

## ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

*Резюме.* Проаналізовано різновиди регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, їх юридичну основу та вплив на соціально-економічний стан держави. Для визначення ефективності використання ресурсів, передусім фінансових, у пенсійних системах, застосовано метод огортаючих даних (DEA).

*The summary.* In the article the varieties of adjusting investment activity of the non-state pension funds are analyzed. It is considered the influence on the social-economic state of the country and their legal basis. The Data envelopment analysis (DEA) for determination of the efficiency using resources foremost financial in the pension systems is applied.

*Ключові слова:* пенсійні фонди; інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів; правило «обачної людини».

**Постановка проблеми.** Протягом 90-х років пенсійні системи, які виплачують пенсії з внесків їхніх працюючих членів (PAYG), у країнах з перехідною економікою зазнали нищівних ударів: їхня базисна основа внесків зазнала краху, а самі пенсійні системи часто використовувалися для покриття соціальних витрат перехідного процесу, що врешті-решт призвело до різкого скорочення розмірів середніх пенсійних виплат.

Оскільки ці явища продовжували розвиватися, стало зрозуміло, що поступовий підхід, якого на початковій стадії дотримувалася більшість країн у реформуванні пенсійної системи, необхідно замінити на комплексний. До середини 1995 року пенсійні системи у країнах з перехідною економікою були ослаблені високими коефіцієнтами залежності, низьким пенсійним віком і поширеним явищем ухиляння від сплати внесків. Необхідність реформування пенсійного забезпечення зумовлена ще й низкою об'єктивних факторів: економічних, демографічних, соціально-політичних. Сьогодні ця проблема особливо актуальна для багатьох країн світу, незалежно від рівня економічного розвитку, що зумовлено старінням населення, зміною його вікової структури, ускладненням економічної ситуації. Щоб подолати усі ці проблеми, потрібно ретельно зважити всі фактори та можливості як держави, так і її громадян, врахувати національні традиції та менталітет людей.

**Аналіз останніх наукових досліджень.** В економічній літературі цим проблемам приділяється велика увага. Основні теоретичні засади покращення соціального забезпечення, реформування пенсійної системи та розвиток недержавних пенсійних фондів у світі висвітлені у працях зарубіжних дослідників: В. Роїк, Е. Джеймс, Л. Сичова, М. Рутковські, М. Вінер, П. Болле, Р. Гольцман, Р. Геммінг. Даної тематики торкалися багато авторів серед українських фахівців: А. Якимів, Б. Надточий, В. Мельничук, В. Новікова, В. Яценко, Е. Лібанова, І. Чапко, Л. Ткаченко, Н. Бахмач, Н. Болотіна, Н. Ковальова, О. Макарова, О. Ткач, Ю. Привалова. Враховуючи теоретичну та наукову значущість накопичених наукових здобутків, слід відзначити, що недостатньо дослідженими залишаються питання формування пенсійних фондів та їх вплив на соціально-економічний стан держави.

**Мета статті.** На підставі аналізу зарубіжного досвіду врахувати позиції вітчизняних науковців та експертів; розглянути регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, їх вплив на соціально-економічний стан держави та порівняти ефективність використання ресурсів, залучених у пенсійних системах різних країн ЦСЄ.

**Викладення основного матеріалу дослідження.** Держава, регулюючи діяльність пенсійних фондів, покликана, насамперед, дбати про інтереси вкладників пенсійних фондів, захист пенсійних заощаджень, створення та захист конкурентного середовища. Оскільки пошук найприбутковіших сфер використання капіталу пенсійними фондами може суперечити інтересам вкладників, держава забороняє їм здійснювати певні операції або обмежує ці можливості. На рівень реалізації інтересів учасників і вкладників пенсійних фондів може суттєво впливати державне регулювання макроекономічної ситуації. Наприклад, зростання інфляції призводить до збільшення сукупного попиту на страховий захист. Це, своєю чергою, сприяє зростанню розмірів ставок до фондів. Причому темпи зростання останніх можуть суттєво випереджати параметри зростання економіки. Реакція на таку ситуацію в США була досить активна: у 1974 році тут був прийнятий нормативно-правовий акт, спрямований на захист пенсійного доходу працівників [1; 3].

