

Смоляр Ю.О.,

кандидат економічних наук,
провідний науковий співробітник
відділу фінансових ринків та послуг
НДФІ ДННУ “Академія фінансового управління”,

Терещенко Г.М.,

кандидат економічних наук,
завідувач відділу фінансових ринків та послуг
НДФІ ДННУ “Академія фінансового управління”

ОСОБЛИВОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ: ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД І ВІТЧИЗНЯНА ПРАКТИКА

Досліджуються питання реформування пенсійної системи й розвитку недержавного пенсійного забезпечення в Україні. Зокрема, аналізуються особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів у контексті зарубіжного досвіду.

The article searches into the question of reforming the pension system and developing non-government pension insurance in Ukraine. Analysis is, in part, made of some peculiarities concerning the investment activity of non-government funds in the context of foreign experience.

З ухваленням Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення”¹ в нашій державі спостерігається активізація інтересу громадськості до діяльності недержавних пенсійних фондів (НПФ), які залучають кошти від юридичних і фізичних осіб для управління цими коштами з подальшим накопиченням та виплатою громадянам так званої додаткової пенсії.

Розвиток НПФ в Україні пов’язаний із цілою низкою проблем, серед яких слід виділити недостатній рівень капіталізації коштів фондів, нерозвиненість ринку цінних паперів та низький рівень доходності вітчизняних фінансових інструментів, що певною мірою обмежує напрями інвестування коштів такими пенсійними фондами. Наявність зазначених та інших проблем на шляху реформування пенсійної системи України, які потребують розв’язання (науково-теоретичного обґрунтування), підтверджує актуальність наукових досліджень у цій сфері.

Питанням розвитку недержавного пенсійного забезпечення в Україні присвячено чимало праць вітчизняних науковців, таких як Д.В. Полозенко, В.І. Кравченко, Б.О. Зайчик, М.В. Лазебна, М.О. Шкуренко, О.В. Гаряча, В.В. Гордієнко, Л.Є. Момотюк, Г.В. Карпенко, та інших. Утім, на сьогодні залишаються невирішеними ціла низка питань щодо забезпечення ефективності діяльності НПФ зокрема й розвитку фінансового ринку в цілому. Також досі актуальною є розробка комплексу заходів щодо подальшого розвитку даного сегмента фінансового ринку для стимулювання зростання числа учасників та обсягів пенсійних накопичень.

¹ Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 47–48. — 28 лист. — Ст. 372.

У свою чергу, актуалізуються дослідження питань розширення інструментів для інвестування пенсійних накопичень.

Величина додаткової пенсії може значною мірою залежати від результатів інвестиційної діяльності НПФ. Тому для захисту заощаджень їх учасників держава часто застосовує суворі обмеження в цій сфері. Причому жорсткі правила інвестування практикуються не лише в порівняно нових пенсійних системах, а й у багатьох країнах ОЕСР. Безперечно, у країнах зі слаборозвинутими фінансовими ринками брак досвіду інвестиційної діяльності, зокрема управління ризиками, може призвести до хибних рішень у питаннях формування портфеля. Адже інвестування в таких країнах є справді досить ризиковою справою. У країнах англо-американської групи правило “обережної особи” досить успішно застосовується у сфері інвестицій шляхом встановлення високих пруденційних стандартів і вимог до професійності й досвідченості менеджерів фондів. Разом із тим в умовах пенсійної системи з установленими внесками використання ліберального підходу може виявитися менш ефективним, оскільки працівники беруть на себе інвестиційний ризик, при цьому, можливо, не маючи достатньої інформації й досвіду для відстеження й аналізу результатів інвестиційної діяльності пенсійних фондів. Отже, в такому разі жорсткіші правила інвестування вважаються цілком виправданими. Зокрема, такий шлях обрали країни Латинської Америки, Східної Європи та Центральної Азії.

