

# ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ: УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

## FOREIGN EXPERIENCE OF NON-GOVERNMENT PENSION FUNDS INVESTMENT POLICY: LESSONS FOR UKRAINE

**Антон ПОСТНИЙ,**  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»



**Anton POSTNYI,**  
SHEI «Kiyv National Economic University  
named after Vadym Getman»

Світова практика свідчить про важливість ефективного використання на інвестиційні цілі ресурсів, сформованих у системі недержавного пенсійного забезпечення. Необхідність зростання частки НПФ в інвестуванні обумовлює необхідність постійного вдосконалення актуальних інвестиційних стратегій. Від ефективності інвестицій НПФ багато в чому залежить і залучення нових вкладників. Практика побудови інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів має свої особливості в тій або іншій країні, проте існують певні типові підходи до її побудови, які можуть бути адаптовані в Україні.

Питання інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів висвітлено в працях багатьох вітчизняних та іноземних авторів. Незважаючи на системні дослідження, в наукових колах існує потреба розробки більш ґрунтовних підходів щодо систематизації кращого зарубіжного досвіду та можливостей його врахування при побудові інвестиційної політики НПФ в Україні.

**Метою даної статті** є систематизація підходів інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів у зарубіжній практиці та розробка напрямів їх адаптації в Україні.

Сучасні недержавні пенсійні фонди в розвинених країнах світу відіграють роль не лише інституту, спрямованого на пенсійне забезпечення, а й розглядаються в контексті інвестиційної політики.

Зростання чисельності і масштабів діяльності інституційних інвесторів у розвинених країнах із 1960-х років минулого століття до сьогоdnішнього часу деякі учені і дослідники пояснюють впливом структурних змін і зростанням ринків капіталу [1; 2; 9]. У підсумку багато країн з перехідною економікою в якості стратегічного орієнтиру розвитку обрали розбудову системи інвестиційних інвесторів.

Зазначимо, що в багатьох країнах з перехідною економікою активи в розпорядженні інституційних інвесторів суттєво зросли. За твердженням М. Палларес-Міраллес, К. Ромеро, Е. Вайтхауза, ця тенденція обумовлена початком реформування пенсійного забезпечення, насамперед введенням накопичувальної складової [9]. Відповідно до аналітично-статистичних даних звіту Організації економічної співпраці й розвитку (ОЕСР) загальні активи інституційних інвесторів за період 1995-2012 років зросли на 56,5 трлн. дол. США (260,37%) (рис. 1) [11].

При цьому загальні активи пенсійних фондів у країнах ОЕСР за досліджуваній період років зросли на 14,5 трлн. дол. США (198,63%).

У свою чергу активи пенсійних фондів становлять 28% від загальних активів інституційних інвесторів. Аналізуючи ці дані, можна констатувати, що активи інституціональних інвесторів у країнах ОЕСР збільшувалися

в першу чергу завдяки розвитку НПФ. Окрім цього, розвиток недержавних пенсійних фондів впливає і на розвиток фондових ринків. За твердженням А. Борх-Сапан, Ф. Коук, Дж. Вінтер, сприятливим ефектом пенсійної реформи є той факт, що вона тягне за собою інтенсивніше економічне зростання за допомогою збільшення темпу накопичень і ефективності ринків цінних паперів, що могло б частково компенсувати перенесення грошових коштів з нефондової системи до фондової [7]. Крім того, швидке зростання частково вирішує проблему, пов'язану зі старінням населення.

Можна підтримати Д. Віттаса, який у своєму дослідженні стверджує, що для здійснення недержавними пенсійними фондами позитивного впливу на розвиток фондового ринку вони повинні досягти значного розміру, їх правила повинні передбачати можливість різних видів інвестицій і не повинні забороняти інвестування в акції [12].

Окремі автори вказують, що в міжнародній практиці використовують дві принципові форми регулювання інвестиційної діяльності: 1) кількісні обмеження щодо інвестиційних портфелів; 2) «розумне (розсудливе)» управління. Першою формою передбачено встановлення обмежень відносно певних категорій активів. Зокрема, для НПФ встановлені обмеження щодо обсягів інвестицій

в активи роботодавців. Друга форма регулювання інвестиційної діяльності передбачає регламентацію певних вимог, спрямованих на «розумне», захищене від необґрунтованих ризиків інвестування [13].

