

Інвестиційна політика недержавних пенсійних фондів

У статті розглянуте питання формування інвестиційної політики недержавними пенсійними фондами в Україні. При цьому враховано діючу систему обмежень і наявність на фінансовому ринку інструментів, розміщення в які дозволить одержати дохід, необхідний для виконання фондом своїх зобов'язань перед учасниками. Запропоновано запровадження для недержавних пенсійних фондів нових фінансових інструментів - пенсійних облігацій, емітентом яких має стати НБУ і корпоративних облігацій, гарантованих державою.

Сьогодні в Україні за рахунок таких інституційних інвесторів, як недержавні пенсійні фонди (НПФ), передбачено здійснити реанімацію вітчизняного ринку цінних паперів. На ці цілі має бути спрямовано до 70% пенсійних активів, тож для НПФ проблеми управління фінансовими інвестиціями є дуже актуальними, зважаючи на те, що законодавча база щодо їх функціонування тільки-но формується.

НПФ – юридична особа, створена згідно Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р. [1], яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду.

Є дві обставини, що кардинально відрізняють НПФ від інших інвесторів. По-перше, разове вилучення накопичених коштів можливе тільки відповідно договору, підписаного обома сторонами; по-друге, існує певний період, що відділяє момент сплати внесків у НПФ від початку виконання фінансових зобов'язань останнього.

Таким чином, на фінансовому ринку НПФ мають справу з грошима, що надаються їм у довгострокове користування. Безумовно, що ці особливості визначають інвестиційну політику НПФ, якій і буде присвячена дана стаття.

Інвестиційна політика полягає у визначенні таких напрямків розміщення пенсійних активів, щоб бути в змозі забезпечити фонду виконання зобов'язань перед учасниками в умовах необхідності дотримання встановлених державою інвестиційних обмежень.

За своєю інвестиційною політикою НПФ можуть бути агресивними, поміркованими і консервативними. Вважається, що професійні і корпоративні фонди в інтересах своїх учасників не повинні проводити агресивну інвестиційну політику, оскільки це пов'язано з підвищеним ризиком при розміщенні пенсійних активів та управлінні ними [2, с.114]. Хоча, на нашу думку, все залежить від того, скільки років НПФ працює на ринку: для “зрілих” фондів з великою кількістю пенсіонерів важливим є гарантоване надходження коштів, тому при інвестуванні перевага віддається державним цінним паперам і облігаціям; для “молодих” НПФ зобов'язання наступлять через декілька десятків років, тому вони мають можливість вкладати кошти в акції зростання.

Зазначимо, що управління активами може і повинне враховувати вікові особливості учасників НПФ, як це має місце на Заході (табл. 1).

НПФ може обрати напрям інвестиційної політики під впливом, по-перше, системи обмежень, встановлених діючим законодавством для НПФ, і, по-друге, наявністю на даний момент на ринку фінансових інструментів, розміщення в які дозволить одержати дохід, необхідний для виконання фондом своїх зобов'язань зі зведенням можливих ризиків до мінімуму.

Згідно з частиною другою ст. 47 Закону “Про недержавне пенсійне забезпечення” [1], пенсійні активи у цінних паперах складаються з:

- 1) цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства;

**Можливий діапазон розміщення інвестиційних інструментів
залежно від цільової групи інвесторів,
розподілених за стадіями їхнього життєвого циклу [3, с. 54].**

Стадія життєвого циклу	Мета інвестора	Діапазон використання для інструментів, %		
		Акції	Облігації	Готівка (валюта)
Початок кар'єри	Максимальне зростання дохідності	80-100	0-10	0-10
Середина кар'єри	Зростання дохідності	70-80	10-20	5-10
Кінець кар'єри	Консервативне зростання	60-70	15-25	5-20
Вихід на пенсію	Зростання і дохід	50-60	15-30	10-20
Життя на пенсії	Дохід	15-50	40-75	10-35

* - дані, наведені у таблиці, носять умовний та приблизний характер, оскільки в кожному конкретному випадку інвестор може перебувати під впливом будь-яких обставин, які призведуть до змін у його стратегії.