Підвищене піклування про інвестиційну діяльність пенсійних фондів у латиноамериканських країнах пояснюється, зокрема, існуванням державних гарантій². Це означає, що держава зобов’язується компенсувати будь-яку нестачу гарантованої доходності після ліквідації пенсійного фонду, що не виконав свої функції. І хоча українська держава не поширює свої гарантії на недержавні пенсії, невдачі фондів, спричинені ризиковою інвестиційною політикою, можуть ставити під загрозу проведення комплексної пенсійної реформи. Цим і пояснюється намагання забезпечити найменш ризикову інвестиційну поведінку НПФ шляхом встановлення лімітів на певні види пенсійних активів.

Регулювання структури портфеля інвестицій пенсійних фондів має на меті зниження ризиковості капіталовкладень і унеможливлення значних розбіжностей у результатах їхньої діяльності. З другого боку, такі обмеження, хоч і дають змогу уникнути надмірного зосередження ризику, можуть перешкоджати досягненню бажаного ступеня диверсифікації інвестиційного портфеля³.

Зазвичай правила інвестування встановлюються на трьох рівнях.

1. Типи цінних паперів, у які дозволено вкладати кошти пенсійного фонду. Йдеться про те, що інвестиції мають здійснюватися на офіційних біржових

² *Palacios R., Rofman R.* Annuity Markets and benefit Design in Multipillar Pension Schemes: Experience and Lessons from Four Latin American Countries // Social Protection Discussion Paper # 0107. — Washington: The World Bank, 2001. — 52 p.

³ *Vittas D.* Regulatory Controversies of Private Pension Funds // Policy Research Working Paper # 1893. — Washington: The World Bank, 1998. — 48 p.

майданчиках у допущені до обігу цінні папери з високим рейтингом і активним обігом. Будь-які відхилення від цього правила повинні мати чітко обговорені межі.

2. Ліміт на придбання обсягу цінних паперів одного емітента. Наприклад, портфель акцій чи облігацій одного емітента, як правило, обмежується на рівні 5–10 % від загального обсягу активів фонду або загального обсягу цінних паперів даного емітента. Таке обмеження унеможливорює надмірне зосередження ризиків і надто тісний зв'язок із окремою компанією. (Встановлення обмеження на вищому рівні вимагало б від НПФ участі в роботі правління та управління даною компанією.)

Ці два типи правил інвестування в тому чи іншому вигляді присутні в більшості країн. Вони є цілком однозначними: навіть якщо б їх не було в законодавстві, вони, напевне, визначалися би внутрішніми процедурами засновників пенсійного фонду.

3. Обмеження на класи активів за ризиковістю. Такі правила переважно встановлюють максимальний рівень придбання різних класів активів. Аби вони були дієвими, потрібна гнучкість і корегування в міру розвитку НПФ і підвищення ефективності ринків капіталу.

Українське законодавство містить усі три типи обмежень, що свідчить про особливо пильний контроль із боку держави інвестиційної складової недержавних пенсій. Водночас, із точки зору міжнародної практики, ліміти на класи активів, запроваджені в Україні, більше підходять для інвестиційних фондів, яким притаманна ризиковіша політика капіталовкладень. Вони дозволяють надмірне зосередження ризиків при формуванні активів за рахунок банківських депозитів та іпотечних цінних паперів, що, враховуючи рівень розвитку цих ринків, може становити небезпеку. До того ж інвестиційний ризик підвищується внаслідок досить низьких, за світовими стандартами, вимог до статутного капіталу компанії з управління активами (300 тис. євро). Адже ця сума уособлює фінансові зобов'язання перед членами пенсійного фонду в разі його неплатоспроможності. З огляду на це, а також на запровадження верхньої межі вкладання коштів у державні цінні папери на рівні 50 %, на початковій стадії розвитку пенсійних фондів варто очікувати формування основного обсягу активів на базі банківських депозитів і державних боргових зобов'язань.

Головні обмеження, що найбільше впливають на дохідність і ризиковість пенсійних активів, стосуються вкладання коштів у іноземні активи та акції, у зв'язку з чим з'являється тенденція до використання пенсійних фондів як джерела фінансування державного бюджету.