За твердженням І. Крючкова, Г. Боднер, за допомогою кількісних обмежень чітко тестуються інвестиційні категорії, класи активів і рівень доходності інвестицій, при цьому особлива увага приділяється тій частині портфелів, яку розміщують в інструменти з відносно нестабільними показниками номінальної доходності, низьким рівнем ліквідності, високими кредитними ризиками [4].

У країнах ОЕСР, в яких недержавне пенсійне забезпечення практично не розвинуто (Фінляндія, Франція), існують високі нормативні вимоги щодо обмежень інвестування активів недержавних пенсійних фондів [3; 11]. У таких країнах, як Австралія, Бельгія, Ірландія, Люксембург, Нідерланди, Нова Зеландія, відсутні обмеження щодо лімітів інвестування активів недержавних пенсійних фондів, в Ісландії ці вимоги є суттєвими [3; 11]. Можливо зазначити, що Україна також має нормативні вимоги щодо обмежень та заборони інвестування пенсійних активів.

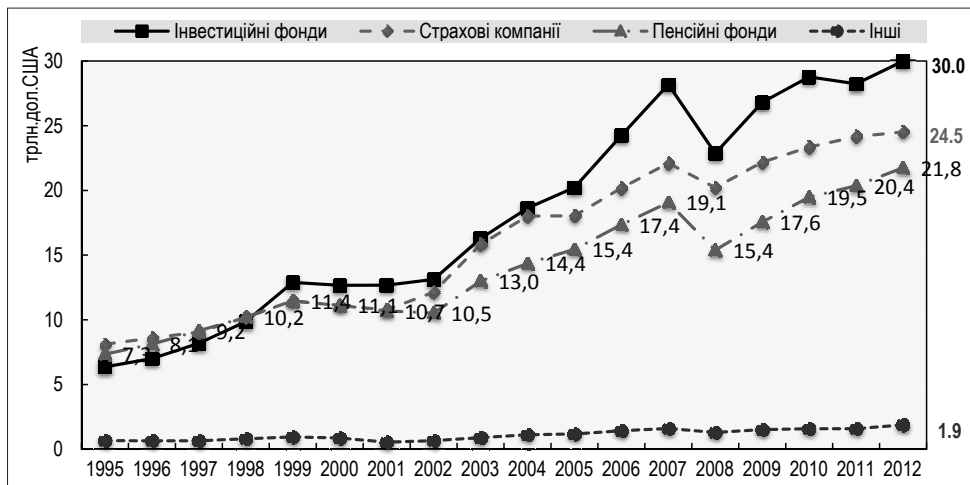
На нашу думку, країни з низьким фінансово-економічним рівнем розвитку, нестабільним промисловим потенціалом повинні впроваджувати такі вимоги щодо регулювання інвестування активів недержавних пенсійних фондів, які максимально

*У статті висвітлено основні аспекти та особливості зарубіжного досвіду побудови політики недержавних пенсійних фондів. Розкрито основи державного регулювання та нагляд за інвестиційною політикою в цих країнах. Запропоновано напрями адаптації в Україні зарубіжного досвіду побудови інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів.*

*The article deals with main aspects and features of non-government pension funds' investment policy in countries of the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). Features of the investment policy's state regulation and supervision of these countries are analysed. Directions of the foreign experience of non-government pension funds investment policy's adaptation in Ukraine are offered.*

*The analysis allowed us to make a conclusion that the investment performance of private pension funds in different countries depends on a number of factors including: level of economic and legal support of the financial market and pension system, level of country's development and political risks. In modern conditions of stock market instability, in order to preserve and increase private pension funds in Ukraine, more attention should be paid to the investment diversification. For example, more funds should be directed to the securities (and other financial instruments) issued by well-established foreign companies reliable in international stock markets, with outstanding historical financial results, high current market value and perspective growth forecasts. The other widely used effective investment policy's optimisation method could be a range of quantitative limits, applied on the investment portfolios. Though different in various OECD countries, depending on pension system's type, state development strategy, legislative restrictions and other internal factors, foreign pension funds investment policy is still a benchmark for Ukraine. Specially, positive experience to follow should be an approach of pension funds supervision based on diligent professional risk assessment, which is used in many OECD countries and is aimed at investment risks hedging and pension assets protection.*

Рис. 1. Загальні активи інституційних інвесторів у країнах ОЕСР у 1995-2012 роках, трлн. дол. США



Джерело: складено за даними [11].

