

ОСОБЛИВОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ: СВІТОВИЙ ДОСВІД

Дмитро
Леонов,
кандидат
економічних
наук, доцент,
докторант
Київського
національного
економічного
університету
імені Вадима
Гетьмана

Характерною ознакою розвитку ринків фінансових послуг в останні десятиріччя є зростання попиту на послуги з недержавного накопичувального пенсійного забезпечення. З одного боку це зумовлено природною потребою людини здійснювати протягом працевдатного віку довгострокові накопичення на старість, з другого – стимулюється розвиток системних відносин на ринку праці (між державою, роботодавцями та професійними спілками, як сторонами «соціального партнерства»), спрямованих на досягнення балансу інтересів сторін щодо розширення системи соціальних гарантій (в тому числі і пенсійного забезпечення) найманіх працівників. Накопичені в пенсійних фондах заощадження постійно зростають і вже складають в розвинених країнах суттєву частку інвестиційного потенціалу. Зокрема, за підсумками 2005 року сукупні активи пенсійних фондів у країнах ОЕСР становили 17,9 трильйона доларів США, при цьому загальний рівень інвестицій пенсійних фондів склав 87,6% від сукупного ВВП цих країн [1, с.3]. В той же час інвестування активів пенсійних фондів є одним з найбільш дискусійних питань як на рівні державних регуляторних органів так і серед науковців і практиків. Зазначена загальна проблема інвестування пенсійних активів є складно структурованою та включає багато аспектів, які виходять за межі лише завдання формування ефективного інвестиційного портфеля пенсійного фонду. Одним з конкретних аспектів, який сьогодні практично не висвітлюється у вітчизняній літературі, є існуючі взаємозв'язки інвестиційної політики пенсійного фонду, інвестиційних уподобань різних груп фізичних осіб, які здійснюють пенсійні заощаджен-

ня та вибір ними, як споживачами фінансових послуг, відповідного пенсійного фонду в якості надавача подібних послуг.

Дослідженням зазначених питань присвячено низку робіт зарубіжних авторів, які аналізують мотивацію учасників пенсійних фондів при інвестуванні належних їм пенсійних активів, види ризику, на який вони наражаються в процесі інвестування, та їх відношення до цих ризиків при виборі фінансових послуг з накопичувального пенсійного забезпечення. Так, висвітлення окремих аспектів зазначеної проблеми можна знайти в публікаціях таких зарубіжних дослідників як Шарп У., Александер Г., Бейли Дж., Боди З., Кейн А., Маркус А., Фабоцци Ф., Гитман Л.Дж., Джонк М.Д., Роча Р., Гуттієрес Х., Ролдос Дж., Хінц Р., Девіс Е.П., Дікінсон Дж., Боос П.М., Якубов Ю., Д.Віттас та інш. В той же час, дослідження інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів на фінансових ринках в спеціальній вітчизняній економічній науковій літературі сьогодні здебільшого стосуються загальних проблем інвестування пенсійних активів з точки зору якісної оцінки наявних на вітчизняному фінансовому ринку об'єктів інвестування та їх достатності для забезпечення функціонування накопичувальної пенсійної системи в Україні (зокрема, слід відмінити роботи А.Федоренка, Д.Леонова, Н.Ковальової, В.Яценка та інш.). Таким чином, можна стверджувати, що в умовах, коли вітчизняний досвід як управління пенсійними активами, так і державного регулювання цим процесом налічує лише два роки, завдання вивчення зарубіжного досвіду аналізу впливу інвестиційних уподобань та оцінки інвестиційних ризиків учасника

ми накопичувальних пенсійних фондів є актуальним і необхідним для подальшого забезпечення ефективності функціонування недержавних пенсійних фондів в Україні.

Особливості інвестиційної діяльності того чи іншого інвестора, в тому числі інституційного, базуються на тих цілях, яких прагне досягти інвестор. У загальному виразі метою інвестування є отримання доходу на вкладені кошти. Конкретні цілі інвестиційної діяльності визначаються в залежності від специфіки того чи іншого інвестора. При цьому, головним є отримання компромісу (балансу) між очікуваною дохідністю та ризиком. В роботах таких відомих зарубіжних дослідників у сфері інвестиційної діяльності як Шарп У., Александер Г., Бейли Дж., Боді З., Кейн А., Маркус А., Фабоцци Ф., Гітман Л. Дж., Джонк М. Д. [2–5] доведено, що більш високі очікувані ставки дохідності пов'язані з більш високим ризиком. В той же час, в залежності від сутності фінансових операцій та змісту фінансових послуг, які надаються різними фінансовими установами, відношення припустимих параметрів у співвідношенні «ризик/дохідність» може змінюватися. Зокрема, практично всі дослідники виходять з ключовоого твердження про те, що прагнення досягти максимально можливої дохідності на інвестиції в пенсійних фондах обов'язково повинно бути збалансоване необхідністю забезпечити збереження сукупної вартості активів фонду від знецінення. Крім того, фінансова модель функціонування недержавного пенсійного фонду може суттєво впливати на внутрішню структуру ризику, якому піддається як сам фонд, так і його учасники – споживачі його фінансових послуг.

