

**Коваль О.П.,**

кандидат економічних наук,  
старший науковий співробітник  
відділу соціальної політики  
Національного інституту  
стратегічних досліджень

## КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТУВАННЯ ПЕНСІЙНИХ АКТИВІВ

*Обґрунтовано концептуальні засади інвестування пенсійних активів у контексті цілей та завдань запровадження накопичувальної складової пенсійної системи.*

*The conceptual approach to investment of pension assets in the context of purposes and tasks of introduction of memory making pension system is offered.*

**Ключові слова:** накопичувальна складова пенсійної системи, інвестиційний ресурс, фінансові інструменти.

Законом України “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування”<sup>1</sup> (далі — Закон № 1058) передбачено, що система пенсійного забезпечення в Україні повинна складатися з трьох рівнів. Перший рівень — солідарна система державного пенсійного страхування, що базується на засадах солідарної відповідальності поколінь. Другий рівень — накопичувальна система державного пенсійного страхування, що базується на засадах індивідуального накопичення коштів на персональному рахунку. Третій рівень — система недержавного пенсійного забезпечення. Перший та другий рівні є загальнообов’язковими, тоді як третій — добровільним.

На сьогодні функціонують лише перший і третій рівні, навколо запровадження другого точаться довготривалі дискусії, оскільки його проблематика є доволі багатогранною, що зумовлено надзвичайною соціальною гостротою питання, адже йдеться про пенсійне забезпечення майбутніх поколінь наших громадян.

Одним із аспектів, який викликає чи не найбільший інтерес зацікавлених сторін (урядовців, науковців, законодавців, учасників фондового ринку), є інструменти та напрями інвестування пенсійних активів. З усіх трьох складових пенсійної системи лише для накопичувальної ця проблема є ваговою і значущою. Солідарна система з огляду на відомі причини працює так, що всі надходження негайно розподіляються серед пенсіонерів. В умовах хронічного дефіциту бюджету Пенсійного фонду України завдання інвестування надлишкових активів може розглядатися хіба що суто теоретично. А недержавні пенсійні фонди доволі успішно інвестують власні накопичення, але їх розмір на сьогодні становить менше 1 млрд грн, тобто у масштабах економіки країни є зовсім незначним. Проте

<sup>1</sup> Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування: Закон України від 09.07.2003 № 1058-IV (зі змінами): [Електр. ресурс]. — <http://www.portal.rada.gov.ua>.

інвестування активів важливе для накопичувальної системи, оскільки вона має свої унікальні особливості та відмінності.

Концептуальним засадам інвестування активів накопичувальної системи було приділено багато уваги у ході круглих столів, які відбулися 15 і 16 вересня 2010 року відповідно у Національному інституті стратегічних досліджень<sup>2</sup> і в Комітеті Верховної Ради України з питань фінансів та банківської діяльності<sup>3</sup>, але з деяких питань учасники дискусії так і не дійшли згоди. Отже, метою даної статті є всебічне висвітлення концептуальних засад інвестування пенсійних активів накопичувальної системи для їх широкого обговорення всіма зацікавленими сторонами.

Накопичувальна складова пенсійної системи має дві особливості. По-перше, обов'язкові внески до неї робляться протягом усього періоду трудової діяльності людини (за винятком перехідного періоду, коли здійснюється запровадження системи). Якщо навіть припустити, що пенсійний вік залишиться незмінним, а початок трудової діяльності молоді відбувається у 25 років, у загальному випадку внески чоловіків накопичуватимуться протягом 35, а жінок — 30 років їхньої трудової діяльності. По-друге, ці внески жодним чином не можна вилучити з системи до досягнення людиною пенсійного віку. (Звичайно, законодавством можуть бути передбачені поодинокі підстави для виплати громадянину накопичених коштів на кшталт зазначених у ст. 61 Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення”<sup>4</sup>, наприклад, медично підтверджений критичний стан здоров'я (онкозахворювання, інсульт тощо) чи виїзд особи на постійне проживання за кордон. Але їх слід вважати лише винятками, які підтверджують загальне правило.)

