

РОЗВИТОК ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ ТА МЕТОДИКА ОЦІНКИ ЇЇ ЕФЕКТИВНОСТІ

Анотація. Автором визначені основні цілі інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів та запропоновані шляхи їх реалізації та удосконалення портфельних інвестицій, а також побудована методика оцінки діяльності приватних пенсійних фондів на основі комплексу фінансових показників та запропонований автором метод визначення реальної дохідності через коефіцієнт знецінення пенсійних активів.

Ключові слова: пенсійна система, інвестиційна діяльність, недержавне пенсійне забезпечення, недержавні пенсійні фонди.

Постановка проблеми. Визначення інвестиційної політики, портфельної стратегії та вибір інвестиційних інструментів для використання коштів недержавних пенсійних фондів є важливою проблемою їх діяльності на ряду з оцінкою результатів цієї діяльності. Від результатів інвестиційних рішень в галузі пенсійного забезпечення та якості оцінки цих результатів залежить рівень добробуту та соціального захисту майбутніх пенсіонерів, становище пенсійної системи та розвиток економіки країни.

Ступінь розробленості проблеми. Розробкою пакету рекомендацій для підвищення якості портфельних інвестицій пенсійних фондів займалися такі науковці, як Д. Леонов, С. Коба, В. Яценко, Н. Ковальова, О. Бачинська, О. Кравчук, Г. Мактагарт, Л. Ліхтенштейн, О. Вандоляк, А. Клон, І. Девіс, Д. Стігліц, Х. Єрмо, Ф. Фабоцці, С. Онишко, Х. Шах, А. Ткач, Д. Вітгас, А. Скрипник, В. Міненко, З. Левченко, К. Грем'яцька, Е. Вайтхаус, Л. Ріякова, О. Мордвінов, С. Румянцев, питанням оцінки інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів займалися також Н. Внукова, А. Федоренко та ін.

Мета статті. Проаналізувати теоретичні аспекти інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів та розробити практичні рекомендації стосовно їх портфельних інвестицій і оцінки фінансової діяльності.

Виклад основного матеріалу. Чітке визначення цілей пенсійних фондів в відповідних загальноекономічних умовах є необхідністю для забезпечення їх ефективної діяльності. Ми вважаємо актуальним розділення цілей на три види: песимістична, оптимістична, беззбиткова. Забезпечення лише захисту пенсійних активів від інфляційного знецінення є песимістичною ціллю і вона актуальна в періоди сильної економічної нестабільності, кризових явищ та політичних потрясінь. Якщо компанія з управління пенсійними активами ставить за мету забезпечення достатнього інвестиційного доходу для покриття інфляційного знецінення та відшкодування поточних витрат (на оплату послуг адміністратора, зберігача, компанії з управління активами та інших операційних витрат), то має місце беззбиткова ціль. Оптимістична ж ціль досягається, коли інвестиційних доходів достатньо не тільки для збереження пенсійних активів від інфляції та сплати поточних витрат фонду, але й забезпечується чистий прибуток на рівні від 3 % річних і більше.

Таким чином, програмою мінімум є захист пенсійних коштів від знецінення та оптимізація витрат. Програмою максимум є забезпечення якомога більших доходів майбутнім пенсіонерам, але цьому зазвичай властива доволі ризикована інвестиційна стратегія для забезпечення максимального інвестиційного доходу.

Традиційно інвестиційна політика приватних пенсійних фондів є консервативною. В Україні діють правила кількісних обмежень, але надано доволі широкий коридор для використання кожного з дозволених типів об'єктів для інвестування. Як свідчить міжнародний досвід, ефективним підходом є не пошук найдохідніших цінних паперів, а пошук оптимального складу всього інвестиційного портфелю в цілому. За критерієм ризик/дохідність ефективний портфель визначається як такий, що має або найбільшу очікувану дохідність при обмеженому рівні ризиків, або найменший рівень ризиків при встановленій дохідності.

В цьому контексті слід розглянути чотири види портфелів, поділені за критерієм ризикованості інвестиційної політики та віку учасників. Всі інвестори-власники персональних пенсійних рахунків об'єктивно характеризуються різними рівнями терпимості до ризику. Чим старше інвестор, тим більш консервативним він має бути, і тим менше у нього має бути можливостей втратити гроші. В своїх звітах Держфінпослуг поділяє учасників за віком на чотири групи, що відповідають пропонованому поділу портфелів на види: до 25 років (актуальний найбільш агресивний портфель), 25-40 років (помірно агресивний портфель), 40-55 років (зважений портфель) та старше 55 років (стриманий портфель). Це логічно, адже молоді працівники мають запас часу на формування пенсійних накопичень і можуть собі дозволити більший рівень ризику капіталовкладень, чого не скажеш про учасників похилого віку. До кожного портфелю повинні входити доступні для інвестування типи активів, але в різному співвідношенні. За умови, що законодавчі обмеження стосовно структури пенсійних активів залишаться незмінними, а на фінансовому ринку не з'явиться тих фінансових інструментів, які запропоновані вище для використання компаніями з управління пенсійними активами (як то деривативи, венчурне інвестування, тощо), то склад цих портфелів може мати такий вигляд:

