

УДК 336.7

Липко Н. М.,

nazar.lypko@gmail.com, ORCID ID: 0000-0003-1965-674X,

Researcher ID: LJL-0122-2024,

Член Ради, Ненідприємницьке Товариство Відкритий Недержавний Пенсійний Фонд “Дністер”, м. Львів

ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ, ОСОБЛИВОСТІ ТА НЕДОЛІКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ

Анотація. Реформування пенсійної системи в Україні є ключовим викликом для суспільства, зважаючи на його економічну, соціальну та демографічну значущість. Не до кінця реформована пенсійна система не гарантує прийнятний рівень життя для пенсіонерів, чинить тиск на державний бюджет та, відповідно, докладається до сповільнення темпів економічного зростання в державі. Одним із елементів сучасної пенсійної системи, який неефективно функціонує, є її третій рівень – недержавні пенсійні фонди (НПФ). За двадцять років існування вони так і не стали популярною альтернативою для солідарного рівня пенсійної системи. Це зумовлює актуальність дослідження причин, чому так відбулося. Безперечно, інвестиційна стратегія та інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів - одна з передумов. Метою статті було дослідити особливості інвестиційної стратегії недержавних пенсійних фондів в Україні та визначити фактори, які впливають на її ефективність. Встановлено: інвестиційна стратегія недержавних пенсійних фондів є консервативною та негнучкою, що спричинено реаліями національної економіки, рівнем розвитку фінансових ринків та існуючими законодавчими обмеженнями. Вимоги до інвестиційної стратегії НПФ в Україні є доволі строгими у порівнянні з іншими країнами. Вказані обставини можуть свідчити про необхідність перегляду інвестиційної стратегії НПФ у бік збільшення її гнучкості та відповідності існуючим реаліям. Подальші дослідження у даному напрямі повинні включати в себе вивчення взаємозв'язку між інвестиційною діяльністю НПФ та рівнем розвитку фінансових ринків, аналіз дохідності різних інвестиційних стратегій та апробації досвіду інших країн, схожих до України економічними та соціально-демографічними характеристиками, до інвестиційної діяльності вітчизняних недержавних пенсійних фондів.

Ключові слова: пенсійна система, пенсійна реформа, недержавний пенсійний фонд, інвестиційна стратегія, інвестиційна діяльність.

Липко Н. М.,

nazar.lypko@gmail.com, ORCID ID: 0000-0003-1965-674X,

Researcher ID: LJL-0122-2024,

Member of the Board, Non-Entrepreneurial Society Open Non-State Pension Fund “Dnister”, Lviv

THE MAIN CHARACTERISTICS, FEATURES AND SHORTCOMINGS OF THE INVESTMENT STRATEGY OF THE NON-STATE PENSION FUNDS IN UKRAINE

Abstract. Reform of the pension system in Ukraine is a key challenge for Ukrainian society, taking into account its economic, social and demographic role. Unfinished pension reform does not guarantee appropriate level of life for retirees, creates pressure on governmental budget and, respectively, slows down the pace of economic growth. One of the elements of the modern pension system, which does not function effectively, is its third level – non-state pension funds. They have not become a popular alternative to state pension for over twenty years of existence. It causes the need to study the reasons for such situation. Of course investment strategy and investment performance of the funds are among such reasons. The goal of the article was to study the features of the investment strategy of the non-state pension funds in Ukraine and define the factors which influence its efficiency. It was discovered that investment strategy of the non-state pensions funds is quite conservative and inflexible, what is caused by the realities of a national economy, the level of development of the local financial market and existing legislation. Legal requirements to the investment strategy of NPF are really strict comparing to the other countries, including the developing states. The specified factors may testify about the need to revise the investment strategy of NPF in Ukraine in the context of increase of its flexibility and adequacy to the existing conditions. The following research in the given direction should include analysis of correlation

between investment performance of NPFs and the level of development of financial markets, analysis of the different investment strategies' profitability, and approbation of the other countries' experience, which is similar to Ukraine in their social, economic and demographic character, to the investment performance of the local non-state pension funds.

Key words: pension system, pension reform, non-state pension fund, investment strategy, investment performance.