У своєму дослідженні Роча Р., Гутtierес Х. та Хінц Р. [6] пропонують згрупувати ризики, яким піддаються учасники пенсійного фонду, в три головних класи, а саме:

- системний ризик;
- портфельний, або інвестиційний ризик;
- агентський ризик.

Системні ризики є результатом зв'язку між пенсійною системою та іншими галузями фінансової системи та економіки в цілому.

Портфельний ризик містить несистематичний (або такий, що диверсифікується) ризик і систематичний (або ринковий) ризик.

Теоретично, належна диверсифікація портфеля мала б усувати таку складову портфельного ризику як несистематичний ризик, залишаючи тільки ринковий ризик. Відповідно, однією з головних цілей управління інвестиційною діяльністю недержавного пенсійного фонду є належна диверсифікація портфеля фонду, за умови усунення надто ризикованих і неліквідних активів з наявного діапазону інвестиційних можливостей. Однак навіть після належної диверсифікації та суттєвого зниження несистематичного ризику учасники фонду все одно підпадають під ризик коливань на ринку (систематичний ризик). Спричинити систематичний ризик може розмаїття факторів, зокрема нормальних коливань у ринкових цінах певного активу, періодичне виникнення фінансових «бульбашок» і ринкових криз, а також несподівані стрибки інфляції. Намагання усунути ринковий ризик схиляє пенсійні фонди до тенденції зменшувати загальні терміни портфеля фонду й періоди утримання окремих активів, але елемент цього ризику завжди залишається. Існують й інші пропозиції щодо управління ринковим ризиком, але більшість з цих пропозицій, не гарантуючи успіху, призводять до ускладнення управління інвестиціями фонду, а також певних негативних побічних ефектів. Зокрема, встановлення державою обов'язкових до виконання керуючим пенсійними активами інвестиційних обмежень, маючи на меті знизити інвестиційні ризики, на думку окремих дослідників, на практиці може привести до суттєвого зниження ефективності інвестиційної діяльності пенсійного фонду. Так Д.Вітлас відмічає, що, з одного боку, існує необхідність захисту працівників (як учасників пенсійного фонду – прим. авт.) від необережних дій керуючими активами, однак, з другого боку – встановлення подібних правил найчастіше веде до проблеми морального ризику, придущення фінансової ініціативи і зниженню ефективності інвестицій [7].

Саме з діяльністю осіб, які обслуговують пенсійний фонд, пов'язана тре-

тя група ризиків – *агентські ризики*. Агентські ризики виникають, коли інтереси адміністраторів фонду й керуючих активами повністю не збігаються з інтересами учасників фонду. Складні портфельні стратегії, пов’язані з довгостроковим інвестуванням, інформаційна асиметрія між особами, які надають послуги з управління фондами й учасниками фонду, низький рівень юридичної та фінансової обізнаності багатьох учасників фонду, створюють місце для некомпетентності, неефективності, і зловживання з боку залучених до управління фондом осіб. Типи агентських ризиків, в значній мірі, залежать від юридичної структури та структури управління пенсійним фондом, які встановлені у відповідній країні, але всі типи фондів піддаються, так чи інакше, агентським ризикам.

Найбільш очевидні прояви агентського ризику – зловживання при управлінні активами фонду. Рока Р., Гуттієррес Х. та Хінц Р.[6] зазначають, що найбільш очевидним проявом агентського ризику є переведення активів на рахунки в «екзотичних» країнах, проте існують більш приховані канали, через які адміністратори або керуючі активами фондів можуть зловживати правом управління пенсійними коштами, наприклад, використовуючи самовідмінні інвестування, вклади у пов’язані компанії, домовленості про розмір оплати за послуги тощо. В цих випадках місце не пряме вилучення пенсійних активів, а скорочення доходів учасників фонду.

Слід зазначити, що українське законодавство, яке регулює діяльність недержавних пенсійних фондів [8] містить застережні норми, які мають за формальною ознакою уберегти пенсійні накопичення від портфельного та агентського ризику. Зокрема щодо зниження портфельного ризику, це стосується встановлення переліку активів, дозволених до інвестування за рахунок пенсійних активів [8, ст.47], нормативів інвестування в окремі класи активів [8, ст.49], а також можливості включення до угоди про управління активами умови забезпечення компанією з управління активами дохідності фонду не нижчої за рівень офіційного індексу інфляції [8, ст.51]. Зменшенню агентського ризику також мають сприя-

ти: інвестиційні обмеження та вимоги до якості іноземних активів у портфелях пенсійного фонду; прямі заборони щодо самоінвестування за рахунок активів фонду осіб, які надають цьому фонду обов’язкові послуги (компанії з управління активами, професійний адміністратор фонду, зберігач, аудитор, консультанти, агенти тощо) та інвестування у компанії, пов’язані з цими особами [8, ст.49]. Крім того, запобіжним заходом можна вважати державне регулювання максимальних тарифів на послуги компанії з управління активами, адміністратора фонду, зберігача фонду [8, ст.30, 42, 45], а також щорічний моніторинг прибутковості пенсійних фондів з боку уповноваженого органу державного регулювання (Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України) з можливістю вимоги щодо заміни особи, що здійснює управління активами конкретного фонду з прибутковістю, значно нижчою, ніж середній показник по всіх пенсійних фондах країни за звітній рік [8, ст.51].