Велике значення в системі державного регулювання має регулювання саме інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів. У світовій практиці існують два принципових різновиди регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів: безпосередні кількісні обмеження структури інвестиційного портфеля та правило «prudent man rule», що в перекладі означає правило «обачної людини». Зміст цього правила полягає у вимозі до управителя «управляти так, як обачна людина за конкретних історичних і об'єктивних ринкових умов управляє капіталом у своїх інтересах». Відповідно до ч. 1 ст. 18 Директиви Європейського Співтовариства № 2003/41/ЕС від 3 червня 2003 року «Про діяльність і нагляд за установами професійного пенсійного забезпечення», країни-учасниці вимагають від розташованих на їх території установ провадити інвестиційну діяльність відповідно до «принципу обачної особи». У дослідженнях зазначається, що цей принцип може по-різному тлумачитися як у різних країнах, так і в різних компаніях [8].

Регулятивна структура, яка відповідає принципу «обачної людини», застосовується переважно в країнах із англосаксонською традицією права, фінансова система яких характеризується домінуванням фондового ринку. Така регулятивна структура не передбачає накладання кількісних обмежень на розподіл інвестицій. В її основі – настанова управляти портфелем обачно: «вона (структура) просто вимагає, щоб ті, хто відповідає за ухвалення інвестиційних рішень, доклали усю свою старанність та знання справи, а також урахували специфічні умови конкретного фонду» [7].

У більшості країн ЦСЄ вже прийняті закони, які створюють юридичну основу для регулювання діяльності пенсійних фондів. Ці закони можна розділити на такі групи:

- закони, які визначають організаційну структуру пенсійних фондів;
- закони, які встановлюють критерії, обов'язкові для провадження діяльності (мінімальний капітал, перелік можливих надавачів послуг, яких треба залучати, тощо);
- закони, які встановлюють обов'язкові ліміти на інвестиції.

На всі пенсійні фонди країн ЦСЄ поширюється чинність законів, які встановлюють ліміти на одні інвестиції та забороняють інші. Вони, як правило, є додатками до правил «обачної людини» або до подібних місцевих регулятивних правил. Загальним принципом, якого дотримуються в країнах ЦСЄ при інвестуванні пенсійних фондів, за якого слід максимально уникати ризиків, оскільки пенсії людей не є тим, з чим можна грати у ризикові ігри [6]. Частково у цьому криється суто політичний підтекст, адже частина виборців вже є пенсіонерами, а решта – потенційні пенсіонери, що й передбачає необхідність встановлення законодавчих лімітів на ризики. Але є в цьому й економічний здоровий глузд – на ринках капіталів, які все ще розвиваються, зокрема на ринках ЦСЄ, пенсійним фондам не слід дозволяти інвестувати більшість свого портфеля за такого нестійкого середовища.

Існує також проблема обмеженості внутрішніх ринків – фондовий ринок у більшості з цих країн є відносно малим, що обмежує можливості диверсифікації. Певну роль у деяких країнах відіграє також бажання захистити місцеві ринки, утримати активи пенсійних фондів у країні, що спонукає до запровадження заборон або жорстких обмежень іноземних інвестицій. Загальне правило щодо інвестиційних обмежень полягає в тому, що ризики повинні мінімізуватися.

Це зумовлено інформаційною асиметрією між управляючими та учасниками пенсійних фондів, важливістю мінімізувати витрати і максимізувати майбутні пенсії, а також браком практичного досвіду функціонування ринків та їх учасників. Очевидним фактом є те, що в країнах, які мають і обов'язкові, і добровільні пенсійні фонди, законодавчі ліміти для обов'язкових фондів є набагато жорсткішими, ніж для добровільних. Причинами цього є або роль другого рівня в пенсійній системі, або обов'язковий характер участі – учасники мають право очікувати від держави захисту своїх інвестицій, зрештою, саме держава ухвалила рішення про обов'язковість їх участі.