Таблиця 1. Розподіл активів недержавних пенсійних фондів за інструментами інвестування в деяких країнах ОЕСР у 2012 році, % [5; 11]

Країна	Акції	Облігації	Готівка та депозити	Інше
США	48,9	20,9	1	29,2
Австралія	46	9,6	18,4	26
Чилі	41,6	56,7	0,4	1,3
Бельгія	37,3	45,9	4,9	11,9
Фінляндія	37,1	36	4,2	22,7
Нідерланди	33,5	42,7	3,2	20,6
Мексика	18,2	80,9	0,4	0,5
Данія	13,3	67,7	0,4	18,6

убезпечили б у разі погіршення економічної ситуації країни учасників від втрати пенсійних виплат.

Згідно з результатами досліджень найбільшу вагу в обсягах інвестування цих фондів країн ОЕСР становлять облігації (табл. 1) [5; 11].

Нагляд за інвестуванням недержавних пенсійних фондів на основі оцінки ризиків був уведений у Нідерландах, Данії, Австралії та інших країнах [5; 11]. Там, де такий підхід не був або не міг бути прийнятий з огляду на особливості законодавства, продовжує застосовуватися нагляд на основі дотримання правил.

Дані табл. 2 свідчать про те, що в деяких країнах сформовані схожі за структурою ризиків інвестиційні портфелі недержавних пенсійних фондів. При цьому ефективність діяльності цих фондів різниться.

У країнах ОЕСР існують відмінності в порядку розробки і впровадження інвестиційної політики недержавних пенсійних фондів залежно від типів пенсійних планів. Схема зі встановленими внесками (Defined contribution)

відрізнятиметься від схеми з фіксованими виплатами (Defined Benefit) з огляду на відмінності в цілях.

Основним ускладнюючим фактором інвестицій активів недержавних пенсійних фондів з фіксованими виплатами (Defined Benefit) у країнах ОЕСР є необхідність співвіднести їх із зобов'язаннями [5; 11]. Проблема полягає в тому, що з точки зору фондів йдеться про практично непокрите зобов'язання фондів, особливо в разі вторинних виплат особам, які були на утриманні пенсіонерів, що померли. Ця категорія інвестування припускає необхідність забезпечення високого ступеню диверсифікації інвестицій за класом активів тощо.

При використанні НПФ схем зі встановленими внесками (Defined contribution) визначається єдина інвестиційна ціль, яка передбачає чіткі й вимірювані завдання,

що полягають у збереженні та збільшенні капіталу учасників як у номінальному, так і в реальному вираженні упродовж тривалого часу [5; 11]. Для досягнень цих цілей необхідно: впровадження ефективних і дієвих інвестиційних стратегій і процесів; суворий підхід до управління ризиками і планування бюджету для управління ризиками, а також до управління інвестиційними витратами.

Аналіз показує, що значна частка активів багатьох пенсійних фондів країн ОЕСР інвестована в закордонні активи (рис. 2, 3).

З усіх країн ОЕСР Естонія, Люксембург і Португалія протягом 2011-2012 років мали найбільш високий рівень інвестицій у закордонні активи (від 50 до 76% від загального обсягу інвестицій).

Протягом 2011-2012 в багатьох країнах була змінена географічна структура розміщення активів з метою зниження ступеня схильності до ризиків. Це явище було особливо помітне в таких країнах, як Чилі, Данія, Нідерланди і Словаччина, де в 2010 і 2011 роках сталося різке зниження інвестицій за кордон на 8-10 в. п.

