4%

Источник: МСФО отчетность управляющих компаний за 2018г., расчеты: НРА, единица измерения: млн. руб.

Как видно из таблицы 6.1, рост активов в управлении аналогичен росту операционных доходов, что говорит о стабильности развития рынка коллективных инвестиций. Рост операционных расходов превысил аналогичный показатель по операционной выручке, что незначительно сказалось на таком показателе, как СТИ<sup>4</sup>, ухудшившись с 63% до 66%.

Следует отметить, что увеличение операционных расходов не связано в первую очередь с ростом расходов на персонал, Агентство отмечает рост на более чем 25% расходов на ИТ (*компьютерные технологии и программное обеспечение*).

Средневзвешенный по объему активов в доверительном управлении коэффициент обеспеченности капиталом, рассчитываемый как разница между собственным капиталом и минимальным размером собственных средств управляющей компании к средней величине операционных расходов (*показывает сколько лет управляющая компания сможет поддерживать свою деятельность для*

<sup>3</sup> Учитывалась безвозмездная поддержка от акционеров в структуре чистой прибыли, корректировались статьи баланса и отчета о финансовом результате в разрезе инвестиций в ассоциированные компании

<sup>4</sup> Cost to Income – покрытие операционных расходов операционными доходами (*исключая нерегулярные доходы*)



соответствия требованиям регулятора без внешней поддержки в условиях нулевой доходности, своеобразный стресс-сценарий), остался на достаточно комфортном уровне (свыше 3 лет): в 2017г. составлял свыше 5 лет, а в 2018г. снизился до 3,94 года.

Средневзвешенная рентабельность деятельности управляющих компаний сохранила высокий уровень (свыше 20%), немного превысив уровень 2017г. По расчетам Агентства рост показателя ROE<sup>5</sup> в 2017г. составил 24%, а в 2018г. – 25%.

### Новации в законодательстве в 2018г.

Переход на МСФО 9 является безусловно положительным шагом к повышению устойчивости участников рынка коллективных инвестиций, однако он окажет серьезное влияние на расчет собственных средств управляющих компаний. Так в 2018г. ЦБ РФ провел ряд проверок управляющих компаний, где были выявлены не в полном объеме сформированные резервы под обесценение низколиквидных активов (выданные ссуды, просроченная дебиторская задолженность, некотируемые активы), что приводило к завышению собственных средств управляющих компаний. После формирования адекватного размера резервов под обесценение возможен вариант несоответствия размера собственных средств управляющей компании требованиям ЦБ РФ (Указание Банка России N 4075-У от 19.07.2016г.).

Требования к организации системы риск-менеджмента для управляющих компаний, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, определены Указанием Банка России N 4501-У от 21.08.2017г. Для управляющих компаний, обладающих лицензией на управление инвестиционными фондами, ПИФ, НПФ (далее – лицензия доверительного управления), а также управляющих средствами НПФ, косвенно распространяются требования к организации управления рисками, определенные в Указании Банка России N 4060-У от 04.07.2016г. и N 4332-У от 29.03.2017г.

Однако существуют управляющие компании, имеющие лицензию доверительного управления, но не управляющие средствами НПФ (например, только управление ПИФ), для таких управляющих компаний не были определены требования к организации системы риск-менеджмента. Ситуация изменится с 1 января 2020г. с выходом соответствующего стандарта НАУФОР, соблюдение которого будет обязательным для всех членов этой СРО (НАУФОР объединяет более 270 управляющих компаний, подавляющее большинство). Следует отметить, что по Федеральному закону N 223-ФЗ от 13.07.2015г. управляющая компания обязана входить в СРО соответствующего

НАУФОР – Национальная  
Ассоциация Участников  
Фондового Рынка,  
саморегулируемая  
организация

<sup>5</sup> Return on Equity – рентабельность собственного капитала (отношение чистой прибыли к капиталу)

вида (п.1 ст.8 указанного закона), что делает применение стандартов СРО обязательным для соблюдения законодательных требований.