Одним із мотивів запровадження обмежень на структуру портфеля є заохочення інвестицій у державні цінні папери для полегшення переходу від солідарної пенсійної системи до накопичувальної. Доцільність використання боргових зобов'язань уряду при реформуванні пенсійної системи пояснюється низкою їхніх властивостей. Зокрема, розміщення активів пенсійних фондів у державних позиках забезпечує розв'язання таких завдань, як:

- диверсифікація пенсійних резервів зі створенням надійних умов для формування й інвестування пенсійних накопичень;
- гарантування захисту пенсійних вкладів;
- контроль із боку держави структури пенсійних резервів;
- забезпечення умов інвестування ресурсів на довгостроковий період, тобто строкової відповідності залучених та інвестованих коштів.

Пристосованість певних видів державних облігацій (за параметрами) до вимог інвестування пенсійних заощаджень підтверджується практикою багатьох країн. Приміром, активи пенсійних фондів Бельгії на 45 % складаються з урядових боргових зобов'язань, у Німеччині цей показник становить 58,4 %, у Данії — 60 %, у Великобританії — 65 %, а в Угорщині — 68 %⁴.

Слід зауважити, що в короткостроковій перспективі залучення коштів пенсійних фондів у державні боргові зобов'язання справді може згладити проблеми перехідного періоду. Проте ця політика в разі її проведення протягом тривалішого терміну втрачає переваги, натомість негативно впливаючи на заощадження в економіці й розвиток фінансового ринку країни. У залученні пенсійних накопичень до формування державного боргу криється небезпека, адже за певних обставин накопичувальна пенсійна система, активи якої розміщуються в державних боргових зобов'язаннях, стає прихованою формою розподільчої системи. При надмірній експлуатації пенсійною системою боргових ринків майбутні пенсії будуть сплачуватися з доходу, отриманого за цінними паперами уряду, тобто фінансуватися з державного бюджету. Таким чином, джерелом пенсійного забезпечення, як і за солідарної системи, стають податки з працюючого населення⁵.

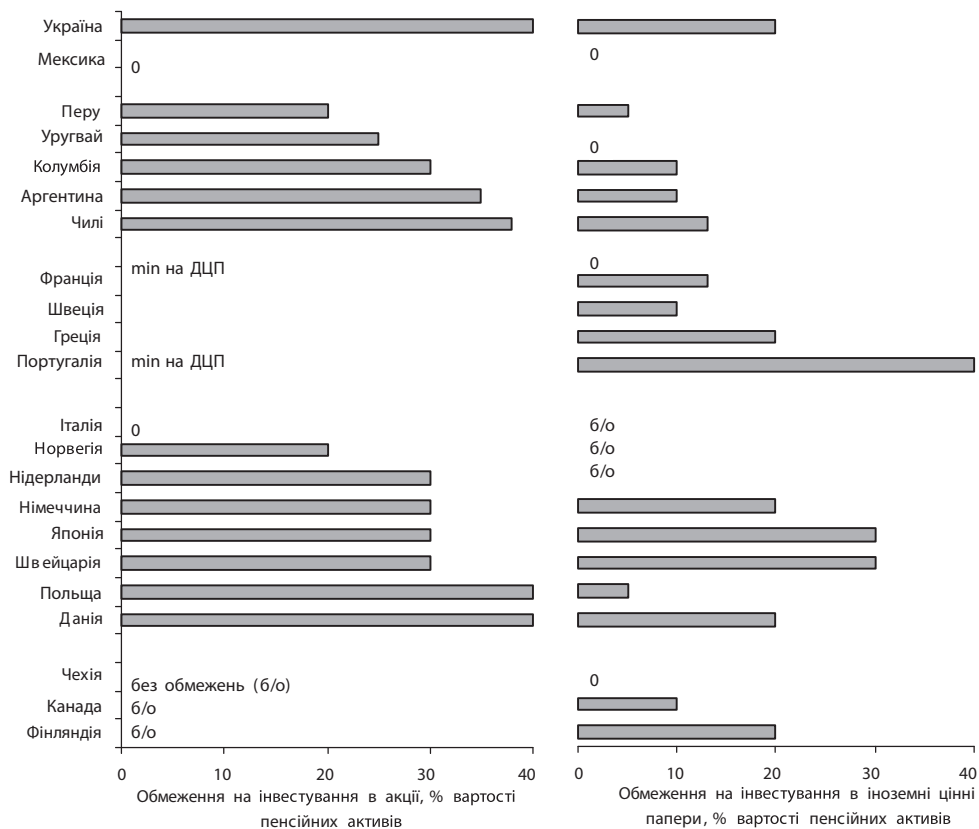
Водночас відсутність привабливих цінних паперів на внутрішньому ринку є досить вагомим аргументом на користь дозволу інвестувати в іноземні цінні папери. Крім того, це дає змогу диверсифікувати так званий ризик країни. Дещо іншим аспектом є інвестування пенсійних активів на зовнішніх ринках. На відміну від України, де інвестування в цінні папери іноземних емітентів, по суті, й означає вихід на зовнішні ринки, в розвинутих країнах ці питання регулюються окремо, оскільки іноземні емітенти, як правило, присутні також на їхніх внутрішніх ринках. Обмеження в цій сфері спричинені тим, що пенсійні фонди мають зобов'язання в національній валюті, отже інвестування на внутрішньому ринку забезпечує єдину валюту їхніх пасивів і активів. Натомість вихід на зовнішні ринки пов'язаний із валютним ризиком. У принципі, його можна хеджувати, але відповідні техніки є досить складними й це може потребувати додаткових витрат. Крім того, викликає занепокоєння підвищена волатильність деяких зовнішніх ринків, здатна привести до кризи не лише компанію, а й цілу країну. У будь-якому разі варто пам'ятати, що потенційний зиск від пенсійної реформи