Найбільш агресивний портфель: акції-40%; облигації корпоративні-30%; облигації державні-5 % та облигації місцевих рад-5%; депозити-15%; інші активи (в основному акції та облигації іноземних емітентів), нерухомість, банківські метали -5%.

Помірно агресивний портфель: акції-30%; облигації корпоративні-25%; облигації державні-15%; облигації місцевих рад - 5%; депозити-20%; інші активи, нерухомість, банківські метали - 5%.

Зважений портфель: акції-20%; облигації корпоративні-15%; облигації державні-25%; облигації місцевих рад-5%; депозити-25%; нерухомість та інші активи - 5%; банківські метали-5%.

Стриманий портфель: акції-10%; облигації корпоративні-10%; облигації державні-35%; облигації місцевих рад-5%; депозити-30%; нерухомість та інші активи – 5 %; банківські метали-5%.

Типи активів розподілені в портфелі з урахуванням рівнів їх дохідності та ризику. Останнім часом (2010-2011 рр.) за даними НБУ та ДКЦПФР [1, 2], а також за прогнозами деяких аналітиків [3, 4] на найближчий період, середня дохідність акцій складає 25-35 % і збільшиться до 40-50 %, дохідність ОВДП – знизиться з 10,5 % до 9,5 % (з них облигації, дохід за якими гарантовано КМУ дає в середньому 12,5 % річних, облигацій місцевих позик – 8 %), дохідність по депозитам – з 9,4 % зменшиться до 9 %, по корпоративним облигаціям – з 19-20 % до 16 %, банківських металів – становитиме 25-30 % річних, а нерухомості зменшиться з 8-12 % до 0-8 %. Узагальнюючи вищезазначене можна поррахувати приблизну дохідність кожного з запропонованих інвестиційних портфелів.

Таблиця 1

Прогноз дохідності інвестиційних портфелів НПФ на 2011-2012 рр.

Планова дохідність активу, %	Вид активу	Найбільш агресивний портфель	Помірно агресивний портфель	Зважений портфель	Стриманий портфель
40	Акції	0,40	0,30	0,20	0,10
16	Облігації корпоративні	0,30	0,25	0,15	0,10
12,5	Облігації державні	0,05	0,15	0,25	0,35
8	Облігації місцевих рад	0,05	0,05	0,05	0,05
9	Депозити	0,15	0,20	0,25	0,30
30	Банківські метали	-	-	0,05	0,05
5	Нерухомість	-	-	0,05	0,05
17	Інші активи (в т.ч. банківські метали та нерухомість)	0,05	0,05	-	-
Прогнозна дохідність портфелю		24,025	20,925	17,925	14,825
Різниця в прогнозних дохідностях портфелів			3,1	3	3,1

* розраховано самостійно за даними НБУ, ДКЦПФР та прогнозами аналітиків [1-4]

У разі змін в законодавстві щодо дозволу використання деривативів та інших запропонованих в інвестиційній діяльності активів, їх раціонально використовувати для перших двох видів портфелів. Венчурний капітал слід обмежити 10 відсотками інвестиційного портфелю, для помірно агресивного встановити верхню планку в 5%. Якщо розділити активи на три типи: група S - папери з фіксованим доходом (у тому числі депозитні сертифікати), а також гроші; група А - акції та паї взаємних фондів; група Р – ризиковані капіталовкладення (деривативи, венчурні інвестиції), то для тих же чотирьох груп можна сформувати типи модельних портфелів при більш демократичних обмеженнях як набір пропорцій між групами S, А, Р.

Найбільш агресивний портфель:

• група S - до 30%; • група А – 55%; • група Р - до 15%.

Помірно агресивний портфель:

• група S – 20-40%; • група А – 40-60%; • група Р - до 10%.

Зважений портфель:

• група S - 35-50%; • група А – 40-55%; • група Р - до 5%.

Стриманий портфель:

• група S - від 80%; • група А - до 20%; • група Р - відсутня.

Традиційно похідні цінні папери не належать до активів інвестиційного характеру, але для того, щоб оцінювати ризик, необхідно контролювати частку деривативів в портфелі, безвідносно того, яку стратегічну позицію займають інвестори. Виходячи з викладеного, доцільно позиціонувати НПФ за типом їх портфеля або розробити пенсійні схеми для кожної вікової групи окремо. І тоді, коли пенсійний інвестор визначиться з тим, як він бажає розмістити свої накопичення, НПФ буде

направляти його кошти саме в ті портфелі, які підтримують відповідну запитам інвестора дохідність.