Відтак, перед інфраструктурними учасниками накопичувальної системи, зокрема компаніями з управління активами, постає завдання управління накопиченими коштами шляхом їх розміщення у певні активи, перелік яких міститься у Законі № 1058, а саме: банківські депозити (ощадні сертифікати), цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України і Радою Міністрів АРК, облігації місцевих позик, корпоративні облігації та акції резидентів України, цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, акції та облігації іноземних емітентів та інші активи, не заборонені законодавством України.

---

<sup>2</sup> Криза розподільчої пенсійної системи в Україні та напрями диверсифікації пенсійного портфеля: Аналітична доповідь до засідання круглого столу 15.09.2010 / Національний інститут стратегічних досліджень: [Електр. ресурс]. — <http://www.niss.gov.ua/Table/15092010/index.htm>.

<sup>3</sup> Круглий стіл з обговорення питань щодо запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування (другого рівня) 16.09.2010 / Комітет Верховної Ради України з питань фінансів та банківської діяльності: [Електр. ресурс]. — [http://www.capitalmarkets.kiev.ua/structure/pension-reform/events\\_ua.php#2](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/structure/pension-reform/events_ua.php#2).

<sup>4</sup> Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 09.07.2003 № 1057-IV (зі змінами): [Електр. ресурс]. — <http://www.portal.rada.gov.ua>.

Слід зазначити, що задекларований перелік активів у цілому збігається з аналогічними переліками для недержавних пенсійних фондів (НПФ), публічних інститутів спільного інвестування (ІСІ) та лайфових страхових компаній (СК), які за своєю економічною суттю і згідно з чинним законодавством є інституційними інвесторами<sup>5</sup>. На наш погляд, у даному випадку такий підхід навряд чи можна вважати виправданим. Між накопичувальною системою і цими фінансовими інституціями є дві принципові розбіжності. Перша полягає в тому, що надходження фінансових ресурсів до ІСІ, НПФ і СК здебільшого мають добровільний характер, а динаміка накопичень нині характеризується великою мірою невизначеності. Тобто, збільшення накопичень не є гарантованим, прогнозованим і на даному етапі розвитку національної економіки не може враховуватися при розробці та плануванні макроекономічної політики. Друга відмінність зумовлена тим, що головною метою існування та функціонування інституційних інвесторів є відстеження та задоволення ними інтересів своїх учасників, а саме: меркантильна складова — отримання доходу для інвесторів ІСІ або страховий захист для клієнтів СК, соціальна складова — збереження накопичень на старість для учасників НПФ.

З накопичувальною системою не все є таким однозначним. У Програмі економічних реформ України на 2010—2014 роки<sup>6</sup> задекларовано, що метою та завданням реформи пенсійної системи (у тому числі запровадження накопичувальної системи) є посилення соціального захисту осіб, які втратили працездатність. Отже, первинною домінантою функціонування накопичувальної системи проголошено соціальну складову. Разом з тим серед спеціалістів існує заснована на світовій практиці точка зору, що головною метою накопичувальної системи, поряд із соціальною складовою, є формування потужного інвестиційного ресурсу, здатного стабілізувати внутрішню ситуацію у фінансовій сфері та забезпечити додаткову стійкість у період фінансових криз<sup>7</sup>. Таким чином, інвестиційний ресурс із прогнозованою динамікою надходжень має стати фактором сталого зростання ВВП, надати могутнього поштовху розвитку реального сектору економіки, забезпечити нарощування виробництва та створення доданої вартості. Іншими словами, головною метою запровадження накопичувальної системи стає не соціальна, а макроекономічна складова.