⁴ <http://www.worldbank.org/pensions>

⁵ *Вавилов А.* Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. — М.: Городециздат, 2001. — 304 с.

може лишитися нереалізованим, якщо внутрішній ринок буде позбавлено довгострокових фінансових ресурсів.

Україна, з її жорстким режимом регулювання, належить до країн, які не вдалися до заборони іноземних інвестицій, проте обмежили обсяг вкладання активів НПФ у цінні папери зарубіжних емітентів на рівні 20 %. Для порівняння на рис. 1 зображено два головних типи обмежень на формування активів пенсійних фондів у різних країнах світу.



Джерело: www.worldbank.org/pensions.

Рис. 1. Обмеження, встановлені щодо структури інвестиційного портфеля пенсійних фондів

У країнах — членах ОЕСР — обмеження на ведення інвестиційної діяльності застосовуються у двох формах. По-перше, в таких країнах, як Данія, Німеччина, Японія, Швейцарія й Польща, існує обмеження на обсяг коштів, що можуть бути вкладені в акції. Зазвичай це 30—40 % від усіх активів НПФ. По-друге, Франція й Португалія запровадили обмеження у формі мінімальної частки інвестування в державні цінні папери. І хоча цей мінімум варіюється від 15 % до 50 %, він

має практично той самий ефект щодо обмеження частки акцій у портфелях пенсійних фондів⁷.