2) акцій та облігацій українських емітентів, що відповідно до норм законодавства пройшли лістинг та перебувають в обігу на фондовій біржі або торговельно-інформаційній системі, зареєстрованих у встановленому законодавством порядку, обсяги торгів на яких складають не менше 25% від загальних обсягів торгів на організаційно-оформлених ринках цінних паперів України (крім цінних паперів, на які здійснюється підписка згідно з законодавством);

3) цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, при цьому вимоги до рейтингу зовнішнього боргу та визначення рейтингових компаній здійснюється ДКЦПФР;

4) облігацій іноземних емітентів, з інвестиційним рейтингом визначеним як передбачено у п. 3 цієї частини статті;

5) акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська або у торговельно-інформаційній

системі НАСДАК (NASDAQ). Емітент цих акцій повинен провадити свою діяльність не менше ніж протягом 10 років і бути резидентом країни, рейтинг зовнішнього боргу якої визначається як передбачено у п. 3 цієї частини статті.

Дозволяючи розміщувати пенсійні активи українських НПФ в зарубіжні цінні папери, потрібно не забувати, що на світових фінансових ринках вже зосереджені великі ресурси національних пенсійних систем. Якісних фінансових інструментів там не так багато, і вони вже обмежені коштами національних НПФ, тому для іноземних пенсійних активів залишаються менш дохідні, ліквідні і надійні інструменти. За таких умов коштів українського НПЗ на Заході ніхто не очікує, за виключенням деяких фінансових спекулянтів. Тож можна передбачити, що у випадку виникнення фінансової кризи саме ці кошти стануть амортизатором, який прийме на себе перший удар (національні ж пенсійні системи будуть захищені). На нашу думку, кошти українських НПФ потрібно зосередити на внутрішніх інвестиціях, оскільки вивозячи кошти за кордон, ми втрачаємо можливість створювати у себе ефективно діючу економіку з розвиненим реальним сектором.

Кількісні обмеження на інвестування активів українських НПФ наведено у таблиці 2. Їх аналіз показує, що вони потребують додаткового обґрунтування з урахування сучасного стану ринку цінних паперів та перспектив його розвитку протягом найближчих 5 років. Оскільки практичну діяльність НПФ буде започатковано у 2004 році, то ця проблема стає ще більш актуальною.

По-перше, нормативи інвестування пенсійних коштів, встановлені в обсязі 40% загальної вартості пенсійних активів у банківську систему в цілому на 10% - у зобов'язання одного банку, є неприйнятними з погляду диверсифікації вкладень і безпечності інвестування. Тому доцільніше було б залишити його на рівні 30%, як це було у попередньому законопроекті.

По-друге, "мінімізація ризиків пенсійних фондів, пов'язаних з інвестуванням пенсійних коштів у державні боргові цінні папери, вимагає на додаток до встановленого загального нормативу, що обмежує інвестиції в державні боргові зобов'язання, встановлення також внутрішньої диверсифікації таких інвестувань між окремими видами державних боргових зобов'язань (не менше трьох). Тому

Таблиця 2.

Кількісні обмеження на інвестування пенсійних активів НПФ *

	Вид кількісного обмеження	Нормативи інвестування
1	Кошти на банківських депозитних рахунках та в ощадних сертифікатах банків (сукупно)	<=40% при цьому <=10% у зобов'язаннях одного банку
2	Цінні папери одного емітента	<=5% (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано КМ)
3	Цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ	<=50%
4	Цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів республіки Крим), та облігації місцевих позик	<=20%
5	Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	<=40%
6	Акції українських емітентів	<=40%
7	Цінні папери іноземних емітентів	<=20%
8	Іпотечні цінні папери, визначені законодавством України	<=40%
9	Об'єкти нерухомості (земля, будівлі)	<=10%
10	Банківські метали	<=10%
11	Інші активи, не заборонені законодавством України	<=5%

* Складено відповідно до Закону “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р.

видається необхідним запровадити додатковий норматив інвестування пенсійних коштів в один вид боргових цінних паперів у межах загального нормативу, а саме: не більш як 50% загальної вартості пенсійних активів, при цьому не більш як 20% у цінні папери одного виду” [4, с.61-62].