Розглядаючи систему зобов'язань недержавних пенсійних фондів, не можна не врахувати такий елемент виконання зобов'язань, як використання ефективної системи управління ризиками діяльності цих фондів. Попри важливість розроблення проблеми

управління ризиками недержавних пенсійних фондів, насамперед на рівні держави, її теоретичні та практичні аспекти вивчені недостатньо. Такий стан справ, на наш погляд, можна пояснити двома причинами. По-перше, відсутність інформації про офіційні результати діяльності недержавних пенсійних фондів гальмує дослідження процесу формування ризиків. По-друге, обґрунтування і побудова системи управління ризиками недержавних пенсійних фондів, відповідно до міжнародних стандартів, ускладнюються фінансовими, політичними економічними та іншими чинниками як у теорії, так і на практиці [6; 7].

Під ризиком слід розуміти невизначену можливість недостатності грошових коштів недержавного пенсійного фонду при виконанні своїх зобов'язань за виплатами. До ризиків можуть призводити як діяльність фонду, його розвиток як господарчого об'єднання, так і вплив внутрішніх і зовнішніх факторів, не пов'язаних зі страховою та інвестиційною діяльністю фонду. Ризик – непередбачуваність і можливість настання подій з негативними наслідками (зазнати збитків, втратити вигоду тощо), зумовлених певними діями або рішеннями, які матимуть місце в майбутньому. За визначенням В. Яценка, ризики поділяються на три головні класи: інвестиційні, портфельні, інституційні або системні ризики [4].

Як уже зазначалося, до формування інвестиційних портфельів пенсійних фондів у світі найчастіше застосовують розумні (пруденційні) інвестиційні правила та вимоги [4]. Кількісні обмеження портфеля – це обмеження щодо вміщення у певні категорії активів, здебільшого інструменти зі значною мінливістю цін на ринку або малою ліквідністю. Також вони стосуються обмежень на обсяги інвестування в активи роботодавця з метою запобігання ризикам його неплатоспроможності, а також уникнення конфлікту інтересів.

Кількісні обмеження мають сенс, запроваджуються з метою безпеки інвестування пенсійних активів в окремі фінансові інструменти і їх доцільність визначається для кожного інструмента окремо, згідно з визначеними стандартами механізмом (тестують інвестиційну категорію, клас активів і доходність інвестиції). Кількісні обмеження складу портфеля включають ліміти розміщення активів в інструменти з відносно мінливими показниками номінальної доходності, низькою ліквідністю, значним кредитним ризиком, а саме – в акції, венчурний капітал, некотировані акції та нерухоме майно, навіть за умов, що їх середня доходність вважається відносно високою.

Традиційним для цивільного законодавства континентальної Європи є досить жорсткий спосіб регулювання, згідно з яким майже усі правила законодавчо кодифіковані. Цих законодавчих традицій не підтримують англосаксонські країни. На відміну від безпосередніх кількісних обмежень, правила «prudent management» є концентрованими вимогами щодо «обачного» управління активами, тобто вимагають ставитися до операцій з довіреними активами як до власних майнових інтересів. Мета цих правил полягає у забезпеченні адекватних обсягів диверсифікації активів захисті учасників фондів від ризиків інвестування та неплатоспроможності роботодавця.

Об'єктом регулювання зазначеного механізму вважаються дії управлінців активами, інституціональних інвесторів, а також процеси ухвалення рішень. Це потребує оцінювання таких моментів, як, наприклад, ступінь ретельності розгляду та з'ясування питань інвестиційної діяльності, відсутність необґрунтованого покладання на компетентність залучених експертів, а також серйозного вивчення та врахування усіх обставин протягом формування стратегій розміщення активів і активного реагування на будь-які зовнішні або внутрішні чинники [2; 6].

З огляду на те, що, за засадами «prudent management», прийнято оцінювати не інвестиційний дохід, а «інвестиційну поведінку», зазначені правила у багатьох випадках спираються на пряме або опосередковане уявлення про необхідність диверсифікації інвестицій як ключового індикатора «виваженості» управлінських рішень. Діяльність на ринку за таких умов регулюється не стільки зовнішніми правилами, скільки процедурами внутрішнього контролю та структурою управління.