Докризовий перерозподіл пенсійних активів на найбільших пенсійних ринках (Швейцарії, Австралії, Японії, Канади, Нідерландів, Великобританії та США), за даними ОЕСР, свідчив про перевагу акцій (50-60 %), далі йшли облігації (25 %), потім депозити і нерухомість (приблизно по 7 %) та інші типи активів [5]. Після кризи різко знизилась доля акцій, похідних фінансових інструментів, збільшилась доля менш дохідних, але стійких капіталовкладень. Також зауважимо, що в Україні депозитні ставки є досить високими і цей факт використовують компанії з управління пенсійними активами цілком обґрунтовано, особливо зважаючи на дефіцит надійних фінансових інструментів для інвестування коштів пенсійних фондів.

Параметр надійності має велике значення для всіх недержавних пенсійних фондів, але для фондів-учасників другого рівня пенсійної системи надійність – найважливіша характеристика.

Інвестиційна політика фондів обмежується інвестиційними деклараціями у межах нормативних обмежень інвестиційної діяльності. Для пенсійних фондів другого рівня вони такі:

50% – у цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом міністрів та Радою міністрів Автономної Республіки Крим;

10% – в облігації місцевих органів влади;

50% – у банківські депозити і сертифікати (не більше ніж 10 відсотків загальної вартості пенсійних активів у зобов'язаннях одного банку);

40% – у корпоративні облігації українських емітентів;

40% – в акції українських емітентів;

20% – у цінні папери урядів іноземних держав (не більш як 10% в урядові облігації однієї держави);

20% – в акції та облігації інших іноземних емітентів;

40% – в іпотечні облігації українських емітентів загальної вартості пенсійних активів;

5% – в інші не заборонені законом активи [6].

При цьому в нерухомість інвестиції заборонені, а дорогоцінні метали з переліку обмежень взагалі вилучені, хоча і заборони на інвестування в них пенсійних коштів немає. Враховуючи, що вартість золота останнім часом зростає щорічно на 25-30 % і в умовах загальнооекономічної нестабільності дорогоцінні метали є одним з найбільш надійних капіталовкладень, такі інвестиційні обмеження, на нашу думку, потребують змін. Однак подібна структура обмежень є поширеною практикою в міжнародній сфері. Слід також відзначити, що нормативно-правові акти НБУ стосовно операцій в іноземній валюті роблять неможливим інвестування пенсійних активів закордон. Тому поява пунктів про іноземні цінні папери також дещо незрозуміла.

З огляду на принципи розподілення пенсійної системи на рівні, вимоги до інвестиційної діяльності на другому рівні мають бути звісно жорсткішими, а вищенаведені пропозиції щодо використання ризикових активів (таких, як наприклад деривативи) у портфелях НПФ стосуються лише коштів добровільних пенсійних накопичень.

Окрім інвестиційних обмежень, рекомендацій стосовно портфельних інвестицій та розширення (або навпаки, звуження) кола інвестиційних інструментів для недержавних пенсійних фондів, відзначимо важливість адекватної, правдоподібної та комплексної оцінки результатів цієї інвестиційної діяльності. Нажаль, зараз не використовується оцінка ефективності пенсійних капіталовкладень, що враховує інфляцію. А це найбільша загроза збереженню пенсійних коштів. Тому вважаємо за

потрібне пошук інструменту для аналізу ефективності інвестиційної діяльності з урахуванням інфляції та кумулятивного підходу оцінювання. Специфікою пенсійних фондів в даному випадку є те, що дохід формується при інвестуванні загальних активів фонду, в тому числі і внесків попередніх років, і поточних внесків, і доходу, отриманого у попередніх роках. Цей дохід накопичується роками, тому не можна порівнювати дохідність пенсійних активів за декілька років з поточною інфляцією. Слід звернути увагу, що при розрахунках чистої вартості одиниці пенсійних внесків пенсійні активи у часі збільшуються за рахунок внесків і зменшуються за рахунок зобов'язань пенсійного фонду. Так само коефіцієнт знецінення активів фонду ми можемо порівнювати з коефіцієнтом прибутковості тільки з урахуванням цих коливань та у відповідності з саме тим розміром активів, на який вплинув саме той конкретний рівень інфляції, що відповідає саме тому періоду. Запропонована формула (1) обчислює коефіцієнт знецінення пенсійних активів як середньозважений рівень інфляції по активам фонду і на нашу думку, відповідає вищезазначеним зауваженням:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^n A_i \cdot r_i}{\sum_{i=1}^n A_i}, \quad (1)$$

де I – це коефіцієнт знецінення пенсійних активів;

n – це загальна кількість періодів розрахунку;

A_i – обсяг загальних активів пенсійного фонду i -го періоду;

r_i – це рівень інфляції i -го періоду.

