



DOI: <https://doi.org/10.15407/eip2018.02.062>

УДК 336.76.368

JEL: G 11, G 23, G 28

**Брус С.І.**, канд. екон. наук,  
старший науковий співробітник  
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"  
e-mail: brus\_svitlana@ukr.net

### **НЕДЕРЖАВНІ ПЕНСІЙНІ ФОНДИ ЯК ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕСТОРИ: ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ**

Розглядаються фінансово-економічні та соціальні складові, на які впливатиме запровадження третього рівня системи пенсійного забезпечення. На фінансування покриття дефіциту ПФУ у 2018 р. з Державного бюджету України було заплановано 139,6 млрд грн, або 40% від загального обсягу коштів у Пенсійному фонді України. Для недержавних пенсійних фондів (НПФ) характерна політика формування портфеля з інвестиційних інструментів найнижчого ступеня ризику, але основна умова інвестування – отримання доходу, який би забезпечив не тільки приріст пенсійних активів, а й захист коштів від інфляційних ризиків.

Проаналізовано основні показники діяльності недержавних пенсійних фондів за період з 2008 р. по 2016 р. Зауважується, що основними активами для інвестування пенсійних фондів в Україні є депозити, облігації вітчизняних підприємств та державні боргові інструменти. Частка прибутку від інвестування в активах НПФ за останні роки зменшилася і дохідність інвестицій знизилася. На причини падіння прибутковості інвестицій НПФ вплинули: переоцінка власних активів, зміна лістингових правил торгівлі акціями підприємств, втрата НПФ депозитів у неплатоспроможних банках. В Україні немає інструментів, які б могли гарантувати адекватний прибуток за високого рівня надійності. На ринку якісні корпоративні цінні папери відсутні, а рівень доходності депозитів в основному був нижчим за рівень інфляції.

Виділено тенденції, що впливають на формування та диверсифікацію портфеля цінних паперів пенсійними фондами. Обґрунтовано заходи, які матимуть стимулюючий ефект для розвитку третього рівня системи пенсійного забезпечення громадян та диверсифікації інвестиційного портфеля НПФ.

Доведено, що в основу впровадження другого рівня пенсійного страхування має бути покладено реформування фінансової системи та фондового ринку. Без повноцінної системи пруденційного нагляду та регулювання діяльності НПФ та їх адміністраторів упровадження другого рівня пенсійної реформи не має сенсу. Важливі фактори для проведення реформи пенсійної системи – чітка орієнтованість владних органів на макрофінансову стабільність, підтримку роботи ефективної та стабільної банківської системи і розвитку страхового бізнесу<sup>1</sup>.

**К л ю ч о в і с л о в а :** система пенсійного забезпечення, недержавні пенсійні фонди, пенсійні активи, пенсійні внески, інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів, інституційні інвестори, портфель цінних паперів

<sup>1</sup> Публікацію підготовлено за виконання НДР "Інституційні детермінанти модернізації фінансового сектора економіки України" (№ держреєстрації 0116U000070).

Механізми запровадження недержавного пенсійного забезпечення та страхування повинні бути стали альтернативою державного фінансового забезпечення за віком, що дозволило би громадянам самостійно дбати про підвищення стандартів свого життєвого рівня у старості при забезпеченні державою мінімального прожиткового мінімуму. Впровадження таких механізмів шляхом ухвалення у 2003 р. пенсійного законодавства [1, 2] та запуску другого і третього рівнів системи пенсійного забезпечення громадян стало суттєвим кроком щодо реформування пенсійної системи України, але надалі уведення їх у дію було загальмовано. Можна називати різні причини – і низьку фінансову грамотність населення, і відсутність довіри до фінансових інститутів, і власне загальну нерозвиненість фінансових інститутів та фондового ринку, і надмірну віру в соціальні державні пенсійні стандарти тощо.

У наукових публікаціях необхідність упровадження другого рівня системи пенсійного забезпечення пов'язується із чотирма ключовими чинниками – демографічним, економічним (інвестиційним), фінансовим і політичним [3]. До них, на нашу думку, потрібно додати ще соціальний і бюджетний чинники. При цьому запровадження накопичувальної пенсійної системи матиме певні мультиплікаційні ефекти, які вплинуть на:

1) соціально-економічні чинники – це можливість для пенсіонера підвищити пенсію за рахунок власних пенсійних накопичень і зменшити свою залежність від солідарної системи;

2) політичні чинники – при впровадженні накопичувальної системи громадяни меншою мірою зважатимуть на популістський характер пенсійної політики, оскільки рівень пенсійних виплат не залежатиме від політичних обіцянок;

3) демографічні чинники – за демографічного дисбалансу, коли кількість громадян пенсійного віку дорівнює або навіть перевищує кількість працюючих, посилюється податковий тиск на працюючих громадян, особливо ж на молоде покоління<sup>2</sup>;

4) бюджетні чинники – збільшення кількості населення пенсійного віку порівняно з працюючими посилює фінансове навантаження на державний бюджет, оскільки дефіцит Пенсійного фонду покриватиметься або за рахунок підвищення податкових ставок, або за рахунок збільшення бюджетного дефіциту;

5) фінансові чинники – впливають на розвиток пенсійної системи за рахунок розвитку фондового ринку та його інструментів;

6) інвестиційні чинники – з їх допомогою буде можливо інвестувати довгостроковий та дешевий фінансовий ресурс, який надходитиме як пенсійні внески громадян до накопичувальної системи та перерозподілятиметься задля розвитку реального сектора економіки. Це допоможе перезапустити внутрішній інвестиційний механізм у державі.