Державні регуляторні органи у сфері добровільного приватного пенсійного забезпечення більшою мірою концентрують увагу на інформації про зміст внутрішніх чинників, аніж на питаннях розміщення активів, що властиво системам з кількісними

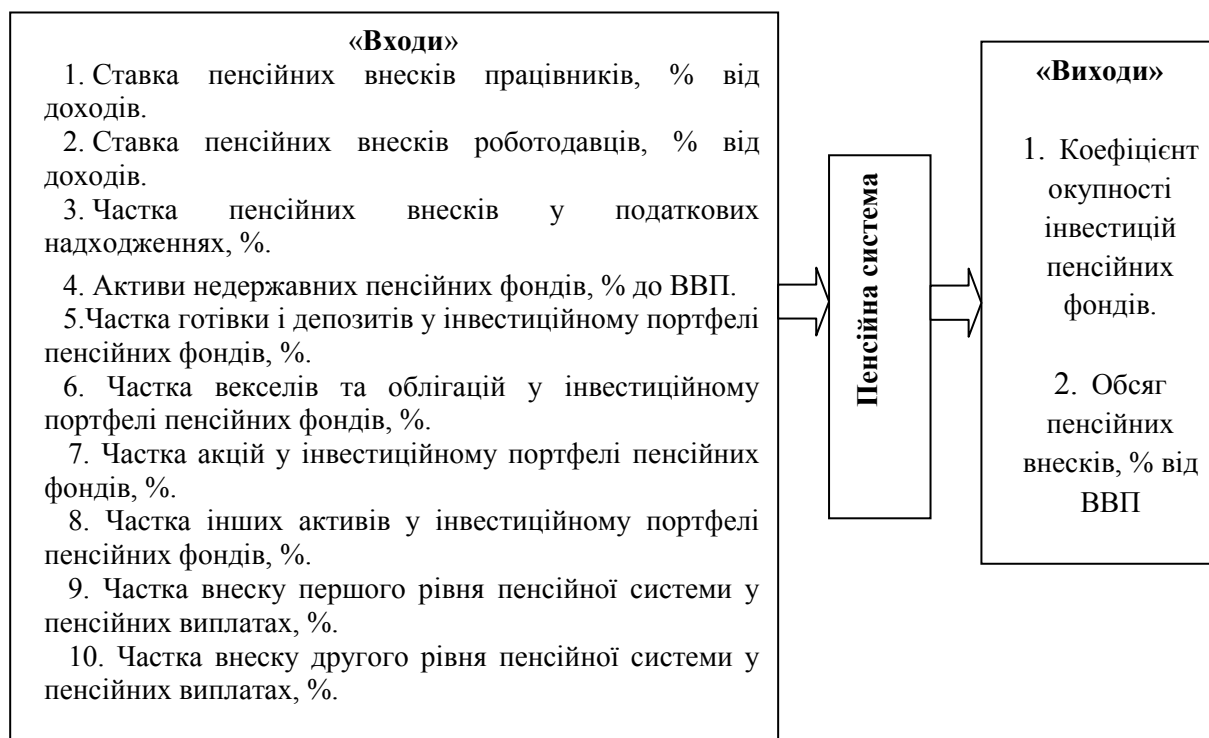
обмеженнями. За таких умов інституційні учасники потребують більшого рівня прозорості, в тому числі ідентифікації меж відповідальності за ухвалені рішення, а також деталізованих настанов щодо управління активами. У процесі реформування пенсійної системи дуже важливо скористатися уроками світової практики диверсифікації активів інвестиційного портфеля пенсійних фондів, досвідом формування фінансових механізмів пенсійного забезпечення у країнах ЦСЄ.

Для порівняння ефективності використання ресурсів, залучених у пенсійних системах різних країн, доцільно застосувати метод огортаючих даних (DEA). Цей метод дозволяє забезпечити, з одного боку, співставність множини показників, які характеризують ресурси «входу» виробничої (продуктивної) системи, і, з іншого боку, оцінювання ефективності використання складної сукупності взаємопов'язаних між собою ресурсів цією системою. Саме вхідні ресурси становлять потенціал розвитку пенсійної системи. Економічний зміст множини показників «входів» та «виходів» для визначення ефективності використання ресурсів, передусім фінансових, у пенсійних системах наведено нижче (рис. 1).