Тож інструментом для аналізу ефективності пенсійних інвестицій може бути так звана реальна дохідність (D), що визначатиметься як різниця між номінальною дохідністю (N) та середньозваженою по активам інфляцією (I):

$$D = N - I \quad (2)$$

В ролі номінальної дохідності може виступати скоригована оцінка чистої вартості одиниці пенсійних внесків (зменшена на «1» для відображення приросту вартості і можливості співставлення з коефіцієнтом знецінення).

Взагалі такий спосіб оцінки знецінення пенсійних активів має застосовуватись при аналізі ефективності діяльності всієї системи недержавного пенсійного забезпечення взагалі або на рівні конкретного приватного пенсійного фонду, але для наочності розрахуємо результативність пенсійних заощаджень для фізичної особи. Припустимо, що 2010 р. став останнім роком перед виходом на пенсію для учасника системи недержавного пенсійного забезпечення, який вкладав свої кошти протягом останніх 6 років. Чиста вартість активів НПФ в кінці 2010 р. становила 1 140,6 млн. грн., а загальна кількість одиниць пенсійних внесків – 1 010,3 млн. грн. [7]. Розрахована за цими даними чиста вартість одиниці пенсійних внесків дорівнює 1,1290. Таким чином, номінальна дохідність $N = 0,1290$, коефіцієнт знецінення $I = 0,1471$ (розраховано самостійно). В результаті, перевівши у проценти як одиниці вимірювання, реальна дохідність $D = -1,81\%$. Як бачимо, незважаючи на привабливі показники зростання загальних пенсійних активів системи недержавного пенсійного забезпечення, інвестиційної дохідності та чистої вартості одиниці пенсійних внесків, фактично після виходу на пенсію у 2011 р., учасник отримує свої пенсійні накопичення зі збитком у розмірі майже 2 %.

Оскільки виплата пенсій з накопичувальних рівнів пенсійної системи починається через багато років після початку заощадження коштів на старість, втрати цих коштів внаслідок невдалого інвестування або завеликих операційних витрат можуть виявитися надто пізно для захисту прав учасників та дуже вчасно для нечесних або

некомпетентних управляючих. З огляду на це, необхідність в різноманітних методах оцінки ефективності діяльності адміністраторів та управляючих пенсійними фондами набуває великого значення.

Висновки. Запропоновані рекомендації стосовно інвестиційної діяльності дають змогу підвищити ефективність використання пенсійних коштів та забезпечити більший дохід учасникам недержавного пенсійного забезпечення, а методика оцінки ефективності інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів з урахуванням інфляції дасть змогу проводити якісну перевірку та контроль за використанням пенсійних активів.

Література

1. Фінансові ринки. Офіційний сайт Національного банку України (розділ «Статистика. Статистичний бюлетень (електронне видання)») [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>

2. Річний звіт за 2010 р. «Динамічний розвиток. Ефективне регулювання» Відомості державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Додаток № 97 (1102) від 27.05.2011 р. – Київ : Державне підприємство «Інформаційно-видавничий центр», 2011. – 59 с.

3. Руденко В. На удачу / В. Руденко // Контракты. – 2011. – № 11-12. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://archive.kontrakty.ua/gc/2011/11-12/8-valyuta.html?lang=ua>

4. Ринок цінних паперів у першому півріччі 2011 року // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова» (розділ «Аналітичні матеріали. Ринок цінних паперів»). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ufin.com.ua/analit_mat/rzp/174.htm

5. Adequate and sustainable pensions. Joint report by the Commission and the Council. – Luxembourg: Publications Office, 2003. – 175 p. [Electronic resource]. – Access mode: http://europa.eu/epc/pdf/pension_report_2003.pdf

6. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» за станом на 01.10.2011 р. № 1058-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1058-15>

7. Звітність недержавних пенсійних фондів (2005-2011 рр.). Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (розділ «Недержавні пенсійні фонди. Підсумки розвитку ринків небанківських фінансових послуг України. Річні звіти Держфінпослуг»). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/732>

Summary. The primary purposes of private pension fund investment activity are identified in an article and the ways of their realization and improvement of portfolio investments are offered, also the method of private pension fund activity estimation is built on the basis of the financial indexes and the determination method of the real profitability with the use of the pension assets depreciation coefficient is offered.

Keywords: pension system, investment activity, private pension provision, private pension funds.

Стаття надійшла до редакції 14.11.2011