Найшвидші результати, які піддаються аналізу, можна буде отримати за допомоги інвестиційного чинника пенсійної реформи – уже через декілька

<sup>2</sup> У ПФУ зазначають, що на кінець 2017 р. з 20 млн працездатного населення лише 10,1 млн регулярно сплачували внески [4]. Тобто на одного пенсіонера припадає менше ніж один працюючий, який платить внески до Фонду державного соціального страхування.

років після запуску накопичувальної системи та нагромадження перших внесків визначити економічний ефект та вплив інвестиційного пенсійного ресурсу на фінансову систему країни.

Дослідженням загальних питань функціонування НПФ та їх місця та ролі в реалізації пенсійної реформи займалися Е.Лібанова, Л.Таран, В.Яценко, Н.Горюк. Деякі аспекти стимулювання розвитку недержавного пенсійного забезпечення в Україні розглянуто у працях С.Зубика, М.Свердел, Н.Шевченко, А.Джусова та ін.

Метою цього дослідження є виявлення проблем, які впливають на формування та диверсифікацію портфеля цінних паперів пенсійними фондами України, переосмислення останніх світових тенденцій політики формування інвестиційного портфеля пенсійними фондами, обґрунтування заходів із стимулювання розвитку третього рівня системи пенсійного забезпечення громадян та диверсифікації інвестиційного портфеля НПФ.

В Україні рівень, відмінний від пенсійної солідарної системи, представляють корпоративні, відкриті та професійні недержавні пенсійні фонди. Недержавні пенсійні фонди характеризуються політикою формування портфеля з інвестиційних інструментів найнижчого ступеня ризику, але основна умова для них – це отримання інвестиційного доходу, який би не тільки забезпечив приріст пенсійних активів, а й захистив кошти від інфляційних ризиків. Зрозуміло, що чим більший обсяг коштів акумулюють пенсійні фонди, тим якісніше можна забезпечити диверсифікацію інвестиційного портфеля та забезпечити суттєвий інвестиційний дохід.

За даними Національної комісії з регулювання ринку фінансових послуг, на 01.01.2017 р. в Україні діяло 64 недержавні пенсійні фонди та 22 їх адміністратори. З 2008 р. спостерігається скорочення як кількості недержавних пенсійних фондів, так і їх адміністраторів. За аналізовані роки кількість НПФ скоротилася на 42%, а адміністраторів – на 56%: з 50 до 22 (табл. 1).

При цьому кількість учасників НПФ з 2008 р. зросла майже вдвічі. У 2008 р. у НПФ налічувалося 482,5 тис. осіб, у 2016 р. кількість учасників становила 834,0 тис. осіб. У 2013 р. темп приросту чисельності учасників НПФ був максимальним за досліджувані роки, – збільшившись у 1,4 раза: з 584,8 до 840,6 тис. осіб, при цьому кількість самих фондів зменшилася на 11 од. Посилилася концентрація учасників у одному НПФ: якщо в 2012 р. середня кількість учасників у одному фонді становила 6,22 тис. осіб, то в 2013 р. на один фонд припадало 10,37 тис. осіб.

За останні три роки чисельність учасників залишається майже незмінною з невеликою низхідною динамікою у 0,8%. Концентрація у 2016 р. збільшилася до 37,9 тис осіб. Збільшення концентрації та скорочення кількості НПФ за останні три роки за майже однакової кількості адміністраторів свідчить про скорочення витрат адміністраторами на обслуговування НПФ.

Концентрація активів у 2012 р. на один НПФ становила 17,66 млн грн, у 2013 р. – 25,8 млн грн, збільшившись 1,46 раза. У 2016 р. концентрація активів досягла 33,4 млн грн, тобто порівняно з 2015 р. збільшилася на 30%. Середній обсяг активів, що припадав на одну особу в 2013 р., становив 2,5 млн грн, у 2016 р. цей показник збільшився на 2,4% і становив 2,56 млн грн.