Отже, найбільш загальні стандартні ризики, притаманні інвестиційним операціям пенсійних фондів, можна формалізувати як з погляду їх визначення, так і їх часткового зниження за рахунок, у тому числі, формальних законодавчих обмежень інвестиційної діяльності.

В той же час існують вимоги до інвестиційної діяльності пенсійного фонду, які хоча й можна формалізувати, однак їх вимір значною мірою є індивідуальним для кожного пенсійного фонду. Саме такі особливості інвестиційної діяльності пенсійних фондів є об’єктом фінансового менеджменту кожного конкретного фонду.

Для того, щоб визначити зазначені особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, необхідно провести якісну оцінку склонності цих інституційних інвесторів до ризику.

У праці Боді З., Кейна А. та Маркуса А. [3, с.211-212] наводиться висновок про те, що основним фактором, який впливає на склонність індивідуального інвестора до ризикованих інвестування, є його вік. Авторами наведені результати опитування, що показують зміну від склонності до ризику

до суттєвого неприйняття ризику по мірі старіння фізичної особи (див. табл. 1).

Зважуючи на об'єктивно існуючий безпосередній зв'язок життевого циклу пенсійної фінансової послуги та її споживача – фізичної особи, проекція результатів зазначеного вище опитування на функціонування недержавних пенсійних фондів дозволяє зробити висновок про необхідність слідування зміні індивідуального ставлення до ризику при здійсненні інвестицій фонду. В той же час, у країнах, де недержавні пенсійні фонди (плани) є індивідуалізованими та будуються на відносинах трасту (наприклад, у Великій Британії), виходячи з наявності певної диференціації у ставленні до ризику інколи застосовується використання підходу множинності портфелів, який би дозволяв учаснику (бенефіціару) фонду обирати серед запропонованого набору портфелів той, що найповніше відповідає його ставленню до ризику. Таким чином, споживачу пенсійного продукту надається право самостійно обрати таку стандартну інвестиційну стратегію (портфель) з числа інвестиційних портфелів, змодельованих особою, яка здійснює управління пенсійним фондом (планом), яка найбільш

відповідає його індивідуальній схильності до ризику. В країнах, де запроваджені пенсійні фонди, побудовані на схемах колективного інвестування (тобто часткової власності всіх учасників фонду в його сукупному інвестиційному портфелі), при розробці та запровадженні інвестиційних стратегій пенсійного фонду має бути закладена свідома кореляція між віковою структурою учасників пенсійного фонду та структурою його портфелю за ступенем ризику.

Розглядаючи в праці [3, с. 211–212] схильність до ризику та, відповідно, вимоги до дохідності різних фінансових інституцій (табл. 2) автори зазначають, що пенсійні фонди орієнтується на ставки дохідності, що прогнозуються актуаріями. На наш погляд, з цим можна погодитися лише частково, оскільки зазначене твердження стосується виключно планів (пенсійних фондів) з визначеними виплатами. Актуарний розрахунок для таких пенсійних фондів є особливо важливим, оскільки зобов'язання пенсійного фонду перед учасником визначаються заздалегідь, а загальна сума зобов'язань перед всіма учасниками, яка підлягає виконанню фондом, оцінюється актуарно, виходячи з оцінки можливої смертності всіх учасників

Таблиця 1
Величина ризику, на який готові йти інвестори в залежності від віку

	Молодше 25 років (%)	Від 25 до 54 років (%)	55 років і старіші (%)
Жодного ризику	54	55	71
Незначний ризик	30	28	21
Деякий ризик	14	16	8
Значний ризик	2	1	1

Джерело: [3, с. 212] (переклад автора)

Таблиця 2

Матриця цілей

Тип інвестора	Вимоги до дохідності	Схильність до ризику
Індивідуальний інвестор та персональні трасти	Життєвий цикл (освіта, діти, вихід на пенсію)	Життєвий цикл (молоді люди більше схильні до ризику)
Взаємні фонди	Змінюються	Змінюються
Пенсійні фонди	Ставка дохідності, що прогнозується актуаріями	Залежить від близькості строку виплат
Компанії, що займаються страхуванням життя	Повинна перевищувати нову ставку грошового ринку на величину, достатню для покриття витрат та отримання обумовленого прибутку; крім того, важливі ставки, що прогнозуються актуаріями	Консервативна
Банки	Відсотковий спред	Змінна

Джерело: [3, с. 223] (вигляг, переклад автора)

такого фонду. Що стосується планів (пенсійних фондів) з визначеннями внесками, їх вимоги до дохідності та ризику є більш наближеними до таких, як у індивідуального інвестора (яким міг би бути середньостатистичний учасник конкретного пенсійного фонду). Е. Девіс [9] відмічає, що цілі формування портфеля пенсійного фонду (плану) з встановленими внесками повинні полягати у максимізації доходу для припустимого рівня ризику, щоб досягти настільки високий, наскільки можливо коефіцієнт заміщення при виході на пенсію учасника фонду.