Остаточне розв'язання цієї дилеми слід шукати поза межами економічної сфери. Але однозначно можна стверджувати, що гарантованість регулярних надходжень грошового ресурсу до накопичувальної системи повинна бути використана на благо реальному сектору національної економіки за умови їх надійного збереження. Отже, головним пріоритетом під час інвестування коштів накопичувальної

<sup>5</sup> Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV: [Електр. ресурс]. — <http://www.portal.rada.gov.ua>.

<sup>6</sup> Програма економічних реформ на 2010—2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”: [Електр. ресурс]. — <http://www.president.gov.ua>.

<sup>7</sup> Ким або чим жертвувати // Україна Бізнес Ревю. — 2010. — № 13, 1 квіт.

системи слід вважати фінансування через надійні фінансові інструменти реального сектору вітчизняної економіки.

Якщо йдеться про формування довгого інвестиційного ресурсу, який покликаний забезпечити прискорений рівень зростання ВВП, перелік напрямів та інструментів інвестування слід обмежити виключно вітчизняними, оскільки інвестиції у цінні папери іноземних емітентів працюють на економіки інших держав. Такими інструментами повинні бути банківські вкладення (депозити, ощадні сертифікати), державні цінні папери, облігації та акції вітчизняних підприємств.

*Банківські вкладення.* На думку багатьох спеціалістів, перелік банків-реципієнтів слід обмежити державними установами і забезпечити гарантування повернення вкладень аналогічно поверненню вкладів фізичних осіб у Державному ощадному банку України згідно зі ст. 57 Закону України “Про банки і банківську діяльність”<sup>8</sup>. Крім задекларованих гарантій слід також розробити механізм такого повернення із зазначенням конкретних джерел. Дохід по таких вкладеннях не має бути меншим за рівень інфляції. Логіка запропонованого підходу полягає в тому, що пенсійні активи накопичувальної системи за своєю економічною суттю певною мірою слід вважати відстроченими доходами громадян, інтереси яких тимчасово представляють компанії з управління активами.

*Державні цінні папери.* Йдеться про спеціалізовані фінансові інструменти, механізми випуску та обігу яких мають відповідати таким вимогам: по-перше, їх дохідність також повинна корелювати з рівнем інфляції (в ідеалі трохи перевищувати його); по-друге, компанії з управління активами повинні мати право первинного доступу до аукціонів НБУ<sup>9</sup>; по-третє, коло учасників обігу таких облігацій слід обмежити державними фінансовими установами та учасниками пенсійної системи другого і третього рівнів. Крім того, держава повинна забезпечити необхідний рівень ліквідності шляхом надання цим компаніям права на дострокове пред’явлення їх до викупу, забезпечення рефінансування за участю НБУ і/або запровадження інституту маркет-мейкерів.

*Акції та облігації вітчизняних підприємств.* Виходячи з економічної природи та механізмів інвестування в реальний сектор економіки, такі вкладення повинні, на нашу думку, здійснюватися виключно на первинному ринку (за первинного розміщення або в контрольні пакети акцій у процесі приватизації). Хоча, відповідно до теорії інвестування, однією з функцій фондового ринку є залучення тимчасово вільних коштів, українські реалії дещо інші. Створення нових акціонерних товариств класичного типу або збільшення статутного капіталу існуючих з метою розширення бізнесу шляхом відкритої пропозиції власних акцій поки що залишається екзотикою. Як правило, підприємства реального сектору мало цікавляться

---

<sup>8</sup> Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 № 2121-III (зі змінами): [Електр. ресурс]. — <http://www.portal.rada.gov.ua>.

<sup>9</sup> Федоренко А.В. Концептуальні засади випуску й обігу державних пенсійних облігацій // Фінанси України. — 2009. — № 7. — С. 64—74.

своїми акціями, що обертаються на ринку<sup>10</sup>. Відрив фондового ринку України від потреб економіки і відомих класичних функцій — перша та головна його особливість. За таких умов купівлю акцій та облігацій вітчизняних підприємств на вторинному ринку жодною мірою не можна вважати інвестуванням у реальний сектор економіки. Такі трансакції є нічим іншим, як вкладеннями у фінансову сферу, які сприяють її роздуванню як “мильної бульбашки”.