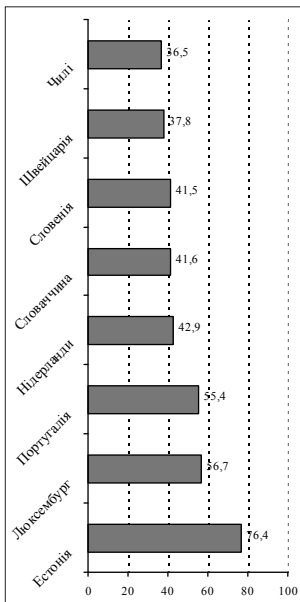
У деяких країнах наявність або відсутність значної суми активів недержавних пенсійних фондів, інвестованих за кордоном, може бути обумовлена станом ринку цінних паперів [6; 5]. Це питання частково вирішується законодавством шляхом обмеження частки активів пенсійних фондів, які можуть бути інвестовані за кордон. Обмеження може відноситися до частки активів фонду, яка може бути інвестована в активи певного класу, або в іншому випадку – до категорії інвестицій або біржі, на якій здійснюється торгівля акціями.

У переважній більшості країн ОЕСР і країн, які не є членами ОЕСР, обмежень для зарубіжних інвестицій не існує. У Чилі частка зарубіжних інвестицій від загального обсягу капіталовкладень не може перевищувати 80% і залежить від типу фонду, який вибирає учасник. У Колумбії відповідний показник становить 40%, у Мексиці – 20 %, тоді як у Бразилії – тільки 2-3%. На нинішньому етапі розвитку обмеження існує в деяких країнах ЄС. У Словаччині дозволені інвестиції тільки в країні ЄС. У Фінляндії інвестування до країн, які не входять

Таблиця 2. Оцінка інвестиційних портфелів недержавних пенсійних фондів деяких зарубіжних країн за рівнем ризику за 2012 рік (за матеріалами [5; 11])

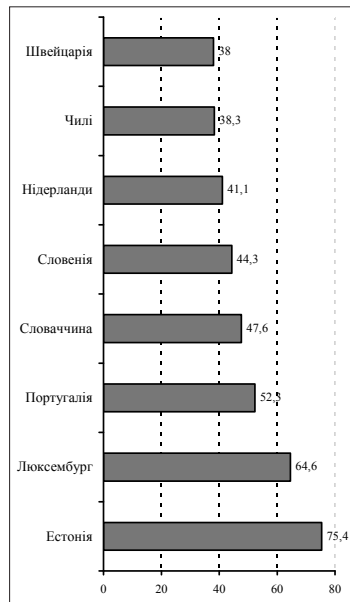
Фінансовий інструмент інвестування	Польща		РФ		США		Великобританія		Нідерланди		Чилі	
	Частка в загальному обсязі активів	Переважає ризик	Частка в загальному обсязі активів	Переважає ризик	Частка в загальному обсязі активів	Переважає ризик	Частка в загальному обсязі активів	Переважає ризик	Частка в загальному обсязі активів	Переважає ризик	Частка в загальному обсязі активів	Переважає ризик
Безризикові фінансові інструменти	0,96	переважає	0,202	притаманний	0,21	притаманний	0,205	притаманний				
Фінансові інструменти з низьким рівнем ризику	0,02	слабко виражений	0,591	переважає	0,62	переважає	0,625	переважає	0,54	переважає	0,46	переважає
Фінансові інструменти з помірним рівнем ризику	0,01	слабко виражений		слабко виражений	0,08	помірний рівень	0,07	помірний рівень	0,45	притаманний	0,37	притаманний
Фінансові інструменти з високим рівнем ризику	0,01	слабко виражений	0,03	не високий рівень	0,04	не високий рівень	0,05	не високий рівень	0,01	не високий рівень	0,17	середній
Фінансові інструменти з дуже високим рівнем			0,07	помірний рівень								

Рис. 2. Іноземні інвестиції пенсійних фондів у деяких країнах ОЕСР, 2011 рік, у % від загальної суми активів



Джерело: складено за [5; 11].

Рис. 3. Іноземні інвестиції пенсійних фондів у деяких країнах ОЕСР, 2012 рік, у % від загальної суми активів



Джерело: складено за [5; 11].

до ЄС, дозволяється виключно за умови, що вони є членами ОЕСР, і частка таких інвестицій становить 10% [6; 5].