По-третє, норматив інвестування коштів НПФ в облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України, в обсязі 40% не відповідає сучасному стану ринку корпоративних боргових зобов'язань. До того ж відсутні цінні папери, випущені під майнове забезпечення або інші види гарантій. Тому необхідно обмежити поки що обсяги дозволених інвестувань пенсійних активів НПФ в

корпоративні облігації вітчизняних підприємств нормативом 20% загальної вартості пенсійних активів.

По-четверте, норматив дозволених інвестувань пенсійних активів в цінні папери іноземних емітентів потрібно залишити на рівні 20%. При цьому потрібно врахувати пропозицію А. Федоренко, Д. Леонова і Н. Ковальнової [4, с. 62], які пропонують наступні застереження: а) інвестування в цінні папери, гарантовані урядами іноземних держав, - не більше 10% в цінні папери однієї іноземної держави; б) інвестування в акції та облігації іноземних емітентів – не більше 10%, при цьому в цінні папери одного емітента – не більше 5%.

Зважаючи на вищевикладені положення і світовий досвід управління пенсійними активами, потрібно запропонувати наступні зміни до законодавства щодо розміщення пенсійних активів НПФ:

1. Дозволити інвестувати кошти НПФ у боргові цінні папери (державні, місцевих органів влади, корпоративні) тільки тоді, коли ці папери мають відповідне майнове забезпечення активами або закріплене визначене джерело доходу для їх погашення.

2. Заборонити інвестування коштів НПФ в акції і корпоративні боргові цінні папери, які заходяться в процесі первинного розміщення.

3. Уточнити умови допуску цінних паперів до обігу на організованих ринках, оскільки “проходження лістингу (перебування в ньому) не може бути гарантією інвестиційної якості цінного паперу (окрім формального допуску до торгів на організованому ринку такий цінний папір повинен ще й реально торгуватись, тобто перебувати в обігу – підтверджувати свою ліквідність певними обсягами операцій купівлі-продажу за певний проміжок часу)” [4, с.64].

Оскільки на склад і структуру інвестиційного портфелю впливають не тільки законодавчі обмеження, але і, як зазначалося вище, придатні для інвестування інструменти, то, наприклад, казахські НПФ, незважаючи на дозвіл інвестувати до 30% активів у цінні папери казахських підприємств, що пройшли відповідні рівні лістингу фондової біржі, поки воліють не робити таких вкладень [5].

Ряд корпоративних НПФ в Росії віддає перевагу використанню особливого порядку розміщення пенсійних резервів, що полягає в інвестуванні коштів у цінні папери, емітовані своїми вкладниками і засновниками. Така політика багато в чому може бути виправдана достатньою нормою дохідності, високою надійністю вкладень та повним корпоративним контролем.

Взагалі зазначимо, що в умовах різних обмежень НПФ повинен забезпечити виконання своїх зобов'язань перед вкладниками та учасниками, а це стане можливим тільки при проведенні ним зваженої інвестиційної політики. Поки що консервативна політика інвестування пенсійних активів і орієнтація українських НПФ на довгострокові вкладення повинні бути реалізовані лише в умовах розвиненого ринку цінних паперів.

Проведений нами аналіз українських фінансових інструментів дозволив зробити висновок, що у найближчому майбутньому компанія з управління активами НПФ буде стикатися з проблемою пошуку дохідних і надійних інструментів, захищених від інфляції.

Дохідність вкладень НПФ забезпечується дохідністю фінансових інструментів. При цьому дуже важливо визначити величину мінімальної ставки дохідності r , під яку можна інвестувати пенсійні активи в умовах прогнозованого темпу інфляції h . Якщо припустити, що отриманий дохід буде оподатковуватися за ставкою g , то реальна дохідність інвестованих коштів і може бути розрахована за загальновідомою формулою Фішера [6, с. 156]:

$$i = \frac{r + h(1 + r)}{1 - g}$$

Зазвичай величина “бар’єрної ставки” r вибирається таким чином, щоб реальна дохідність i перевищувала величину 4-5% річних. “Сьогодні НПФ мають крайню потребу в об’єктах інвестування, нижня межа дохідності яких...повинна бути не нижчою від ставки по депозитах для фізичних осіб в Ощадбанку України (у свідомості значної частини населення від поки що уособлює безризикову

дохідність), а реальна (з урахуванням інфляційних втрат та оподаткування) – значно вищою” [2, с.138].