Саме тому українські емітенти, які з метою розширення свого виробництва прагнуть залучити додатковий грошовий ресурс, віддають перевагу не вітчизняному фондовому ринку, а зарубіжним торговельним майданчикам, здебільшого застосовуючи процедуру IPO (*Initial Public Offering*). При цьому такий підхід обґрунтовується недостатністю вітчизняного інвестиційного ресурсу. Отже, на наш погляд, спрямування активів накопичувальної системи на первинний ринок цінних паперів здатне ліквідувати цю ваду вітчизняної фінансової системи. Концентрація інвестиційного ресурсу вже в середньостроковій (до 5 років) і подальшій перспективі дозволить накопичувальній системі запропонувати вітчизняним фінансово-промисловим групам механізми первинного розміщення, альтернативні нинішнім IPO.

При цьому з метою забезпечення надійності збереження таких активів слід на законодавчому рівні передбачити систему критеріїв та особливий режим відповідальності для емітентів за напрями та ефективність використання залучених коштів. З цієї самої причини до переліку дозволених не можна включати такі фінансові інструменти, як інвестиційні сертифікати, векселі, деривативи тощо.

Окремо слід оцінювати вкладення у нерухомість. Керуючись тими самими міркуваннями, до переліку дозволених доцільно внести вкладення у нерухомість на стадії будівництва, але не на вторинному ринку. Те саме можна сказати і про вкладення в банківські метали. До переліку дозволених можуть входити інвестиції у первинне розміщення акцій або облігацій підприємств золотодобувної чи ювелірної галузей. Але вкладення у власне банківські метали навряд чи можна вважати інвестиціями у реальний сектор, а відтак, внесення золота до переліку дозволених інструментів не є доцільним.

Слід зазначити, що у спеціалістів існують певні побоювання (пов’язані з малою місткістю ринку та нечисельністю фінансових інструментів належної якості) щодо здатності вітчизняного фінансового ринку поглинати активи накопичувальної системи без негативних наслідків, найімовірнішим з яких зазвичай називають неконтрольоване та економічно безпідставне зростання цін на наявні активи. На наш погляд, такі побоювання мають підґрунтя. Дійсно, особливістю фондового ринку як такого є його здатність поглинути будь-яку суму коштів. При цьому масштаби зростання цін залежатимуть від обсягу вільної пропозиції

---

<sup>10</sup> *Москвин С.* Фондовый рынок Украины: место встречи можно изменить // Зеркало недели. — 2010. — № 11 (791), 20—26 марта.

на ринку, тобто визначатимуться кількістю емітентів та акцій у вільному обігу. На сьогодні перелік відносно якісних емітентів та обсяги їх акцій у вільному обігу в Україні є доволі незначними порівняно з потенційними грошовими потоками накопичувальної системи, адже після досягнення відрахуваннями розрахункового рівня 7 % від фонду оплати праці вони перевищать 25 млрд грн на рік. Для порівняння, за даними Української біржі, станом на 29.09.2010 загальна капіталізація індексної корзини з 15 найпривабливіших емітентів ледь перевищує 91 млрд грн<sup>11</sup>. Але при цьому обов'язково слід враховувати необхідність кількарічного перехідного періоду, коли ставка відрахувань щороку збільшуватиметься з 2 % до 7 % ФОП. Крім того, дискутуються різні варіанти поступового охоплення населення накопичувальною системою. Протягом такого перехідного періоду фінансовий ринок матиме змогу адаптуватися до грошової пропозиції.