Якщо пенсійний фонд інвестує свої активи за межами країни походження, то виникає проблема валютного ризику. Країни ЄС можуть розподіляти свої капіталовкладення, не побоюючись валютних ризиків. Що стосується інших країн, то вони завжди піддаються ризику, оскільки при поверненні активів до країни курс обміну валюти може змінитися в несприятливий бік у порівнянні з курсом на момент придбання активів, і фонд може зазнати збитків. Як справедливо стверджує Е. Девіс [8], покращення співвідношення ризику й доходності при диверсифікації є більш ніж достатньою компенсацією додаткового елементу нестабільності у зв'язку з коливанням валютних курсів. Е. Девіс вказує, що аргументи на користь значної схильності ризику для міжнародних активів швидше прийнятні для таких портфелів, як, наприклад, у пенсійних фондів з ВВ.

## ВИСНОВКИ

Дослідження дозволяє виявити особливості інвестиційної політики НПФ за кордоном, серед яких, зокрема, такі:

- регулювання інвестиційної діяльності, що здійснюється переважно шляхом встановлення кількісних обмежень щодо інвестиційних портфелів;
  - забезпечується високий рівень нагляду за інвестуванням недержавних пенсійних фондів на основі оцінки ризиків;
  - у країнах ОЕСР існують відмінності щодо порядку розробки та впровадження інвестиційної політики НПФ залежно від типів пенсійних планів (схеми зі встановленими внесками (Defined contribution) і схеми з фіксованими виплатами (Defined Benefit). Схеми зі встановленими внесками (Defined contribution) є більш популярною, оскільки є зручнішою, менш ризиковою та передбачає менше витрат для фондів;
  - інвестування пенсійних активів у закордонні фінансові інструменти в різних країнах ОЕСР має свої особливості через певні державні обмеження.
- Зважаючи на позитивний зарубіжний досвід у сучасних умовах нестабільності розвитку вітчизняного фондового ринку для збереження та примноження активів НПФ України можна запропонувати:
- підвищення ефективності диверсифікації інвестиційного портфелю фондів за рахунок інвестування в цінні папери іноземних емітентів, які є надійними та прибутковими на міжнародному фондовому ринку. На сучасному етапі розвитку для інвестування в закордонні активи існують законодавчі обмеження, а саме законодавчо визначено, що недержавні пенсійні фонди України можуть інвестувати в цінні папери іноземних емітентів не більше ніж 20% загальної вартості пенсійних активів. Можливо подальша інтеграція

України в ЄС дозволить на законодавчому рівні закріпити збільшення частки інвестування пенсійних активів у цінні папери іноземних емітентів;

□ оптимізувати підхід до нагляду за інвестуванням недержавних пенсійних фондів. В Україні застосовується найменш популярний у країнах ОЕСР підхід до нагляду за інвестуванням, заснований на дотриманні правил та нормативів, який є досить витратним, передбачає дублювання функцій органами контролю та нагляду. Позитивним досвідом для України повинен, на нашу думку, стати підхід до нагляду за інвестуванням НПФ, що ґрунтується на оцінці ризиків, який використовується в багатьох країнах ОЕСР і орієнтований на упередження виникнення ризиків інвестування та захист пенсійних активів. Особливо актуальним це є для недержавних пенсійних фондів енергетичної галузі України, які згідно з оцінками є збитковими та можуть бути ліквідовані, що негативно вплине як на вкладників, учасників, так і на саму сферу недержавного пенсійного забезпечення. Підхід до нагляду за інвестуванням недержавних пенсійних фондів дозволить виявити збиткові інвестиції та здійснити заходи щодо упередження збитків фондів.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Ахтариев И. А. Управление финансовыми активами негосударственного пенсионного фонда : дисс. ... канд. экономич. наук: 08.00.10 / И. А. Ахтариев. – Екатеринбург, 2008. – 207 с.
2. Гусева П. А. Управление активами негосударственных пенсионных фондов в России : дисс. ... канд. экономич. наук: 08.00.10 / П. А. Гусева. – СПб., 2006. – 206 с.
3. Диверсифікація средств пенсионных фондов в странах ОЭСР (по данным ОЭСР) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.pension-npf.ru/index.php?src=242>.
4. Крючков И. В. Мировой опыт инвестирования активов негосударственных пенсионных фондов [Текст] / Крючков И.В., Боднер Г.Д. // Культура народов Причерноморья : научный журнал. – 2005. – № 66. – С. 146-149.
5. Особенности развития накопительной пенсионной системы. Данные по странам мира и выводы для РФ [Текст] / Отделение ОЭСР по негосударственному пенсионному страхованию. – 2013. – 167 с.
6. Annual Survey of large pension funds and public pension reserve funds. Report on pension funds' long-term investments. 2013. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/LargestPensionFunds2012Survey.pdf>.
7. Borsch-Supan A. Pension Reform, Savings Behaviour and Capital Market Performance [Text] / Borsch-Supan A., F. Koke, Winter J. // Journal of Pension Economics and Finance. – Cambridge University Press, Cambridge. – 2005. – № 4. – PP. 87-107.
8. Davis E. Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspective. Department of Economics and Finance, Brunel University, Uxbridge [Text] / Davis E. // International Journal. – 2005. – № 10. – PP. 236-261.
9. Montserrat Pallares-Miralles, Carolina Romero, Edward Whitehouse. International Patterns of Pension Provision II. A Worldwide Overview of Facts and Figures [Text] / Montserrat Pallares-Miralles, Carolina Romero, Edward Whitehouse. - World Bank, Washington D.C., Discussion Paper. – 2012. – № 1211. – 214 p.
10. OECD guidelines relating to private pensions [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/oecdguidelinesrelatingtoprivatepensions.htm>.
11. Pension funds achieve high returns in most OECD countries in 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>.
12. Vitas D. Pension Reform and Capital Market Development: "Feasibility" and "Impact" Preconditions. Policy Research Working Paper 2414. – The World Bank Research Group, Washington DC, 2004. – 25 p.
13. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Essentials of Investments [Text] / Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. – New York, NY : McGraw-Hill / Irwin, 2013. – 743 [23] p.