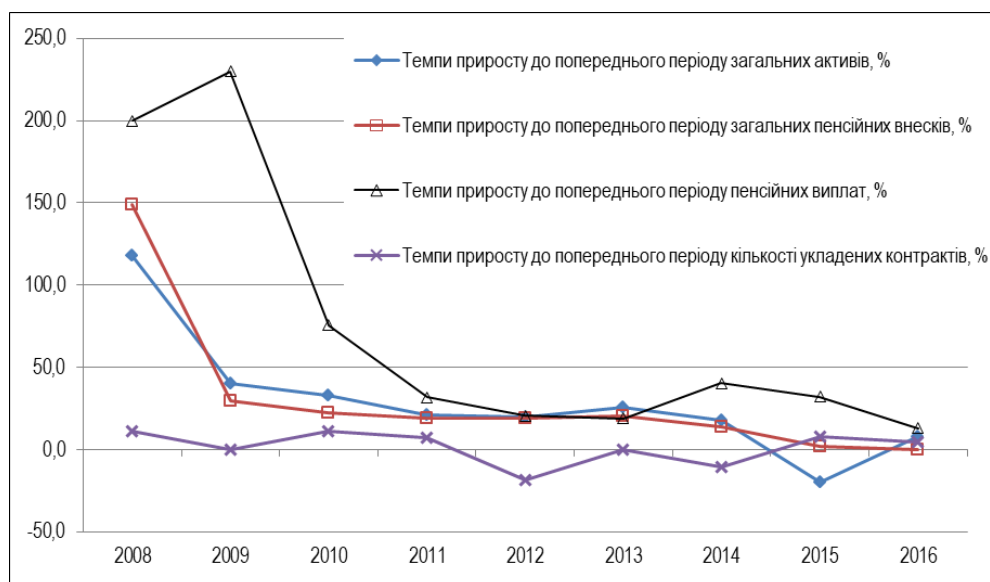
Таблиця 1

**Основні показники діяльності недержавних пенсійних фондів  
за 2008–2016 рр.**

Показники діяльності НПФ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Кількість недержавних пенсійних фондів, од.	110	108	101	96	94	81	76	72	64
Кількість адміністраторів НПФ, од.	50	44	43	40	37	28	24	23	22
Загальна кількість учасників НПФ, тис. осіб	482,5	497,1	569,2	594,6	584,8	840,6	833,7	836,7	834,0
Кількість укладених контрактів, тис. од.	62,3	62,5	69,7	75,0	61,4	61,4	55,1	59,7	62,6
Загальні активи, млн грн	612,2	857,9	1144,3	1386,9	1660,1	2089,9	2469,2	1980,0	2138,7
Загальні пенсійні внески, млн грн	582,9	754,6	925,4	1102,0	1313,7	1587,5	1808,2	1886,8	1895,2
Пенсійні виплати, млн грн	27,3	90,1	158,2	208,9	251,9	300,2	421,4	557,1	629,9

Джерело: складено автором за даними звітів НКРРФПУ [5].

Темпи приросту активів НПФ до попереднього року в основному мали досить волатильну динаміку. Якщо у 2008 р. зростання становило максимальні 148,7%, то у 2009 р. такий приріст становив 40,1%. У наступні роки темпи зростання падали, хоча тренд не був від'ємним (рис. 1). Винятком став 2015 р., коли обсяги активів НПФ зменшилися на 489,2 млн грн, або майже на 20%. У 2016 р. темпи приросту становили 8%, так і не досягши рівня 2014 р.



**Рис. 1. Темпи приросту основних показників діяльності НПФ  
за 2008–2016 рр., %**

Джерело: складено автором за даними звітів НКРРФПУ [5].

Темпи приросту до попереднього періоду загальних пенсійних внесків за 2008–2016 рр. мали низхідну динаміку. Максимальний приріст, як і приріст активів, у 2008 р. становив 148,7% і досяг обсягів у 582,9 млн грн. Надалі приріст кожного року становив близько 20% та в 2013 р. досяг обсягу в 1587,5 млн грн, що в доларовому еквіваленті було максимальним за досліджуваний період – 188,7 млн дол. У 2014 р. приріст становив 14,2%, але в доларовому еквіваленті обсяги зменшилися до 155,2 млн дол. За 2016 р. обсягів внесків збільшилися всього на 0,4%. Загальні обсяги пенсійних внесків у 2016 р. становили 1895,2 млн грн, або 70,19 млн дол.

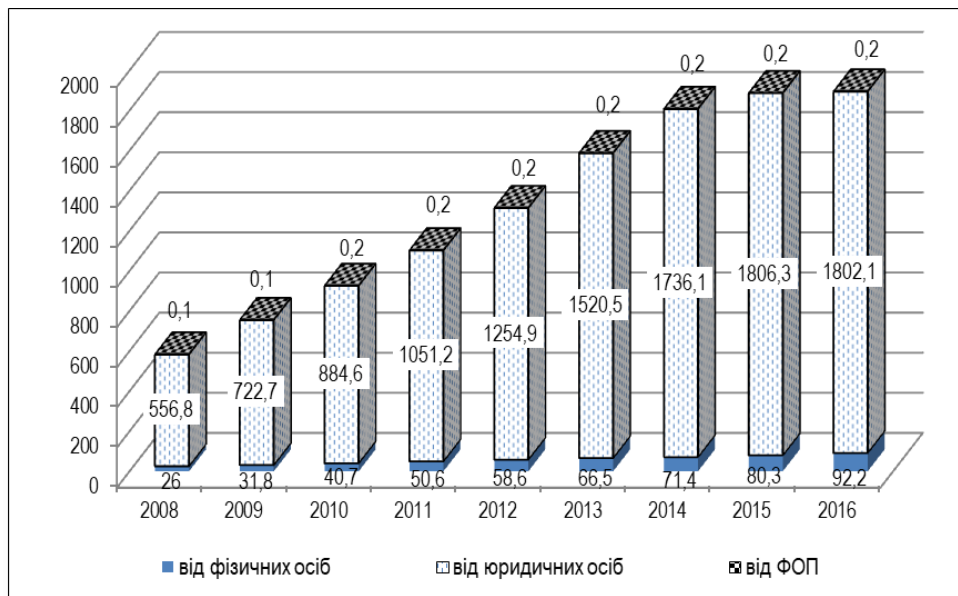
Загалом приріст до попереднього періоду пенсійних виплат демонстрував позитивну динаміку і зростаючий тренд: у 2008 та 2009 рр. показав максимальні темпи приросту – відповідно на 200 та 230%. Обсяги загальних пенсійних виплат за оцінювані роки зросли у 23 рази – з 27,3 до 629,9 млн грн.

У відсотковому еквіваленті розподіл внесків до недержавних пенсійних фондів між категоріями вкладників (юридичні особи, фізичні особи та фізичні особи – підприємці) за досліджувані роки майже не змінився. Зростання загальних активів НПФ в основному відбувалося за рахунок внесків від юридичних осіб. Лише у 2016 р. внески від юридичних осіб зменшилися на 4 млн грн, а внески від фізичних осіб збільшилися на 11,9 млн грн, при цьому частка внесків у відсотковому еквіваленті юридичних осіб майже не змінилася та становила близько 95%. Збільшення частки участі фізичних осіб у недержавних пенсійних фондах відбувається під впливом роботодавців, які спонукають найманих працівників до спільного фінансування програм пенсійного забезпечення [6].