Тому абсолютно справедливо, як на наш погляд, Ф. Фабоцци [4, с.136] зазначає, що інвестиційні цілі інституційного інвестора залежать від природи його зобов'язань, і що останні суттєво впливають на відбір класів активів для побудови інвестиційних портфелів.

Досліджуючи природу зобов'язань недержавних пенсійних фондів, можна дійти висновку про те, що головною метою діяльності недержавних пенсійних фондів є формування накопичень, які слугуватимуть джерелом пенсійного забезпечення учасників таких фондів. Тобто, такі накопичення є вузько цільовими, що зумовлює у національних законодавствах чітку регламентацію та обмеження підстав для їх споживання. Це передбачає, що учасник фонду може скористатися своїми накопиченнями у випадках, коли він втраче трудову активність. Подіями, настання яких вважається критеріями початку отримання пенсійних виплат, є досягнення людиною пенсійного віку, настання інвалідності або критичний стан здоров'я учасника фонду, що загрожує його життю. Як правило, національні законодавства також передбачають додаткові випадки, коли дозволяється отримати свої пенсійні накопичення (наприклад, виїзд учасника фонду на постійне місце проживання за кордон). Також підставою для здійснення пенсійної виплати спадкоємцям є смерть учасника накопичувального пенсійного фонду. Зокрема, українське законодавство про недержавне пенсійне забезпечення встановлює аналогічні наведеним вище стандартні критерії отримання пенсійних виплат [8, ст.61].

Зазначена природа зобов'язань пенсійного фонду висуває більш високі вимоги до збереження пенсійних активів і, тим самим, необхідність зниження рівня інвестиційного ризику. Тобто, пенсійні фонди слід вважати скоріше консервативними інвесторами. В рекомендаціях ОЕСР [10] зазначено: «Регулювання інвестиційної діяльності (пенсійних фондів) повинно одночасно перевідповідати подвійну мету – забезпечення безпеки і прибутковості коштів, що інвестуються, тобто воно повинно гарантувати зобов'язання і водночас забезпечувати фінансовий доход. Регулювання, що спрямоване тільки на одну з цих цілей, не буде ефективним». Як вже зазначалося вище, специфічною рисою недержавних пенсійних фондів є цільова спрямованість використання їх активів, а саме: пенсійні активи формуються з метою забезпечення учасників таких фондів пенсійними виплатами. Таким чином, головним видом зобов'язань пенсійних фондів є зобов'язання зі здійснення пенсійних виплат (пенсійні зобов'язання). Крім них, пенсійні фонди також мають зобов'язання з оплати послуг, що їм надаються (зокрема, з управління активами, адміністрування, зберігання активів тощо). Останні характеризуються визначеністю моментів часу, коли повинна бути здійснена оплата таких послуг (як правило, це регулюється відповідними договорами). Щодо сум платежів за такі послуги – вони можуть бути прогнозованими (якщо прямо зазначені в договорах) або ні (коли сума повинна розраховуватися за певною формулою або залежить від фактично здійснених операцій з пенсійними активами).

Таким чином, для накопичувальних пенсійних фондів, як інституційних інвесторів, суттєвими є такі характеристики зобов'язань: сума платежу та момент часу, в який повинна бути здійснена виплата такої суми. Ф. Фабоцци [4, с.136] наводить чотирирівневу класифікацію зобов'язань за ступенем невизначеності їх величини та часу виконання (табл. 3.).

Виконання пенсійних зобов'язань складає найбільшу частку витрат зрілого пенсійного фонду. При цьому необхідно відмітити, що таке виконання може здійснюватися шляхом пенсійних виплат з фонду або шляхом трансфер-

Таблиця 3

Класифікація зобов'язань інституційних інвесторів

Тип зобов'язання	Сума виплат	Час виплат
1	Відома	Відомо
2	Відома	Невизначено
3	Невідома	Відомо
4	Невідома	Невизначено

Джерело: [4, с.136] Примітка. При цьому припускається, що емітент зобов'язання не відкликає його достроково.

ту (переведення) пенсійних накопичень учасника до іншого фінансового інституту (недержавного пенсійного фонду, страховика тощо, як це передбачено національним законодавством). У випадках трансфертів, а також одноразових пенсійних виплат наперед невідомі як суми виконання зобов'язання, так і їх строки. Характеристики зобов'язань з регулярних пенсійних виплат за класифікацією, наведеною в табл.3, на нашу думку, насамперед, залежать від виду пенсійної схеми – з встановленими внесками або встановленими виплатами. По зобов'язаннях в схемах з встановленими виплатами час початку пенсійних виплат та (або) сума виплат можуть бути як наперед відома, так і ні. Щодо зобов'язань у схемах з встановленими внесками ні дата, ні сума пенсійних виплат наперед не є відомі.