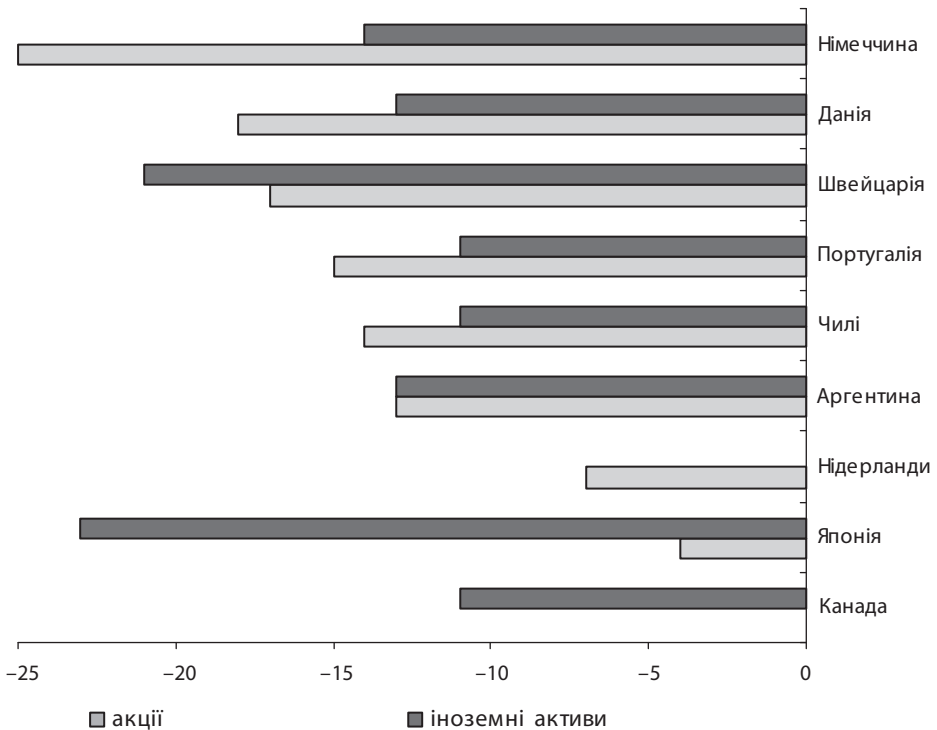
У латиноамериканських країнах обмеження, в цілому, жорсткіші, ніж у країнах — членах ОЕСР. Причому найбільші поступки в цьому питанні пропонують регуляторні режими Чилі, Колумбії й Аргентини, дозволяючи вкладати в акції понад 30 % активів. У Болівії (не представлена на діаграмі) ситуація складніша. Хоча регулювання інвестицій тут найм'якше з-поміж країн регіону, високі вимоги щодо мінімального обсягу інвестицій у державні боргові зобов'язання обумовили формування портфелів із переважною часткою урядових цінних паперів. Разом із тим передбачається, що досить жорсткі режими, запроваджені Мексикою й Уругваем, матимуть тимчасовий характер.

Подібна тенденція простежується й щодо інвестування в іноземні цінні папери. Обмеження в латиноамериканських країнах знову виявляються істотнішими порівняно із країнами — членами ОЕСР. Останні обмежують зарубіжні інвестиції в середньому на рівні 16 %. При цьому серед членів ОЕСР є країни, що взагалі забороняють своїм НПФ мати в портфелі іноземні цінні папери, а також такі, де досить помірковані ліміти в розмірі 40 %. Чотири із представлених країн Латинської Америки дозволяють фондам формувати активи з цінних паперів іноземних емітентів (лідером серед них є Чилі). Водночас у цих країнах встановлено максимальний рівень інвестування в урядові боргові зобов'язання. Це обумовлено намаганням, з одного боку, забезпечити диверсифікацію портфелів пенсійних фондів, а з другого — не допустити надмірної експлуатації державою цього джерела для дефіцитного фінансування.

На практиці структура інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів залежить від загальної моделі поведінки менеджерів, що історично склалася в певній країні. Так, у країнах континентальної Європи менеджери НПФ дотримуються консервативних поглядів, тому частка активів цих фондів, розміщених у акціях, нижча за встановлені обмеження й порівняно з іншими країнами (рис. 2). В Австрії, Франції, Німеччині, Італії, Іспанії та Швейцарії цей показник здебільшого варіюється навколо 10 %. В англomовних країнах, таких як Австралія, Ірландія, Великобританія і США, пенсійні фонди тримають у акціях від 40 % до 80 % своїх активів. Латиноамериканські країни за своїми показниками перебувають десь поміж зазначених двох груп. Як бачимо, консерватизм у інвестиційних уподобаннях не можна пояснити самими лише регуляторними обмеженнями.