Тренд темпів зростання пенсійних внесків щодо юридичних та фізичних осіб загалом відповідає тренду зростання загальних темпів внесків. Найбільші темпи зростання відзначалися у 2009 р. – відповідно, для вкладників юридичних осіб становили – 29,8%, для фізичних осіб – 22,3%. У 2015 р. темпи зростання були одними із найнижчих – для юридичних осіб вони становили лише 4%, а для фізичних осіб – 12,5%. У 2016 р. внески від юридичних осіб зменшилися на 0,3% при тому, що внески від фізичних осіб збільшилися на 14,8%. Розподіл пенсійних внесків за категоріями учасників представлено на рис. 2.

Окремою категорією серед учасників недержавних пенсійних фондів є фізичні особи – підприємці. У 2009 р. їх внески становили всього 100 тис. грн. Наступного року активи НПФ поповнилися внесками від ФОП ще на 100 тис., а за всі досліджувані роки їх загальний обсяг становив усього 200 тис. грн. Можна зробити висновки як щодо інертності громадян стосовно планування своїх пенсій, так і щодо розрахунку на власні сили у майбутньому і низьку фінансову культуру та недовіру до фінансових установ. Треба зазначити, що лише участь підприємств-роботодавців у системі НПФ дала поштовх участі громадян у недержавних пенсійних програмах.

Пенсійні фонди, у свою чергу оперуючи великими обсягами активів, повинні стати для фінансового ринку одними з найкрупніших – так званих інституційних – інвесторів. Вони мають виступити генераторами для фінансового ринку великих за обсягами та довгих за строками фінансових ресурсів.



**Рис. 2. Загальні обсяги сплати внесків за категоріями учасників НПФ за 2008–2016 рр., млн грн**

Джерело: складено автором за даними звітів НКРРФПУ [5].

Українське законодавство, зокрема Закон України "Про недержавні пенсійні фонди" (ст. 49), містить регулятивні обмеження щодо інвестування пенсійних активів у інструменти та їх максимальні значення в загальних обсягах портфельних інвестицій [2]. У табл. 2 представлені законодавчі обмеження та частка інвестицій НПФ у такі інструменти.

Законодавство розподіляє активи пенсійних фондів усього на три категорії – активи у грошових коштах, у цінних паперах та інші активи. При цьому існує обмеження щодо конкретних видів фінансових інструментів. Наприклад, щодо цінних паперів – їх пенсійні фонди не можуть вкладати у:

1) цінні папери, емітентами яких є зберігач, особи, які здійснюють управління пенсійними активами, адміністратор, аудитор (аудиторська фірма) та особи, які надають консультаційні, агентські або рекламні послуги, з якими пенсійним фондом укладено відповідні договори, та їх пов'язані особи, засновники пенсійного фонду;

2) цінні папери, які не пройшли лістинг на фондовій біржі (крім випадків, коли кредитний рейтинг облігацій відповідає інвестиційному рівню за національною шкалою);

3) цінні папери, емітентами яких є інститути спільного інвестування, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку;

4) векселі, похідні цінні папери.

Аналіз показує, що основними активами для інвестування пенсійних фондів є депозити, облігації вітчизняних підприємств та державні боргові інструменти. На момент подання звітності адміністратори недержавних пенсійних

фондів дотримувалися регулятивних норм щодо інструментів та обмежень їх загальної вартості у інвестиційних портфелях.

*Таблиця 2*

**Частка інвестицій в інструменти у портфелі недержавних пенсійних фондів у 2008–2015 рр., %**

Інструменти інвестування	Законодавчі обмеження	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Депозити на банківських рахунках	Не більше ніж 50%	56,3	40	34,7	29,5	34,5	37,2	38,2	39,4	41,3
Цінні папери, доходність за якими гарантована КМУ	Не більше ніж 50%	3,6	16,4	14,9	15,1	11,9	10,0	12,1	34,1	41,0
Цінні папери, доходність за якими гарантована місцевими органами влади	Не більше ніж 20%	1,1	0,8	0,4	0,5	0,2	0,4	0,1	–	–
Облігації вітчизняних підприємств	Не більше ніж 40%	22,6	18,9	15,4	25,0	31,2	31,0	30,1	13,4	9,4
Акції вітчизняних підприємств	Не більше ніж 40%	9	8,8	18,1	18,4	15,5	14,3	12,4	3,3	0,7
Цінні папери іноземних емітентів	Не більше ніж 20%	–	–	–	–	–	–	–	–	0,02
Іпотечні цінні папери	Не більше ніж 40%	0,1	0,05	–	–	–	–	–	–	–
Нерухомість	Не більше ніж 10%	1	2,1	5,6	3,5	2,9	3,3	2,9	3,6	4,0
Банківські метали	Не більше ніж 10%	3,7	3,7	2,8	1,9	1,1	0,8	0,7	0,7	0,4
Інші інвестиції	Не більше ніж 5%	1,5	6,3	5,0	3,4	2,7	2,8	1,0	1,3	3,2

*Джерело:* складено автором згідно із Законом України "Про недержавне пенсійне забезпечення" та звітами НКРРФПУ [2, 5].

Велику частку в інвестиційних портфелях недержавних пенсійних фондів за досліджувані роки займали депозити на банківських рахунках (обмеження становить не більше 50% загальної вартості). У 2008 р. на депозитних рахунках було розміщено 56,3%, або у грошовому еквіваленті 344,4 млн грн. У подальшому до 2011 р. розміщення на депозитах ресурсів у відсотковому вираженні зменшувалося (29,5% – у 2011 р., або 409,8 млн грн у грошовому вираженні). З 2012 р. загальна вартість пенсійних активів збільшується як у відсотковому, так і у грошовому вираженні. У 2016 р. на депозитних рахунках було розміщено 875,8 млн грн, або 41% від загального портфеля активів НПФ (див. табл. 2).