Ще один можливий чинник, що підвищує невизначеність пасивів (зобов'язань) пенсійного фонду – особливості національного законодавства окремих країн. У деяких національних законодавствах учаснику фонду дозволяється брати позику для фінансування своїх поточних зобов'язань за рахунок коштів, накопичених на його ім'я в фонді (така можливість існує, зокрема, для учасників пенсійних фондів в Угорщині [11]). Проте, така практика не знайшла поширення, оскільки її застосування викликає додаткові ризики для фонду внаслідок високого ступеня ризику неповернення цих позик.

Узагальнюючи вищевикладене, можна зробити висновок, що переважна більшість зобов'язань недержавних пенсійних фондів характеризується невизначеністю своїх розмірів, в яких вони мають бути виконані, та часу виникнення. Це означає, що в фонді завжди повинні бути наявні достатні кошти для виконання поточних зобов'язань. У зв'язку з цим не можна повністю погодитися з Дж.Дікінсоном [12], який стверджує, що інвестиції пенсійних

фондів, що утримуються проти їх фінансових зобов'язань, можуть мати досить високий ступінь волатильності цін та (або) низьку придатність до продажу в короткостроковій перспективі, оскільки існує лише невелика вірогідність того, що активи необхідно буде швидко продавати для забезпечення здійснення пенсійних виплат. На нашу думку, тільки частина інвестицій пенсійних фондів може мати такі характеристики. Потреба у вільних коштах може повністю або частково задовільнитися за рахунок поточних грошових надходжень до фонду. У разі, коли обсяг поточних надходжень не покриває потребу у покритті поточних зобов'язань, єдиним джерелом фінансування є ліквідація певних інвестицій з портфеля фонду. Це висуває вимогу до ліквідності пенсійних активів, а саме: певна частина коштів фонду повинна бути розміщена у високоліквідні активи. Вітчизняна практика діяльності недержавних пенсійних фондів свідчить, що переважна більшість учасників фондів отримують пенсійні внески за рахунок підприємств-роботодавців. Так, станом на 30.06.2006 із загальної кількості учасників за укладеними контрактами (97 237 осіб) – 90,1% становили учасники відповідно до пенсійних контрактів, укладених вкладниками-юридичними особами [13]. Для багатьох дослідників та практиків це створює враження відносної сталості цих учасників фондів, оскільки вони отримують пенсійні внески за рахунок роботодавців, а не сплачують їх з власних доходів. В той же час нехтувати показниками ефективності інвестиційної діяльності пенсійних фондів, яка забезпечує приріст отриманих учасником фонду пенсійних внесків, у вітчизняній пенсійній системі недоцільно. Зі зростанням кількості учасників пенсійних фондів, які є також вкладниками на свою користь, інвестиційні уподобання цієї категорії споживачів пенсій-

них послуг будуть дедалі більше впливати на вибір пенсійного фонду не тільки ними самими, але й тими особами, які є вкладниками на користь цих учасників (родичі, професійні об'єднання, роботодавці (крім, можливо, лише засновників корпоративних пенсійних фондів). Враховуючи ту обставину, що українське законодавство про недержавне пенсійне забезпечення [8, ст.55] дозволяє учаснику фонду здійснювати розірвання укладеного ним особисто пенсійного контракту та переведення (трансфер) пенсійних коштів, сформованих за рахунок його особистих внесків та розподіленого на них прибутку, які обліковуються на його пенсійному рахунку, до іншої фінансової установи (пенсійного фонду, страхової компанії, банку) в будь-який час, завдання прогнозування дохідності, грошових потоків та ліквідності активів пенсійного фонду для вітчизняних недержавних пенсійних фондів стає дедалі суттєвішим. Крім того, вітчизняним пенсійним фондам слід зважувати на те, що закон [8, ст. 61] залишає право встановлення пенсійного віку за самим учасником фонду, незалежно від джерел формування його пенсійних накопичень. При цьому, пенсійний вік може бути встановлений в межах «+/- 10 років» до пенсійного віку учасника, встановленого для отримання державної пенсії (тобто 60 років для чоловіків та 55 років для жінок). З іншого боку, сьогодні вікова структура учасників вітчизняних недержавних пенсійних фондів склалася таким чином, що найменша частка припадає на осіб віком до 25 років (8%), найбільша – на осіб від 40 до 60 років (46%). Інші вікові групи учасників фондів представлені відповідно 36% (25 – 40 років), 10% (старше 60 років)[13]. Таким чином, кількість осіб від 40 років та вище становить 56% всієї кількості учасників пенсійних фондів. За цих умов рівеньсталості учасників пенсійних фондів значно знижується, зважаючи на можливість ранішого виходу на пенсію, невисокий середній рівень поточних доходів населення та незначну вірогідність накопичення учасниками пенсійних фондів, які належать до старших вікових груп, коштів, достатніх для отримання ними пенсій у вигляді іншому ніж одноразова виплата.