Вихідна матриця показників для оцінювання ефективності пенсійних систем Польщі, Словаччини, Угорщини та Чехії наведена в табл. 1. Результати дослідження ефективності використання ресурсів у пенсійних системах з 10-ма показниками «входу» і двома показниками «виходу» (коефіцієнт окупності інвестицій пенсійних фондів, загальний обсяг пенсійних внесків) для Польщі, Словаччини, Угорщини та Чехії дозволили виділити дві групи країн:

1) країни з низьким рівнем ефективності пенсійних систем: Чехія (коефіцієнт ефективності 0,11) та Словаччина (0,08);

2) країни з високим рівнем ефективності пенсійних систем: Угорщина та Польща (коефіцієнт ефективності обох країн дорівнює 1).



**Рисунок 1. Множина показників «входів» та «виходів» для оцінювання**

ефективності пенсійних систем

Отримані результати підтверджують, що ефективність функціонування пенсійних систем не завжди залежить виключно від наявних фінансових ресурсів. Тут має місце і якість менеджменту інвестиційним портфелем пенсійних фондів, і співвідношення першого та другого рівнів пенсійної системи.

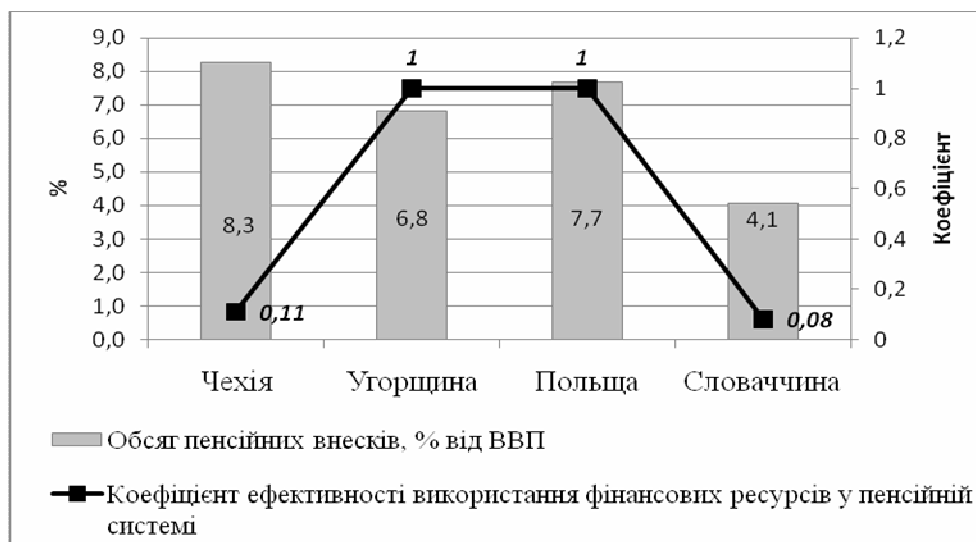
Звернемо увагу, що в Чехії обсяг пенсійних внесків складає 8,3% від ВВП країни (найвищий показник серед чотирьох країн, що досліджувалися), однак коефіцієнт ефективності функціонування пенсійної системи цієї держави дуже низький (0,11) (рис. 2). Цікаво, що пенсійні внески Чехії складають і найвищу частку в податкових надходженнях – 22,2 %.

Таблиця 1

Вихідна матриця показників для оцінювання ефективності пенсійних систем Польщі, Словаччини, Угорщини та Чехії, 2009 р.

Показник		Країна			
		Чехія	Угорщина	Польща	Словаччина
Ставка пенсійних внесків працівників, % від доходів		6,5	9,5	9,8	4,0
Ставка пенсійних внесків роботодавців, % від доходів		21,5	24,0	9,8	14,0
Частка пенсійних внесків у податкових надходженнях, %		22,2	17,3	22,1	13,8
Активи недержавних пенсійних фондів, % до ВВП		4,6	13,1	13,5	4,7
Структура інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів	Готівка і депозити, %	10,7	11,6	2,3	25,0
	Векселі та облігації, %	82,4	64,5	66,5	67,5
	Акції, %	2,3	17,7	30,2	3,2
	Інше, %	4,6	6,2	0,9	4,3
Частка внеску першого рівня пенсійної системи у пенсійних виплатах, %		18,9	0,0	1,3	0,4
Частка внеску другого рівня пенсійної системи у пенсійних виплатах, %		81,1	100	98,7	99,6
Обсяг пенсійних внесків, % від ВВП		8,3	6,8	7,7	4,1
Коефіцієнт окупності інвестицій пенсійних фондів		0,24	17,17	9,52	0,25

Джерело: [http://www.oecd.org/document/0,3746,en\\_2649\\_201185\\_46462759\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1,00.html).