Іншим популярним інструментом у 2008–2014 рр. стали облігації вітчизняних підприємств. Частка таких активів у інвестиційному портфелі НПФ



була максимальною у 2012 р., становивши 31,2%, тобто їх популярність була високою. З 2015 р. спостерігається різке падіння популярності вітчизняних облігацій серед НПФ, коли їх портфельна частка впала до 13,4%. У 2016 р. також відбулося скорочення до 9,4%. У загальному вигляді з 2014 р. по 2016 р. вкладення НПФ у боргові інструменти вітчизняних підприємств зменшилося у 3,4 раза – з 679,6 до 200,8 млн грн.

У 2015 р. відбувся перерозподіл портфеля НПФ – від облігацій та акцій підприємств до боргових державних інструментів. НПФ різко збільшили частку державних облігацій, доходність за якими гарантована КМУ. В попередні роки вона коливалася в межах 3,6–16,4%. З 2015 р. по 2016 р. частка облігацій внутрішніх державних позик у активах НПФ збільшилася до 34,1 та 41,0% відповідно. Приріст за рік становив 29,7% (з 675,2 до 875,8 млн грн).

Законодавство обмежує інвестиції в акції на рівні не більше 40%. В Україні частка інвестицій НПФ в акції максимально досягала 18,4% у 2011 р. У 2015 р. частка акційних інструментів впала на 78,8% – до 3,3% портфеля, в грошовому вираженні падіння становило 197,3 млн грн<sup>3</sup>.

На зміну інвестиційної політики НПФ щодо пайових фінансових інструментів вплинуло уведення НКЦПФРУ з 1 січня 2015 р. більш жорстких лістингових правил для акцій компаній, які перебувають у біржовому реєстрі. Оскільки наявність лістингу для акцій у портфелі НПФ є обов'язковою умовою, більшість акцій з портфеля НПФ була виключена.

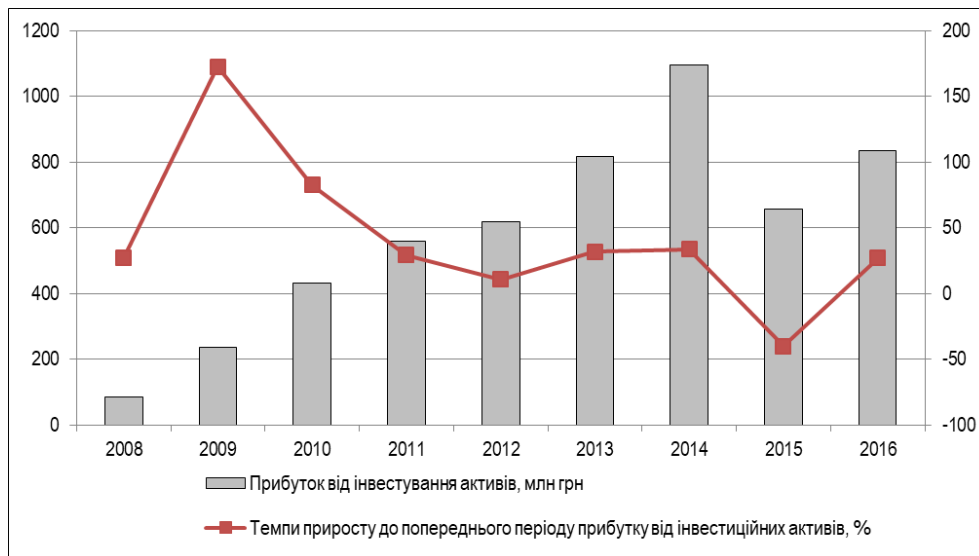
Незначну частку в інвестиційному портфелі НПФ займають нерухомість та банківські метали при регуляторному обмеженні частки не більше 10%. Максимально інвестиції у нерухомість досягали рівня 5,6% у 2010 р., а у банківські метали – 3,7% у 2009 р. У 2016 р. інвестиції НПФ у об'єкти нерухомості становили 86 млн грн, або 4,0% загального портфеля, у банківські метали – 8,7 млн грн, або 0,4% портфеля.

У 2010–2015 рр. інвестиції в іпотечні цінні папери та цінні папери іноземних емітентів не здійснювалися взагалі. Це пов'язано з тим, що ринок іпотечних цінних паперів у нас не функціонує та потребує ухвалення нового законодавства. Відсутність цінних паперів іноземних інвесторів пов'язана з недосконалою валютною системою та законодавчими обмеженнями доступу до іноземних цінних паперів. Після проведення валютної лібералізації можна очікувати появи значної частки цінних паперів іноземних емітентів у портфелі НПФ. У 2016 р. 0,02% пенсійних активів було інвестовано в акції іноземних емітентів.

Прибуток від інвестування в активах НПФ в основному демонстрував висхідну динаміку. За 2009–2014 рр. прибуток зріс у 2,5 рази – з 236,7 до 1095,0 млн грн. Найбільш приріст за цей період часу фіксувався у 2009 р. та 2010 р. – на 172,7 та 81,9% відповідно та у 2013 р. та 2014 р. з нижчою динамікою – на 31,9 та 33,9% відповідно (див. рис. 3).