В начале мая 2019г. вступил в силу стандарт НАУФОР порядка определения СЧА ПИФ и стоимости пая, по которому необходимо рассчитывать обесценение (*дисконтирование на величину кредитного, рыночного и риска ликвидности*) для вышеперечисленных низколиквидных активов для клиентских целей. Стандарт подразумевает наличие соответствующих внутренних методик управляющих компаний расчета вероятности дефолта для всех объектов инвестирования.

Таким образом, может быть создан прецедент, когда управляющая компания, с одной стороны, будет вынуждена дисконтировать стоимость низколиквидных активов, составляющих, например, ЗПИФ, для соответствия требованиям СРО и, как следствие, федерального законодательства, а с другой – своими действиями снизит рыночную стоимость паев ЗПИФ, что скорее всего приведет к серьезному недопониманию со стороны учредителей управления (*фактических изменений в составе и структуре ЗПИФ не произошло, а его СЧА изменилась в сторону уменьшения*).

В соответствии с изменениями<sup>6</sup> в Федеральном законе N 156-ФЗ от 29.11.2001г. «Об инвестиционных фондах» с 02.05.2020г. становится обязательным предупреждение конфликта интересов внутри ПИФ для управляющих компаний. Эти изменения в особенности для ПИФ квалифицированных инвесторов могут потенциально повлиять на соблюдение требований ст. 40 «Ограничения деятельности управляющей компании» 156-ФЗ, что позволит управляющим компаниям совершать сделки с более широким кругом контрагентов.

---

<sup>6</sup> Изменения были внесены Федеральным законом N 75-ФЗ от 01.05.2019г.

## Ограничение ответственности Агентства

© 2019

Вся информация Агентства, включая информацию о присвоенных рейтингах, прогнозы, модели, методологии, рэнкинги, аналитические обзоры и материалы, а также иная информация, как опубликованная Агентством, так и содержащаяся в его внутренних нормативных документах (далее – Информация), подготовлена, создана, опубликована и предназначена исключительно для использования в ознакомительных целях и не может использоваться в иных целях без упоминания Агентства, как источника данных и/или сотрудников Агентства, как авторов информационных материалов, в тех случаях, где указан автор при размещении Информации самим Агентством.

Права Агентства на Информацию защищены. Единственным источником данных, отражающим актуальное состояние рейтингов Агентства, является официальный интернет-сайт Агентства – [www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

Результаты аналитической работы Агентства, включая присвоенные рейтинги и информацию, содержащуюся в обзорах и материалах, публикуемых на данном Сайте, представляют собой выражение независимого мнения Агентства на дату их подготовки и не являются констатацией факта или рекомендацией о принятии каких-либо инвестиционных решений или проведении операций на рынке ценных бумаг.

При осуществлении анализа и оценок Агентство не рассматривает какие-либо вопросы, связанные с инвестированием в те или иные ценные бумаги и не выполняет функции инвестиционного или финансового консультанта. При принятии каких-либо инвестиционных решений, пользователи не должны полагаться только на информацию, опубликованную на данном Сайте.

Агентство, в том числе работающие в нем сотрудники, не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у пользователей Информации, в результате их самостоятельных действий и принятия каких-либо решений на основе Информации.

Агентство не несет ответственности за любые прямые или косвенные, фактические, компенсационные или случайные убытки, включая без ограничения: упущенную выгоду, любые издержки, другие последствия, возникшие у пользователей Информации в связи или в результате их выводов, умозаключений, интерпретаций, рекомендаций любых третьих лиц, прямо или косвенно связанных с Информацией.

Агентство получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, тем не менее не может гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации, поскольку не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

Агентство и его сотрудники предпринимают необходимые меры для защиты конфиденциальной информации, в том числе поступающей от рейтингуемых лиц, иной информации, в отношении которой имеются указания на ее непубличность, от любых мошеннических действий, неправомерного использования, утраты, кражи или непреднамеренного раскрытия. В соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации Агентство обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной при осуществлении рейтинговой деятельности, а также персональных данных.

Агентство не берет на себя обязательств обновлять какую-либо информацию после ее публикации за исключением случаев, когда этого требует действующее законодательство Российской Федерации, и не обязано уведомлять об этом кого-либо, кроме лиц, с которыми у Агентства заключено соответствующее соглашение/договор.