**Рисунок 2. Порівняння обсягів пенсійних внесків та коефіцієнтів ефективності використання фінансових ресурсів у пенсійних системах у країнах ЦСЄ**

У Польщі порівняно низька ставка пенсійних внесків (9,8 % від доходу як для працівників, так і для роботодавців). Це свідчить про значно нижчий рівень податкового тиску пенсійної системи, ніж у Чехії, Словаччині та Угорщині. Однак така фіскальна політика забезпечила надходження у пенсійні фонди на рівні 7,7 % від ВВП. Поряд з тим, найвигіднішу інвестиційну діяльність провадили пенсійні фонди не Польщі, а Угорщини, де коефіцієнт окупності інвестицій становить 17,17.

Наведені вище міркування дозволяють стверджувати, що пенсійні системи різних країн мають різні слабкі й сильні сторони, а, отже, й імплементація їх досвіду в Україні повинна базуватися на диференційованому підході з урахуванням особливостей соціально-економічного розвитку України.

**Висновки.** Аналіз механізмів державного регулювання та стимулювання системи недержавного пенсійного забезпечення у різних країнах світу засвідчує, що, як правило, ці механізми добре адаптовані до умов місцевого ринку, мають ґрунтовну законодавчу базу та певним чином структуровані. Вони передбачають: по-перше, розроблення законодавчих актів щодо регулювання діяльності недержавних пенсійних фондів; по-друге, впровадження механізму регламентування співвідношення зобов'язань пенсійних фондів та активів, напрямів і пропозицій розподілу резервів, визначення місця та ролі посередників пенсійних фондів, умов ліцензування компаній з управління активами; по-третє, визначення процедури визнання пенсійного фонду банкрутом і механізму захисту учасників і вкладників пенсійних фондів за цих умов. Отже, альтернативі реформам немає. Сусідні країни вже зробили певні кроки для вдосконалення своєї пенсійної системи. Україні також не варто зволікати і реалізувати реформу пенсійної системи, що є не лише вимогою часу, а й відповідає інтересам українського народу.

### Використана література

1. Гайдар, Е.Т. История пенсий. Становление и кризис системы социальной защиты в современном мире [Електронний ресурс] / Е.Т. Гайдар // Независимая газета. – 2004. – № 143. – 13 липня. – Режим доступу: <http://forinsurer.com/public/04/07/13/1416>.
2. Європейський Центральний Банк [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>.
3. Мальований, М.І. Историчний розвиток пенсійного забезпечення в світі [Текст] / М.І. Мальований // Економіка АПК. – 2005. – № 3. – С. 31–36.
4. Яценко, В. Пенсійна система зачіпає кожного [Текст] / В. Яценко // Урядовий кур'єр. – 1997. – №176. – С. 8.
5. Яценко, В. Про гарантії обов'язкових пенсійних заощаджень [Електронний ресурс] / В. Яценко // Дзеркало тижня. Україна. – 2011. – № 8. – 4 березня. – Режим доступу: <http://www.dt.ua/articles/76816>.

6. Heinz R. Financial Preconditions for Second Pillars / Rudolph Heinz, and Roberto Rocha // Draft, World Bank. – Washington, DC, 2008. – P. 34.
7. Rocha, R., Gutierrez, J., and Hinz, R.(1999), “Improving the regulations and supervision of pension funds: Are there lessons from the banking sector?”, Pension Reforms Primer series, Social Protection Discussion Paper no.9929, World Bank, Washington, D.C. – P. 20.
8. Selected principles for the regulations of investments by insurance companies and pension funds II Insurance and private pensions compendium for economies. – (Book 2. – Part 1:1b) II [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org/dataoecd/22/2/276794.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/22/2/276794.pdf).