<sup>3</sup> Частка інвестицій у пайові інструменти пенсійними фондами в зарубіжних країнах не має загальних тенденцій. Наприклад, у 2016 р. у Польщі такі інвестиції становили 82,8%, у Фінляндії та США – 37,1 та 31,2% відповідно, а у Норвегії та Нідерландах – трохи більше 14% [7].





**Рис. 3. Динаміка зміни темпів приросту прибутку від інвестиційних активів НПФ у 2008–2016 рр.**

*Джерело:* складено автором за даними звітів НКРРФПУ [5].

За досліджуваний період лише у 2015 р. недержавні пенсійні фонди зафіксували падіння темпів приросту на 40%. На причини падіння прибутковості інвестицій НПФ вплинули як фактори, пов'язані із загальною економічною кризою та падінням фінансових ринків (виведенням з ринку банківських установ та акцій підприємств регуляторами ринків), так і з внутрішньої інвестиційною політикою НПФ. Пенсійні фонди втратили доходність через переоцінку власних активів після зміни лістингових правил торгівлі акціями підприємств<sup>4</sup> та через втрату депозитів у неплатоспроможних банках.

На загальну вартість активів у 2015 р. вплинула переоцінка активів одного з найбільших НПФ в Україні. Активи КНПФ НБУ були зменшені на 600 млн грн, їх вартість було знижено з 1,7 млрд грн до 760 млн грн.

Після різкого падіння темпів приросту, у 2016 р. зростання становило 27% до попереднього року. Якщо у 2014 р. прибуток фіксувався на рівні 1095,0 млн грн, то у 2015 р. він становив лише 657,0 млн грн, у 2016 р. було зафіксовано зростання прибутку до 834,8 млн грн, що більше, ніж у 2015 р., на 27,1%. Частка прибутку від інвестування в активах НПФ у 2014 р. становила 44,3%, у 2015 р. вона зменшилася до 33,2, у 2016 р. – зросла до 39,0%.

Треба зазначити, що в Україні немає інструментів, які б могли гарантувати адекватний прибуток при високому рівні надійності. На ринку немає якісних корпоративних цінних паперів, а рівень доходності депозитів не перекриває рівень інфляції.

Досвід інших країн свідчить, що регуляторні органи поступово відходять від жорсткого диктату щодо можливостей інституційних інвесторів інвестування у різні активи, пом'якшуючи регуляторні обмеження.

<sup>4</sup> У 2015 р. було зупинено торги акціями 79 емітентів, чия капіталізація становила 461 млрд грн.

Середньозважена частка активів у цінних паперах з фіксованою доходністю для великого іноземного пенсійного фонду становить 55,6%, на інвестиції в акції компаній припадає у середньому 28,1%. Значний обсяг у портфелях іноземних фондів займають альтернативні інвестиції – близько 16,3%. Можна сказати, що у великих пенсійних фондів досить популярні альтернативні інвестиції, незважаючи на їх ризиковість. Частка альтернативних інвестицій у трьох пенсійних фондах, які ОЕСР включила в список найбільших, перевищує 40% (турецький OYAK – 50,7%, португальський CGD – 43,5%, канадський OMERS – 40,1%). Ще сім фондів із цього списку мають частку альтернативних інвестицій, більшу за 30% [8].

Консервативні портфелі пенсійного фонду Данії PFA та Франції ERAFP мали частку цінних паперів із фіксованою доходністю на рівні 87,6 та 77,5% відповідно. Об'єднаний пенсійний фонд персоналу ООН інвестував у консервативні інструменти 63,6% коштів, а у пенсійному фонді Нью-Йорку частка таких інструментів становить 53%.

Потрібно сказати про те, що пенсійні фонди країн з малою або транзитивною економікою досить активно інвестують у цінні папери зарубіжних ринків. Середня частка інвестицій у зарубіжні цінні папери у таких фондах становить 39,5%. Це може бути пов'язано зі стисненням та обмеженнями на внутрішніх ринках цінних паперів у країнах з нерозвиненими фінансовими ринками.

Одним із факторів впливу на політику формування інвестиційного портфеля пенсійних фондів останнім часом стало зменшення доходності боргових цінних паперів, випущених центральними урядами держав із розвинутою економікою, на світових ринках капіталу, особливо це стосується низькоризикових цінних паперів, тому популярність альтернативних інвестицій зростає. За даними ОЕСР, частка альтернативних інвестицій у портфелях найбільших фондів виросла з 14,4% у 2010 р. до 15,6% у 2012 р. Обсяг інвестицій 69 найбільших фондів в інфраструктурні проекти та позабіржові активи становив 72,1 млрд дол., або 0,9% від загального обсягу інвестицій [9].

Така висока частка вкладень в альтернативні інструменти великих пенсійних фондів свідчить про те, що однією із цілей таких фондів є збільшення доходності своїх інвестицій. Консервативна політика формування інвестиційного портфеля може захистити від ризику втрати коштів, але нарощення інвестиційного капіталу буде мінімальним, що в майбутньому вплине на розмір пенсійних виплат.

Великі обсяги коштів, акумульованих пенсійними фондами, дозволяють впливати на інвестиційні ринки та зменшувати витрати при збільшенні активів у своїх інвестиційних портфелях. Загалом можна виділити такі тенденції, що впливають на формування та диверсифікацію портфеля цінних паперів пенсійними фондами:

- глобалізаційні економічні процеси та глобалізація фінансових ринків;
- поява на фінансових ринках нових інструментів (сек'юритизовані цінні папери, різні види деривативів та ін.);
- вплив глобальної фінансової кризи на зміну стратегій інвестування інституційних інвесторів;
- збільшення обсягів інвестування в альтернативні інвестиційні інструменти через низьку доходність традиційних інструментів;

- збільшення частки вкладень пенсійних фондів у інфраструктурні проекти та позабіржові активи;
- переорієнтація інвестицій країн з малою та транзитивною економікою з внутрішнього ринку на зовнішні.