JEL Classification: G23

DOI: <https://doi.org/10.32782/2522-1205-2024-79-18>

Постановка проблеми. Пенсійну систему в Україні не можна назвати ефективною, адже вона не забезпечує гідного рівня життя пенсіонерів, соціальної справедливості та економічної ефективності. Уже кілька десятиліть дана система перебуває у фазі безперервного реформування, а окремі реформи чи їх складові так і не були повністю реалізовані. Зокрема, йдеться про функціонування третього, добровільного рівня пенсійної системи в Україні – рівня недержавних пенсійних фондів. За понад 20 років існування вони так і не стали популярними серед населення. З-поміж причин можна виокремити провалену комунікаційну політику, високий рівень недовіри громадян до фінансових інститутів, недостатню дохідність даних фондів, що часто не покриває інфляцію, тощо. Останній фактор безпосередньо спричинений інвестиційною діяльністю та інвестиційною стратегією НПФ. Інвестиційна стратегія НПФ стикається з цілим рядом обмежень, спричинених як економічною ситуацією в країні, рівнем розвитку ринку капіталів, так і законодавчими вимогами. Інвестиційна стратегія потребує реформування з врахуванням існуючих реалій заради більшої гнучкості та ефективності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема пенсійної системи та її реформування традиційно провокує багато дискусій серед дослідників. Як правило, особлива увага приділяється наступним питанням: реформування пенсійної системи України загалом; впровадження накопичувального рівня пенсійної системи; параметричні реформи; проблема дефіциту ПФУ¹ та його фінансування; вплив демографічної ситуації на пенсійну систему та пошук шляхів реагування; розвиток недержавного пенсійного забезпечення.

Велику увагу серед дослідників викликає питання впровадження накопичувального рівня пенсійної системи, що, на думку багатьох, має стати панацеєю від проблем пенсійної системи України. Дещо скромніше, але все ж вагоме місце в працях науковців та практиків посідає проблема функціонування недержавних пенсійних фондів. Питаннями недержавного пенсійного забезпечення займалися українські вчені: Терещенко, Брагін, Гура, Гуцалова, Криклій, Мельник, Науменкова, Рудак, Стадниченко, Ткаченко, Федоренко, Шевченко, Ярошенко, Діденко, Забарний, Кириленко, Кухтик, Балдич, Глушенко, Залетов, Максимчук.

Недостатньо дослідженими залишаються наступні питання у сфері пенсійного забезпечення:

вплив стану пенсійної системи, накопичувального рівня, НПФ на інші економічні площини (ринок капіталів, ринок праці, макроекономіку загалом); очікування громадян та їх вплив на пенсійні реформи; міждисциплінарні дослідження стосовно соціальної справедливості, ролі пенсії як економічної та соціальної категорії.

Постановка завдання. Мета даного дослідження – це аналіз поточної інвестиційної стратегії недержавних пенсійних фондів в Україні, аналіз на відповідність її вимогам законодавства, порівняння зі світовою практикою з метою пошуку шляхів її оптимізації, враховуючи сучасні економічні реалії в державі. Реалізація вказаної мети відбувається через виконання наступних завдань: аналіз законодавчих вимог до інвестиційної стратегії та діяльності НПФ; аналіз фактичної інвестиційної стратегії та її ефективності; порівняння вітчизняної інвестиційної діяльності НПФ із деякими аспектами досвіду інших країн; рекомендації щодо покращення інвестиційної стратегії.

Виклад основного матеріалу дослідження. На момент написання статті в Україні функціонує 54 недержавних пенсійних фонди з сумою активів 3,1 мільярди гривень, за винятком активів корпоративного пенсійного фонду НБУ [10]. За даними НКЦПФР², загальна кількість учасників НПФ станом на 30 червня 2024 року становила 887 тис. осіб. При цьому лише 91 тисяч фізичних осіб самостійно уклали контракти з НПФ [7]. Діяльність НПФ залишається непопулярною серед українських вкладників, а переважна кількість населення взагалі не знає про існування такого рівня пенсійної системи.

Як і вся діяльність НПФ, склад та структура активів НПФ і напрямки інвестиційної діяльності регулюються Законом України “Про недержавне пенсійне забезпечення”. Відповідно до Закону до складу активів пенсійного фонду можуть належати активи в грошових коштах, активи в цінних паперах та інші. Пенсійні активи у цінних паперах складаються з: облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП); муніципальних облігацій; акцій українських емітентів; облігацій українських емітентів; цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав; облігацій міжнародних фінансових організацій, що розміщуються на території України; облігацій іноземних емітентів із інвестиційним рейтингом; акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на

¹ Пенсійний фонд України

² Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України

регульованих фондових ринках та допущені до торгів на провідних світових фондових біржах; іпотечних облігацій. Існує низка додаткових вимог до цінних паперів. Так, корпоративні облігації в складі активів НПФ можуть бути лише ті, кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою, визначеною законодавством України, або які відповідно до норм законодавства допущені до торгів на регульованому фондовому ринку [8]. Варто зазначити, що конкретно ця вимога зазнала значних змін у бік послаблення з моменту свого запровадження через деградацію фондового ринку України. Раніше існувала доволі строга вимога до лістингу акцій чи то корпоративних облігацій у портфелі фонду. Згодом ця вимога була пом'якшена, зважаючи на делістинг переважної більшості фінансових інструментів на фондовому ринку України через цілу низку причин, включаючи встановлення непосильних вимог до емітентів та дозвіл перетворення ПАТ на ПрАТ тощо.