Інвестування активів недержавних пенсійних фондів, таким чином, потребує не тільки оптимізації співвідношення «ризик-дохід», але й використання більш складних технік управління – методів управління «активами-пасивами», що беруть до уваги також природу пасивів (зобов'язань) фонду.

Ще один аспект функціонування пенсійних фондів, який необхідно брати до уваги при розгляді питання інвестування пенсійних активів, це тривалість формування пенсійних накопичень. Виходячи з того, що такі накопичення є цільовими і, відповідно, має місце законодавче обмеження підстав для вилучення їх учасниками з фонду, період формування пенсійних коштів на користь такого учасника, за звичайних умов, в середньому триває 20–30 років. Крім того, вважається, що, за звичайних умов функціонування пенсійного фонду, існує дуже низька вірогідність того, що кошти будуть масово вилучатися з фонду його учасниками. Це дозволяє розглядати пенсійні кошти як довгостроковий інвестиційний ресурс, і відповідно, вважати його прийнятним, в розумному обсязі, для інвестицій довгострокові активи.

Однак життєвий цикл людини, в свою чергу, характеризується нерівномірністю отримання нею доходів. Як правило, вважається, що найбільші розміри доходів переважна більшість людей отримує протягом свого трудового життя, тобто у віці від 25 до 55 років. Проекція цього твердження на участь у накопичувальних пенсійних фондах, призводить до висновку, що надвисока консервативність в інвестуванні є необхідною тільки щодо тієї частини накопичень, що вже споживається у вигляді пенсійних виплат.

Іноземні фахівці сходяться у своїх висновках про те, що необхідним є перевгляд портфеля пенсійного фонду в залежності від віку учасників фонду. П. Боос та Ю. Якубов [14] роблять припущення стосовно необхідності в здійсненні інвестування «за стилем життя». В свою чергу, Е. Девіс [9] зазначає про необхідність для пенсійного фонду «переключатися» на активи з більш низьким ризиком для більш старших працівників, оскільки вони наближаються до виходу на пенсію.

Вищезазначені висновки демонструють основну тезу так званої інвестиційної стратегії «життєвого циклу» (або – «інвестиційної стратегії», що відрегульована за віком), яка використовується в зарубіжних країнах при формуванні пенсійних накопичень. Ця стратегія передбачає переміщення частини портфеля пенсійного фонду із акцій в інструменти з фіксованою дохідністю (облігації) відповідно до того, як зростає зрілість фонду, тобто зростають обсяги пенсійних виплат. Так само, для пенсійних фондів, побудованих за моделлю трасту, по мірі того, як учасник досягає більш старшого віку, частка його персональних накопичень в ризикованих інструментах (наприклад, в акціях) повинна знижуватися та заміщуватися менш ризикованими (наприклад, облігаціями).

Боді З., Кейн А. та Маркус А. в своїй праці [3, с. 226] наводять витяг з «Asset Allocation for Strength and Balance» in Vanguard, в якому міститься опис підходу, що враховує вік індивідуального інвестора: «У віці від 20 до 50 років перевагу слід надавати акціям, що забезпечують, як правило, підвищено довгострокову дохідність. У вас є час, щоб відновитися після непередбачуваних короткотермінових «провалів», що з більшою або меншою силою потрясають ринки акцій. Портфель, що включає 65-75% акцій та 25-35% облігацій та інструментів грошового ринку, представляється цілком збалансованим. Після 50 років ризик необхідно знизити, підвищивши одночасно дохід шляхом скорочення частки акцій (можливо до 50%) та підвищення частки облігацій та інвестицій

грошового ринку. Вийшовши на пенсію, вам необхідно орієнтуватися, в основному, на отримання доходу. Основну частку (блізько 60%) вашого портфеля необхідно відвести облігаціям та інструментам грошового ринку. Як захист від інфляції можливо використовувати значну частку акцій (непоганим початковим наближенням може бути 40%-ва частка акцій в портфелі, особливо в перші роки виходу на пенсію» (див. рис. 1).

Фахівці з питань пенсійного забезпечення в своїх роботах [15, с. 375-418] наводять емпіричне правило, визначене З. Боді, яке встановлює, що процент акцій в пенсійному портфелі повинен бути еквівалентний 100 мінус вік особи. Таким чином, особа 30-ти літнього віку повинна інвестувати 70% своїх пенсійних накопичень в акції, а особа 70-ти віку повинна інвестувати в акції 30% частку свого пенсійного портфеля.