Українські пенсійні фонди оперують невеликими за обсягами активами та, на відміну від більшості зарубіжних пенсійних фондів, не мають значного впливу на інвестиційну внутрішню політику та фондовий ринок. Ситуація, що склалася, пояснюється перш за все незацікавленістю роботодавців та працюючого населення інвестувати кошти у майбутні пенсії, низькою якістю інструментів фондового ринку, насамперед з фіксованою доходністю, що є традиційним у інвестиціях вітчизняних НПФ, низьким рівнем правових гарантій учасникам НПФ. Нестійкість фінансової системи та банкрутство банків також не сприяють підвищенню рівня довіри населення до фінансової системи та до пенсійних фондів як її невід'ємної частини.

### Висновки

Держава взяла на себе функцію соціального забезпечення непрацездатного населення. Гарантованість такого державного захисту, на відміну від інших видів пенсійного страхування, робить його більш привабливим для населення, незважаючи на його низький рівень.

Треба зазначити, що без реформи фінансової системи та фондового ринку, без формування повноцінної системи пруденційного нагляду та регулювання діяльності НПФ та їх адміністраторів упровадження другого рівня пенсійної реформи не має сенсу. Важливим фактором для здійснення реформи пенсійної системи повинні стати чітка орієнтованість владних органів на макрофінансову стабільність, підтримку роботи ефективної та стабільної банківської системи, розвиток страхового бізнесу.

Потрібно врегулювати нагляд та адміністрування НПФ з виділенням чітких функцій регулятора. Адже сьогодні регулювання НПФ здійснюється Національною комісією із регулювання ринку фінансових послуг України, а контроль за компаніями (КУА), які управляють пенсійними фондами, здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України.

Стимулюючими для інвестування в недержавні пенсійні фонди як роботодавців, так і працюючих громадян повинні стати такі заходи:

- створення системи пільгового оподаткування роботодавців та впровадження механізмів повернення податкових стягнень працівниками підприємств за умов інвестування в НПФ;
- формування системи гарантій збереження накопичених через НПФ коштів та пенсійних резервів;
- уведення системи окремих корпоративних пенсійних фондів або програм для працівників, чії умови праці надають їм можливість для дострокової або підвищеної пенсії.

Для стимулювання розвитку третього рівня системи пенсійного забезпечення громадян та диверсифікації інвестиційного портфеля НПФ на законодавчому рівні потрібні такі зміни:

1) заміна статті 49 Закону України "Про недержавне пенсійне забезпечення" – доповненням переліку дозволених інструментів для інвестицій недерж



жавних пенсійних фондів деривативами та сек'юритизованими цінними паперами – та відповідне виключення зі статті 47 зазначеного Закону п. 5 – про похідні цінні папери;

2) прискорити походження проектів Законів України "Про облігації, забезпечені відокремленими активами" та "Щодо регулювання ринків та деривативів", що дасть змогу запровадити фінансові механізми обігу забезпечених облігацій та деривативів, диверсифікувати інструменти для довгострокових інвестицій, посилити захист прав інвесторів та стимулювати розвиток фінансових ринків;

3) провести лібералізацію (на першому етапі часткову) доступу вітчизняних учасників фондового ринку до іноземних цінних паперів через надання можливості безготівкового перерахування іноземної валюти брокеру інституційними інвесторами та перерахування брокером без надання ліцензії торговця валютою коштів для купівлі цінних паперів. На першому етапі повинні бути впроваджені обмеження за такими операціями щодо сум перерахувань валюти без ліцензії та за категоріями цінних паперів (повинні допускатися лише цінні папери найвищого кредитного рейтингу).

Прозора діяльність пенсійних фондів має забезпечуватися шляхом належного та максимального розкриття інформації про НПФ. Однією з основних умов щодо прозорості діяльності пенсійного фонду повинна стати інформаційна прозорість у розкритті інформації щодо його інвестиційної діяльності. Рівень розкриття інформації щодо інвестиційних програм НПФ повинен регулюватися як на законодавчому рівні, так і на рівні внутрішніх документів НПФ.

### **Список використаних джерел**

1. Закон України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" від 9 липня 2003 року № 0158-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1058-15>
2. Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення" від 9 липня 2003 року № 1057-IV. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>
3. Таран Лідія. Солідарна пенсійна система: про справжні чинники неефективності. *Дзеркало тижня. Україна*. 2013. 27 травня. № 1145.
4. Офіційний сайт Пенсійного фонду України. URL: <http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/index>
5. Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення в Україні за 2008–2016 роки. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює регулювання у сфері фінансових послуг. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-nederzhavnoho-pensiinoho-zabezpechennia-Ukrainy.html>
6. Зубик С.П. Розвиток недержавного пенсійного забезпечення в Україні. *Економіка і прогнозування*. 2017. № 3. С. 31–50. doi: <https://doi.org/10.15407/eip2017.03.031>
7. Pension Markets in Focus 2017. URL: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf>
8. Уроки для ПФП: стратегії пенсійних фондів мира. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/42095>
9. Pensions at a Glance 2013. OECD and G20 Indicators. URL: [http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2013\\_pension\\_glance](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2013_pension_glance)

Надійшла до редакції 13.02.2018 р.