Світовий досвід переконливо доводить, що фінансові інструменти з'являються у відповідь на пропозицію коштів, а не навпаки<sup>12</sup>. Тому на перші кілька років пенсійні активи можуть бути абсорбовані через спеціалізовані державні пенсійні облігації, а кошти — повернуті держбюджету. За цей час приватний сектор, отримавши від держави сигнал щодо готовності інвестувати у реальне виробництво, повинен підготуватися до вилучення грошового ресурсу шляхом генерування відповідних фінансових інструментів.

При розробці майбутньої нормативної бази, яка регламентуватиме інвестиційну діяльність накопичувальної системи, окремо слід зосередитися на проблемі, з якою під час фінансової кризи стикнулись інші країни. Йдеться про те, що люди, які вийшли на пенсію після кризи, отримують пенсійні виплати менші, ніж докризові пенсіонери, хоча мають аналогічні, а інколи і більші стаж участі в системі та розміри пенсійних відрахувань. Причина полягає в тому, що падіння цін на фондовому ринку у кризовий період знецінило їх пенсійні накопичення. Вочевидь, необхідно закласти механізми, які б забезпечували диференціацію ризиковості пенсійних активів для різних вікових груп учасників накопичувальної системи. Як один із варіантів можна розглядати існування трьох пенсійних фондів, кожний з яких являє собою певну інвестиційну стратегію (зростаюча, збалансована, консервативна). Спрямування коштів до відповідного недержавного пенсійного фонду має відбуватися на основі вікового критерію для робітника, причому в міру його старіння кошти переходять до фонду з менш ризикованою стратегією<sup>13</sup>.

Проведений аналіз дозволяє зробити такі висновки. Особливістю майбутньої накопичувальної складової пенсійної системи стане прогнозоване формування потужного довгострокового грошового ресурсу, який має надати поштовх розвитку

---

<sup>11</sup> <http://ux.com.ua/ru/marketdata>.

<sup>12</sup> Ким або чим жертвувати // Україна Бізнес Ревю. — 2010. — № 13, 1 квіт.

<sup>13</sup> Криза розподільчої пенсійної системи в Україні та напрями диверсифікації пенсійного портфеля: Аналітична доповідь до засідання круглого столу 15.09.2010 / Національний інститут стратегічних досліджень: [Електр. ресурс]. — <http://www.niss.gov.ua/Table/15092010/index.htm>.

вітчизняної економіки, забезпечивши стале зростання ВВП. Але це стане можливим лише за умови спрямування даного ресурсу не на фінансовий ринок, а у реальний сектор економіки. Тому перелік дозволених активів, у які можна вкладати пенсійні накопичення, слід обмежити вітчизняними фінансовими інструментами, а саме: банківськими вкладеннями, державними цінними паперами, а також акціями та облігаціями вітчизняних емітентів. Але й на операції з цими фінансовими інструментами доцільно накласти додаткові обмеження. Так, банківські вкладення необхідно розміщувати тільки в державних установах, з обов'язковим закріпленням на законодавчому рівні механізмом гарантування їх повернення. Дохідність таких вкладень не повинна бути нижчою за інфляцію.

Державні цінні папери мають відповідати таким вимогам. По-перше, їх дохідність має корелювати з рівнем інфляції. По-друге, компаніям з управління активами слід надати право первинного доступу до аукціонів НБУ. По-третє, коло учасників обігу таких облігацій необхідно обмежити державними фінансовими установами і учасниками пенсійної системи другого та третього рівнів. По-четверте, держава повинна забезпечити потрібний рівень ліквідності таких паперів.

Інвестиції пенсійних активів у акції та облігації вітчизняних емітентів необхідно здійснювати виключно при їх (акцій та облігацій) первинному розміщенні, з тим щоб залучені кошти спрямовувалися не у фінансовий сектор, а на розширення та модернізацію реального виробництва.

Процедура запровадження накопичувальної системи повинна передбачати наявність перехідного періоду, протягом якого щорічні обсяги інвестиційного ресурсу наростатимуть поступово, що дасть змогу ринку підготуватися до його вилучення шляхом генерування відповідних фінансових інструментів.