Одна з головних причин, чому пропорція розміщення пенсійних активів в акції висока на деяких зрілих ринках, це високі надлишкові доходи на акції (особливо в Сполучених Штатах). Оскільки визначальні фактори цієї премії за ризик на акції в цілому не є абсолютно прозорими, існують причини, чому бажано бути обережними при екстраполяції цих історичних даних на майбутнє чи на інші країни. Поперше, дуже вірогідно, що історичні доходи не будуть повторені в майбутньому. По-друге, дані щодо премії за ризик на акції засновані на довгостроковому ряді (який іноді охоплює періоди більш ніж сто років). Хоча, у середньому, акції в довгостроковій перспек-

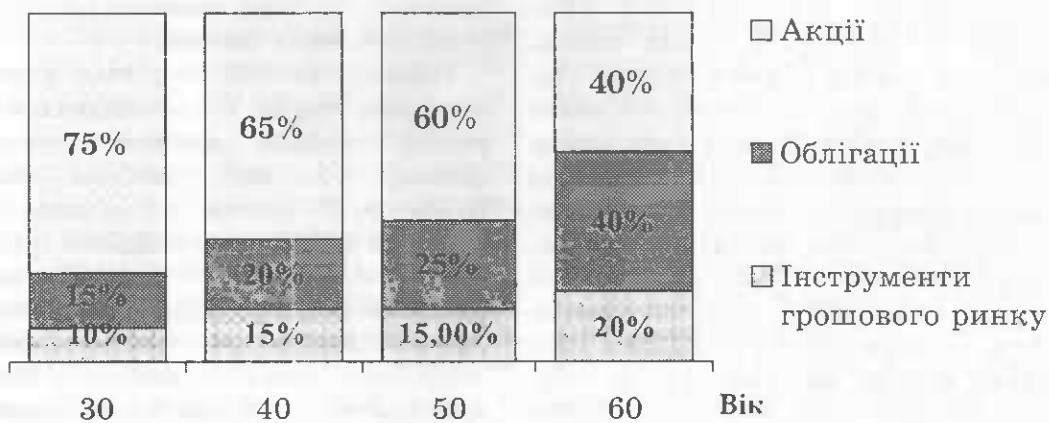


Рис.1. Розподіл інвестиційного портфелю за підходом, що враховує вік індивідуального інвестора. Джерело: [3, с. 226] (переклад автора)

ктиві демонструють вищу дохідність, ніж облігації, вірогідність того, що дохідність акцій може бути не вищою, ніж облігацій, протягом більш коротких періодів, становить значний ризик для пенсіонерів.

У свою чергу, Кемпбелл та Вікейра [15, с.375-418] стверджують, що хоча оптимальне рішення для молодих інвесторів може полягати в тому, щоб тримати значну кількість пенсійного портфеля в акціях, така рекомендація повинна бути зваженою, якщо інвестори мають відносно небезпечні робочі місця та (або) мають рівень споживання, близький до прожиткового мінімума. Слід зазначити, що саме ці дві характеристики є типовими для ринків, що розвиваються.

Щодо українського законодавства про недержавне пенсійне забезпечення, то, враховуючи визначені законом [8, ст.49] інвестиційні обмеження, частка акцій в активах вітчизняних пенсійних фондів не може перевищити 60% (з урахуванням вірогідності інвестування всіх дозволених активів в акції вітчизняних підприємств (40%) та всіх активів, дозволених до іноземного інвестування (20%) в акції іноземних емітентів). Дані щодо фактичного розміщення активів вітчизняних пенсійних фондів [13] свідчать про те, що станом на 30.06.2006 частка акцій в сукупному портфелі недержавних пенсійних фондів становила 11,8% від загальної вартості активів НПФ, в той час, коли частка боргових інструментів складала 77 % (у тому числі 49,2% на банківських депозитах; 23,6% – в облігаціях підприємств, емітентами яких є резиденти України; 4,2% – в цінних паперах дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою Міністрів Автономної Республіки Крим та місцевими радами). Разом з тим слід зазначити, що частка акцій в активах пенсійних фондів поступово зростає. На думку фахівців, до фактів, які відображають поступовий перехід до диверсифікації активів пенсійних фондів, належить спрямованість інвестиційної політики фондів на отримання дохідності, більшої за ставку банківських депозитів.

Вітчизняне законодавство [8, ст. 64] з метою уbezпечення пенсійних накопичень учасників пенсійних фондів, які

досягли визначеного ними пенсійного віку, встановлює вимогу «надконсервативного» інвестування пенсійних активів, належних такому учаснику. Оскільки такі активи мають забезпечувати майбутні пенсійні виплати, їх інвестування здійснюється лише в боргові інструменти (боргові цінні папери з фіксованим доходом та банківські депозитні рахунки). Таким чином, ця частка пенсійних активів фонду є формально захищеною від більшості інвестиційних ризиків. Однак наведена вище вікова структура учасників вітчизняних недержавних пенсійних фондів свідчить, що ця норма ще певний час не буде виконувати свою функцію захисного механізму, оскільки переважна більшість пенсійних активів буде вилучатися учасниками фондів у вигляді одноразових пенсійних виплат. За цих умов самостійне зважене управління «активами/пасивами» пенсійного фонду на основі інвестиційної стратегії «життєвого циклу» є завданням всіх осіб, причетних до інвестиційної діяльності такого фонду, і, в першу чергу – компанії з управління активами та Ради фонду.