Відомо, що акції здатні забезпечити вищий дохід, ніж облігації. Але дохід за ними менш стабільний, отже ризики, пов'язані з акціями, значно більші. Утім, пенсійні заощадження являють собою довгострокові інвестиції, тому мінливість доходності акцій може бути згладжена впродовж тривалого інвестиційного періоду. Крім того, будь-яке зниження доходності інвестицій помітно впливає на накопичувальну

⁶ Portfolio Limits: Pension Investment Restrictions Compromise Fund Performance // World Bank Pension Reform Primer.



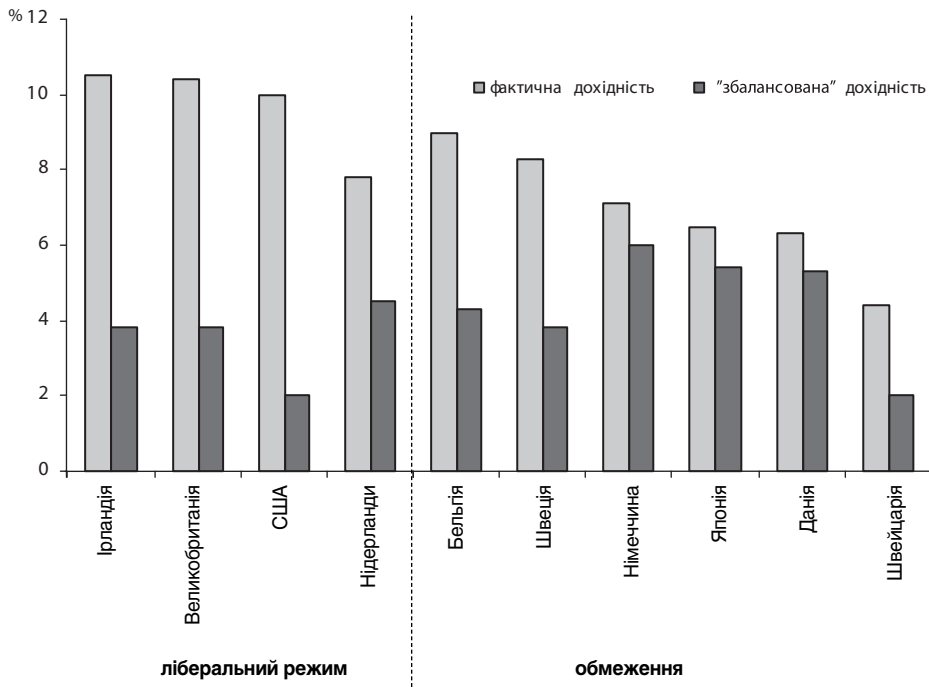
Джерело: www.worldbank.org/pensions.

Рис. 2. Відношення частки активів НПФ, розміщених у акціях та іноземних цінних паперах, до гранично дозволених показників

складову пенсій. Одновідсоткове зростання річної дохідності вкладених коштів веде до збільшення розміру пенсії, внески на користь якої здійснювалися протягом 40-річного страхового періоду, — на 20—30 %.

Для наочності впливу інвестиційних обмежень на рис. 3 показано фактичні рівні дохідності пенсійних активів порівняно з так званим “збалансованим портфелем”, що складається наполовину з акцій і наполовину з облігацій.

У 1984—1996 роках середня річна дохідність інвестицій у пенсійних фондах перших чотирьох країн, які мають порівняно ліберальний режим регулювання, становила 9,5 %. Тоді як у решті шести країнах, де встановлено обмеження щодо формування активів, цей показник дорівнював 6,5 %. Таку різницю можна пояснити багатьма факторами. Зокрема, однією із причин розбіжностей у результатах функціонування НПФ могла би бути різниця в роботі фінансових ринків цих країн. Але показники “збалансованого портфеля” дають змогу нівелювати цей чинник. Ринкова дохідність, визначена на його основі, в середньому є нижчою у групі країн із меншими інвестиційними обмеженнями (3,5 % проти 4 %). Ще однією причиною розбіжностей є те, що таке спрощене порівняння не враховує чинник ризику, ступінь якого в портфелях із переважною часткою акцій



Джерело: www.worldbank.org/pensions.