*Брус С.І., канд. экон. наук  
старший научный сотрудник  
ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины"*

### **НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ КАК ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ: ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ**

Рассмотрены финансово-экономические и социальные составляющие, на которые повлияет введение третьего уровня системы пенсионного обеспечения. В 2017 г. на финансирование дефицита ПФУ из Государственного бюджета Украины было запланировано 141 млн грн, что составляет почти 50% от общего объема средств Пенсионного фонда Украины. Для НПФ характерна политика формирования портфеля из инвестиционных инструментов с низкими рисками. Но одно из основных условий инвестирования – получение дохода, который бы обеспечил не только прирост пенсионных активов, но и защитил средства от инфляционных рисков.

Проанализированы основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов за период с 2008 по 2016 гг. Подчеркивается, что основными активами для инвестирования пенсионными фондами в Украине являются депозиты, облигации отечественных предприятий и государственные долговые инструменты. Доля прибыли от инвестирования в активах НПФ за последние годы уменьшилась и ее доходность снизилась. На падение доходности инвестиций НПФ повлияли: переоценка собственных активов, изменение листинговых правил торговли акциями предприятий, потеря НПФ депозитов в неплатежеспособных банках. В Украине нет инструментов, которые могли бы гарантировать адекватный доход при высоком уровне надежности. На рынке нет качественных корпоративных ценных бумаг, а уровень доходности депозитов чаще всего не перекрывает уровень инфляции.

Выделены тенденции, влияющие на формирование и диверсификацию пенсионными фондами портфеля ценных бумаг. Обоснованы мероприятия, которые будут иметь стимулирующий эффект для развития третьего уровня системы пенсионного обеспечения граждан и диверсификации инвестиционного портфеля НПФ.

Утверждается, что в основу внедрения второго уровня пенсионного страхования должно быть положено реформирование финансовой системы и фондового рынка. Без формирования полноценной системы пруденциального надзора и регулирования за деятельностью НПФ и их администраторов, внедрение второго уровня пенсионной реформы не имеет смысла. Важным фактором для осуществления реформы пенсионной системы должна стать четкая ориентация органов власти на макрофинансовую стабильность, поддержку работы эффективной и стабильной банковской системы, развития страхового бизнеса.

**Ключевые слова:** *система пенсионного обеспечения, негосударственные пенсионные фонды, пенсионные активы, пенсионные взносы, инвестиционная деятельность негосударственных пенсионных фондов, институциональные инвесторы, портфель ценных бумаг НПФ*

*S.Brus, Ph.D. in Economics, Senior Researcher,  
Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine*

### **NON-STATE PENSION FUND AS INSTITUTIONAL INVESTORS: TRENDS AND DEVELOPMENT PROBLEMS**

The state is not able to provide pensions and normal social living standards for non-working pensioners. Financing of the Pension Fund of Ukraine deficit in 2017 from the State Budget of Ukraine is planned at the level of 141.3 billion UAH, which is almost



50% of the total amount of funds in the Pension Fund. In 2003, the Law of Ukraine "On non-state pension provision" was adopted in Ukraine, which should have been an impetus for pension reform through the launch of personal pension accumulation mechanisms.

Non-state pension funds are characterized by a policy of forming a portfolio of investment instruments of the lowest risk, but the main condition is the receipt of investment income, which would not only ensure the growth of pension assets, but also protect of funds from inflationary risks

Pension funds, in turn, operating large volumes of assets, should become, for the financial market, the largest so-called institutional investors, who will offer the market large and long-term financial resources.

The share of return on investment in NPF assets and the return on investment both have decreased in recent years. The reasons for the decline in the profitability of NPF investments were the result of the following factors: revaluation of own assets after the change of the listing rules of the trade in the companies' shares, and the loss of NPF deposits in non-payment banks. In Ukraine, there are no tools that could guarantee an adequate return with a high level of reliability. There are no high-quality corporate securities on the market, and the level of return on deposits does not exceed the level of inflation.

The introduction of the second level of pension reform does not make sense without the reform of the financial system and the stock market and without the formation of a complete system of prudential supervision and regulation of the activities of the NPF and their administrators. An important factor for the reform of the pension system should be the clear orientation of the authorities for macro-financial stability, support for an efficient and stable banking system, and support for the development of insurance business.

**Keywords:** *pension system, non-state pension funds, pension assets, pension contributions, investment activities of non-state pension funds, institutional investors, investment portfolio*

### **References**

1. The Law of Ukraine No 0158-IV of July 9, 2003 On Mandatory State Pension Insurance. Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1058-15> [in Ukrainian].
2. The Law of Ukraine No 0157-IV of July 9, 2003 On Non-State Pension Provision. Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1057-15> [in Ukrainian].
3. Taran, Lidiia. (27 May, 2013). Solidarity pension system: about the real factors of inefficiency. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraina – Mirror of the Week. Ukraine*, 1145 [in Ukrainian].
4. The Pension Fund of Ukraine Official Site. Retrieved from <http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/index> [in Ukrainian].
5. Information on the state and development of non-state pension provision in Ukraine for 2008-2016. The National Commission, which regulates financial services official site. Retrieved from <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-nederzhavnoho-pensiinoho-zabezpechennia-Ukrainy.html> [in Ukrainian].
6. Zubik, S. (2017). Non-state pension provision development in Ukraine. *Ekon. prognozuvannâ – Economy and Forecasting*, 3, 31-50. doi: <https://doi.org/10.15407/eip2017.03.031> [in Ukrainian].
7. Pension Markets in Focus 2017. Retrieved from <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf>
8. Lessons for the Pension Fund of Russia. Strategy of the world's pension funds. Retrieved from <http://www.vestifinance.ru/articles/42095> [in Russian].
9. Pensions at a Glance 2013. OECD and G20 Indicators. Retrieved from [http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2013\\_pension\\_glance](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2013_pension_glance)