Виходячи з наведеного аналізу зарубіжної практики та систематизації положень актів законодавства України, які стосуються питань інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, можна зробити наступні висновки та пропозиції:

1. Світова практика доводить, що зі збільшенням віку інвестора його інвестиційна поведінка, зазвичай, стає більш консервативною та спрямованою на зниження ризику по власних заощадженнях.

2. Специфіка довгострокової фінансової послуги недержавних накопичувальних пенсійних фондів полягає в зміні пріоритетів (потреб) споживача їх послуги (учасника пенсійного фонду) протягом терміну отримання ним самої послуги.

3. Недержавні накопичувальні пенсійні фонди, які надають фінансову послугу, що містить елемент колективного інвестування пенсійних заощаджень учасників фонду, мають враховувати фактор змін з віком інвестиційних пріоритетів учасників. Аналіз ступеня «зрілості» пенсійного фонду за віковими групами його учасників має враховуватися при формуванні як дов-

гострокової так і поточної інвестиційної політики фонду.

4. В пенсійних системах, в яких учасник не може самостійно впливати на інвестиційні рішення щодо його пенсійних накопичень, структура інвестиційного портфеля пенсійного фонду є одним з вирішальних факторів відбору таким учасником цього фонду. З віком учасники будуть схилятися до утримання своїх пенсійних накопичень у фондах, які демонструють не поточні надвисокі інвестиційні доходи, а стабільність інвестиційного доходу протягом довгого часу діяльності фонду.

5. В Україні сплата пенсійних внесків на користь учасника його роботодавцем хоча й передбачає вибір пенсійного фонду самим роботодавцем, не поズбавляє учасника фонду права переведення накопичень, здійснених ним за власний рахунок, з цього фонду в інший за власним вибором. Засновники та Ради фондів не можуть ігнорувати фактор зміни індивідуальних уподобань учасника фонду щодо подальшого утримання належних йому пенсійних накопичень у фонді за власним вибором. Стабілізація діяльності керованого ними пенсійного фонду можлива, в цьому разі, або за рахунок проведення зваженої інвестиційної політики, або за рахунок примусового тиску з боку роботодавців-владників на своїх працівників для забезпечення їх лояльності до конкретного пенсійного фонду.

6. Агентські ризики учасників пенсійних фондів мають знижуватися за рахунок комплексної взаємодії системи державного регулювання та системи внутрішнього управління інвестиційною діяльністю фонду. З огляду на це, доцільно зробити упереджуvalальні кроки щодо завчасної розробки необхідних нормативних документів, які впорядковували б систему взаємодії між Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг та Радами пенсійних фондів.

7. Інформаційне забезпечення учасників недержавного пенсійних фондів та потенційних споживачів їх послуг щодо результатів діяльності кожного з фондів має бути впорядковане шляхом встановлення Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг єдиного формату оприлюднення таких даних пенсійними фондами в засобах масової інформації.

З огляду на значні повноваження щодо визначення інвестиційної політики пенсійних фондів, які надані вітчизняним законодавством Радам фондів, у подальших дослідженнях потребує більш глибокого аналізу ступінь впливу складу та вікової структури Рад фондів на інвестиційну діяльність керованих ними недержавних пенсійних фондів. Подальшого аналізу потребує також система агентських ризиків учасників недержавних пенсійних фондів.

Література

1. Pension markets in focus//OECD Newsletter. – October 2006 – Issue 3.
2. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.:ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.
3. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций, 4-е издание: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 984 с.
4. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.:ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
5. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. – М.: Дело,1999. – 1008 с.
6. Rocha R., Gutierrez J., Hinz R. Improving the regulation and supervision of pension funds: Are there lessons from the banking sector? // Pension Reform Primer. – World Bank, Washington, D.C. – December 1999.
7. Vittas D. Regulatory controversies of private pension funds. – World Bank. – 1998.
8. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення», від 9.07.2003р. №1057-IV
9. Davis E. P. Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds // OECD Insurance and private pensions compendium for emerging economies, Book 2, Part 1:3)a. – OECD. – 2001.
10. Selected principles for the regulation of investments by insurance companies and pension funds // OECD Insurance and private pensions compendium for emerging economies, Book 2, Part 1:1)b. – OECD. – 2000.
11. Hungarian Act LXXXII of 1997 on Private Pensions and Private Pension Funds.
12. Dickinson G. Principles for investment regulation of pension funds and life insurance companies // OECD Insurance and private pensions compendium for emerging economies, Book 2, Part 1:3)c. – OECD. – 2001.
13. Інформаційна довідка щодо недержавного пенсійного забезпечення в Україні// Матеріали Координаційного центру з питань здійснення пенсійної реформи, 24.10.2006
14. Booth P. M. and Yakoubou Y. Investment Policy for Defined Contribution Pension Schemes Close to Retirement: an Analysis of the «Lifestyle» Concept //North American Actuarial Journal. – 2000. – Volume 4, No.2.
15. Jorge Roldys. The impact of asset accumulation on capital markets // Pension reforms: results and challenges. / FIAP. – Santiago: CIEDESS, 2003. – P.375-418.