## REFERENCES

1. Ahtariyev I. A. Upravlenie finansovymi aktivami negosudarstvennogo pensionnogo fonda [Assets management of non-state pension fund]. Ekaterinburg, 2008, 207 p. [in Russian].
2. Guseva P. A. Upravlenie aktivami negosudarstvennykh pensionnykh fondov v Rossii [Assets management of non-state pension funds in Russia]. SPb, 2006, 206 p. [in Russian].
3. Diversifikatsiya sredstv pensionnykh fondov v stranah OESR (po dannym OESR) [Diversification of pension funds in OECD countries]. Available at: <http://www.pension-npf.ru/index.php?src=242> [in Russian].
4. Kryuchkov I. V., Bodner G. D. Mirovoy opyt investirovaniya aktivov negosudarstvennykh pensionnykh fondov [World experience of investing the assets of private pension funds]. Kultura narodov Prichernomorya, 2005, no. 66, pp. 146-149 [in Russian].
5. Osobennosti razvitiya nakopitelnoy pensionnoy sistemy. Dannyye po stranam mira i vyvody dlya RF [Features of the defined contribution pension system development. Data for countries of the world and lessons for the Russian Federation]. Otdelenie OESR po negosudarstvennomu pensionnomu strahovaniyu, 2013, 167 p. [in Russian].
6. Annual Survey of large pension funds and public pension reserve funds. Report on pension funds' long-term investments. 2013. Available at: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/LargestPensionFunds2012Survey.pdf>
7. Borsch-Supan A., Koke F., Winter J. Pension Reform, Savings Behaviour and Capital Market Performance. Journal of Pension Economics and Finance, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, no. 4, pp. 87-107.
8. Davis E. Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspective. Department of Economics and Finance, Brunel University, Uxbridge, International Journal, 2005, no. 10, pp. 236-261.
9. Montserrat Pallares-Miralles, Carolina Romero, Edward Whitehouse. International Patterns of Pension Provision II. A Worldwide Overview of Facts and Figures. World Bank, Washington D.C., Discussion Paper, 2012, no. 1211, 214 p.
10. OECD guidelines relating to private pensions. Available at: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/oecdguidelinesrelatingtoprivatepensions.htm>
11. Pension funds achieve high returns in most OECD countries in 2012. Available at: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>
12. Vitas D. Pension Reform and Capital Market Development: "Feasibility" and "Impact" Preconditions. Policy Research Working Paper 2414, The World Bank Research Group, Washington DC, 2004, 25 p.
13. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Essentials of Investments. New York, NY, McGraw-Hill, Irwin, 2013, 743 p.