Пенсійні активи НПФ у цінних паперах не можуть включати цінні папери, емітентами яких є пов'язані особи такого фонду, або особи, які надають йому послуги (наприклад, компанія з управління активами, зберігач чи адміністратор). Також портфель НПФ не повинен містити певні види цінних паперів, які можна назвати потенційно спекулятивними, високоризиковими (векселі, похідні цінні папери, цінні папери ІСІ³).

Існують також інші обмеження на формування та використання пенсійних активів [8]:

1. Пенсійні активи не можуть формуватися за рахунок коштів, отриманих на підставах, що суперечать законодавству, а виключно внаслідок провадження діяльності з недержавного пенсійного забезпечення.

2. Пенсійні активи не можуть бути предметом застави, забезпечувати майнові гарантії та на них не може бути звернене стягнення за зобов'язаннями засновників пенсійного фонду, роботодавців-платників, осіб, що здійснюють управління активами пенсійного фонду, адміністратора, зберігача такого фонду.

3. Не можна формувати пенсійні активи за рахунок позикових коштів та не можна емітувати будь-які боргові цінні папери та похідні цінні папери.

Загалом пенсійні активи, що накопичуються у НПФ, можуть бути використані виключно для цілей інвестиційної діяльності фонду, виконання зобов'язань фонду перед його учасниками та оплати витрат, пов'язаних із здійсненням недержавного пенсійного забезпечення (наприклад, оплата послуг зберігача, адміністратора, управління активами, аудитора тощо). Закон встановлює вимоги до напрямків інвестування та структури активів НПФ. Так, структура НПФ згідно із Законом повинна бути наступна (табл. 1) [8]:

Окрім вищезазначеного, НПФ заборонено: придбавати або додатково інвестувати в цінні папери одного емітента більш як 5 відсотків загальної вартості пенсійних активів (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано КМУ); розміщувати у зобов'язаннях однієї юридичної особи більш як 10 відсотків загальної вартості пенсійних активів; розміщувати в облігації однієї міжнародної фінансової організації, які розміщуються на території України, більш як 20 відсотків загальної вартості пенсійних активів; тримати більш як 10 відсотків цінних паперів (корпоративних прав) одного емітента [8].

Конкретна інвестиційна стратегія НПФ відображена в такому важливому документі діяльності НПФ, як інвестиційна декларація. Інвестиційна декларація – це документ, що визначає інвестиційну політику недержавного пенсійного фонду, основні напрями та обмеження інвестування активів та служить елементом контролю та якості інвестиційної стратегії та політики НПФ. Інвестиційна декларація пенсійного фонду розробляється і затверджується радою фонду відповідно до Закону та підлягає обов'язковій реєстрації в НКЦПФР. Інвестиційна декларація є обов'язковою для застосування особами, що здійснюють управління активами пенсійного фонду. Рада фонду зобов'язана проводити щорічний аналіз ефективності інвестиційної діяльності та визначати доцільність внесення змін до інвестиційної декларації [8].

Таким чином вимоги до інвестиційної стратегії та якості інвестиційного портфеля НПФ визначаються передусім законом та в подальшому відображені в інвестиційній декларації. Законодавчі вимоги до структури активів НПФ роблять максимальний акцент на їхній диверсифікації та уникненні конфлікту інтересів з метою мінімізації ризиків. Вимоги сприяють уникненню концентрації ризиків у межах одного фінансового інструмента чи контрагента. Заборонено використання активів за напрямками, іншими, ніж інвестування. Законотворець обмежує можливості інвестування у фінансові інструменти пов'язаних сторін. Також встановлені досить високі вимоги до інвестиційної якості фінансових інструментів. Діяльність НПФ повинна здійснюватися відповідно до вимог законодавства та згідно із засадами, прописаними в інвестиційній декларації.

³ ІСІ – інститут спільного інвестування (інвестиційний фонд)

Таблиця 1

Законодавчі вимоги до структури активів недержавного пенсійного фонду

Актив	Частка, не більше
Банківські депозити, ощадні сертифікати банків, депозитні сертифікати банків	50%
ОВДП, ОЗДП	50%
Облігації міжнародних фінансових організацій	50%
Муніципальні цінні папери	20%
Корпоративні облігації	40%
Акції українських емітентів	40%
Потенні облігації	40%
Цінні папери іноземних емітентів	20%
Нерухомість	10%
Банківські метали	10%
Інші активи	5%