Рис. 3. Фактична та "збалансована" дохідність інвестиційних портфелів недержавних пенсійних фондів

вищий. Стандартне відхилення при порівнянні дохідності інвестиційних портфелів пенсійних фондів, що дає змогу отримати загальне уявлення про їх ризиковість, становить 11 % у країнах із ліберальним регулюванням структури активів порівняно з 8 % у країнах із регуляторними обмеженнями. Отже, додаткової дохідності було досягнуто певною мірою за рахунок більшого показника ризику. Проте поступитися трьома додатковими відсотками річної дохідності через таку порівняно невелику різницю у ступені ризиковості спромогли б лише інвестори, зовсім не схильні до ризику. Крім зазначених існує ще низка факторів, які здатні впливати на дохідність інвестиційних портфелів пенсійних фондів. Це макроекономічна політика, умови оподаткування тощо.

Розміщення активів у цінних паперах емітентів різних країн може сприяти скороченню волатильності інвестиційного доходу пенсійних фондів. Адже кореляція між дохідністю акцій, приміром на ринку США й ринках, що активно розвиваються, становить лише 40 %, а між фінансовими ринками розвинутих країн — 60 %. Але навіть такий ступінь взаємовпливу дає змогу отримати істотні прибутки від міжнародної диверсифікації.

Показники, відображені на рис. 3, свідчать, що обмеження у сфері інвестиційної політики мають негативний вплив на діяльність пенсійних фондів, а отже

й на розмір пенсійних виплат їх учасників. Це, звичайно, не означає, що ліберальніші правила ведуть до більшої диверсифікації інвестиційних портфелів. Тоді як обмеження на структуру інвестицій є необхідною умовою для забезпечення такої диверсифікації.

В інвестиційній політиці НПФ важливо також враховувати пріоритети їх учасників. Наприклад, працівники молодшого віку радше нададуть перевагу високодохідним і високоризиковим інвестиціям, а старше покоління почуватиметься безпечніше при консервативнішому розподілі активів. Тобто підхід, що передбачає формування однакового для всіх портфеля інвестицій не дає змоги врахувати особисті переваги учасників НПФ. Для врегулювання цього питання в США працівникам, які використовують корпоративні пенсійні плани, було дозволено змінювати структуру своїх інвестицій упродовж життя. Пенсійні фонди Великобританії пропонують плани, що побудовані за способом життя й дозволяють корегувати ризиковість інвестицій відповідно до віку учасників.

Зазначимо, що недержавні пенсійні фонди вигідно відрізняються від інших інститутів спільного інвестування здатністю здійснювати довгострокові вкладення коштів, які ними акумульовані: як правило, термін накопичення капіталу фондів становить понад десять років. Тому діяльність НПФ може найближчим часом стати інструментом залучення довгострокових інвестицій у реальний сектор економіки. Утім, для цього необхідні додаткові державні гарантії збереження пенсійних коштів, створення таких інвестиційної інфраструктури та правил, за яких було б забезпечено надійність, збереження, ліквідність і дохідність інвестиційного пенсійного резерву.

Також подальший розвиток недержавного пенсійного забезпечення вимагає розробки концептуальних підходів до розвитку ринку цінних паперів як ефективного механізму мобілізації й перерозподілу вільних грошових ресурсів. Ліквідний, надійний і прозорий фондовий ринок має забезпечити реалізацію пенсійної реформи в Україні шляхом створення сприятливих умов для розвитку недержавних пенсійних фондів; сприяння надходженню інвестицій у реальний сектор економіки; створення ефективної системи захисту прав та інтересів інвесторів (власників пенсійних рахунків); розбудови ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначати ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів (із урахуванням дохідності й ліквідності цінних паперів, що спонукатиме підприємства, які є емітентами, до виплати дивідендів); створення умов для підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу; гармонізації політики держави на фондовому ринку із грошово-кредитною, валютною й бюджетно-податковою політикою з метою розвитку фондового ринку України та інститутів спільного інвестування, зокрема недержавних пенсійних фондів.