В Україні існує значний дефіцит інвестиційних ресурсів для підтримки реального сектора, тому ще деякий час НПФ будуть співіснувати з цим дефіцитом. Реальний ринок акцій, що відповідає розміщенню пенсійних активів, ще буде довго відсутнім, і НПФ не залишиться нічого, крім інвестування у короткострокові високоризикові інструменти. Тому ми вважаємо за доцільне запровадити нові державні цінні папери – пенсійні облігації, емітентом яких має стати НБУ. Дохідність по цим облігаціям має бути “позитивною”, тобто вищою за темп інфляції. У підсумку пенсійні облігації можуть стати основним інструментом акумуляції пенсійних резервів НПФ і ліквідною формою їх збереження.

Пропозиції щодо запровадження подібного фінансового інструменту робляться і в Росії [7], де нормативна база щодо НПФ почала формуватися ще у 1992 р.

Ми пропонуємо наступний механізм розміщення пенсійних облігацій в Україні:

- 1) пенсійні активи, вкладені у пенсійні облігації розподіляються через систему міжбанківського кредиту у КБ на умовах збереження і повернення.
- 2) КБ розміщують суму державних пенсійних кредитних ресурсів у довгострокові інвестиційні проекти і роблять виплату процентів з урахуванням встановленого державою рівня мінімальної дохідності пенсійних облігацій.
- 3) НБУ розподіляє проценти за користування державними пенсійними кредитними ресурсами в інвестиційний дохід на пенсійні облігації, що належать НПФ.

В процесі реалізації запропонованої схеми організації інвестування пенсійних резервів НПФ потрібно перш за все створити регіональні площадки для розміщення пенсійних активів НПФ у пенсійні облігації і встановити норматив на частку розміщених в пенсійні облігації активів на рівні не менше 50%. При цьому обсяг випуску таких облігацій має визначатися попитом на них; строк обігу не повинен перевищувати один календарний рік, а виплати доходу здійснюватися щоквартально.

Іншим інструментом, що відповідає інвестиційним цілям НПФ і дає змогу підтримувати реальний сектор економіки, можуть стати корпоративні облігації, гарантовані державою. Російський досвід показує, що “пенсійні каси дореволюційної Росії, наприклад, частину своїх коштів (біля 30-40%) спрямовували на придбання облігацій приватних і казенних залізних доріг, гарантованих державою. Цей напрямок інвестицій вважався надійним і дохідним. Одночасно держава стимулювала залізничне будівництво за рахунок залучення приватного інвестиційного капіталу, в тому числі накопичувальної пенсійної системи” [7, с. 55].

Таким чином, ми можемо перейти до моделі інвестування пенсійних резервів НПФ за участю і контролем держави, коли держава приймає на себе функції по гарантуванню збереження пенсійних накопичень учасників НПЗ. Як наслідок, на неї покладається безумовне відшкодування втрачених пенсійних резервів як втрачених пенсійних накопичень громадян. Повернення державі відповідних боргів НПФ має розглядатися як наслідок відшкодування державою відповідних втрат.

Література

1. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р. № 1057-IV
2. Михайлов А.В., Ткач О.Й. Недержавні пенсійні фонди: сьогоднішній погляд у майбутнє. – Київ.: Видавництво “СПД Савчина”, 2001. – 244 с.
3. Филатов А. Рядовой инвестор и его инвестиционные цели // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 59. – 50-57 с.
4. Федоренко А., Леонов Д., Ковальова Н. Інвестування пенсійних активів: проблеми державного регулювання // Ринок цінних паперів. – 2002. - № 11-12. – 45-65 с.
5. Ukrainian Social Sector Restructuring Program PADKO / USAID. – <http://www.padko.kiev.ua>.

6. Кутуков В.Б. Основы финансовой и страховой математики: Методы расчета кредитных, инвестиционных, пенсионных и страховых схем. – М.: Дело, 1998. – 304 с.
7. Войшилло И.Е., Щербаков А.И. Инвестирование средств накопительной пенсионной системы в государственные облигации // Финансы. – 2002. - № 4. – 54-55 с.