Таблиця 2

Фактична структура активів недержавних пенсійних фондів на кінець 2023 року

№	ЦП	Грошові кошти	Об'єкти нерухомості	Банківські метали	Інші інвестиції	Дебіторська заборгованість
1	51,74%	47,20%	0,00%	0,00%	0,00%	1,06%
2	56,07%	40,70%	1,12%	0,00%	0,00%	2,12%
3	65,65%	33,77%	0,00%	0,00%	0,00%	0,59%
4	62,93%	36,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,57%
5	59,30%	40,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,47%
6	63,87%	35,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,51%
7	59,64%	25,91%	7,13%	0,00%	0,00%	7,32%
8	58,85%	8,22%	12,71%	17,16%	0,00%	3,07%
9	52,80%	45,92%	0,00%	0,00%	0,00%	1,27%
10	71,76%	18,67%	0,00%	9,19%	0,00%	0,39%
11	50,52%	36,30%	8,45%	0,00%	4,47%	0,25%
12	51,26%	48,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
13	50,46%	48,76%	0,00%	0,00%	0,00%	0,78%
14	77,70%	22,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,29%
15	48,76%	50,64%	0,00%	0,00%	0,00%	0,60%
16	55,62%	44,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,37%
17	6,85%	5,26%	15,23%	0,00%	2,07%	70,58%
18	0,00%	37,94%	0,00%	0,00%	32,61%	29,46%
19	58,96%	40,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,54%
20	43,13%	33,97%	0,00%	22,62%	0,00%	0,28%
21	59,31%	30,39%	10,14%	0,00%	0,00%	0,16%
22	26,19%	56,22%	12,98%	0,00%	0,00%	4,62%
23	55,15%	42,33%	0,00%	0,00%	0,00%	2,52%
24	51,50%	48,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
25	64,93%	34,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,46%
26	66,76%	18,73%	0,00%	13,58%	0,00%	0,93%
27	52,17%	47,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%
28	52,18%	47,64%	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%
29	49,79%	49,71%	0,00%	0,00%	0,00%	0,51%
30	48,67%	51,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,20%
31	52,51%	47,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,30%
32	56,16%	43,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,23%
33	52,44%	46,98%	0,00%	0,00%	0,00%	0,58%
34	52,27%	47,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,17%
35	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
36	60,02%	29,72%	0,00%	10,09%	0,00%	0,18%
37	0,00%	99,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,41%
38	57,78%	42,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%
39	8,98%	90,92%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%
40	46,53%	53,39%	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%
41	52,15%	47,46%	0,00%	0,00%	0,00%	0,39%
42	56,11%	43,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,89%
43	56,79%	43,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,20%
44	50,01%	49,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,43%
45	62,62%	37,22%	0,00%	0,00%	0,00%	0,16%
46	21,17%	78,65%	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%
47	50,68%	48,99%	0,00%	0,00%	0,00%	0,33%
48	47,59%	51,96%	0,00%	0,00%	0,00%	0,44%
49	15,86%	84,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%
50	44,43%	55,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,45%
51	0,00%	99,99%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
52	7,35%	92,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,25%
53	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
54	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Фактична структура активів НПФ станом на кінець 2023 року показана в таблиці 1. Назви фондів і ЄДРПОУ не зазначені, щоб зробити дану інформацію знеособленою. Дані наведено для 54 недержавних пенсійних фондів, які станом на кінець 2023 року подали звітні дані в Українську асоціацію інвестиційного бізнесу (УАІБ) та НКЦПФР [9].

Дивлячись на дані в таблиці, помітно: структура інвестиційних портфельів різних НПФ є доволі схожа. Передусім очевидно, що основний акцент робиться на інвестування у грошові кошти та цінні папери. Усереднена структура для всіх НПФ наведена на наступному рисунку.

Як видно з таблиці та рисунка, 95,52% активів НПФ займають цінні папери та грошові кошти (депозити в українських банках). У свою чергу, інвестиції в цінні папери - це здебільшого інвестиції в ОВДП. За даними НКЦПФР, станом на 30.06.2024 переважними напрямками інвестування пенсійних активів стали державні цінні папери (49,3%) [7].

Це пов'язано з мінімальною якісною пропозицією інших цінних паперів на вітчизняному ринку капіталів та більшою дохідністю ОВДП, поєднаною із значно меншими ризиками інвестування. Можливо, тут варто говорити навіть про так званий ефект витіснення в межах цілої національної економіки, коли державні цінні папери витісняють інші цінні папери з ринків капіталу через вищу дохідність та нижчі ризики.

Досліджуючи структуру активів НПФ в Україні (фактичну та ту, що вимагається законодавством), варто звернути увагу на практику інших країн. Щодо вимог до диверсифікації активів в останніх, включаючи такі, що розвиваються, то вони проаналізовані в наступній таблиці. Йдеться, як правило, про різного роду приватні пенсійні фонди та плани, добровільні пенсійні плани, ті, які фінансуються самими працівниками чи роботодавцями тощо [1].

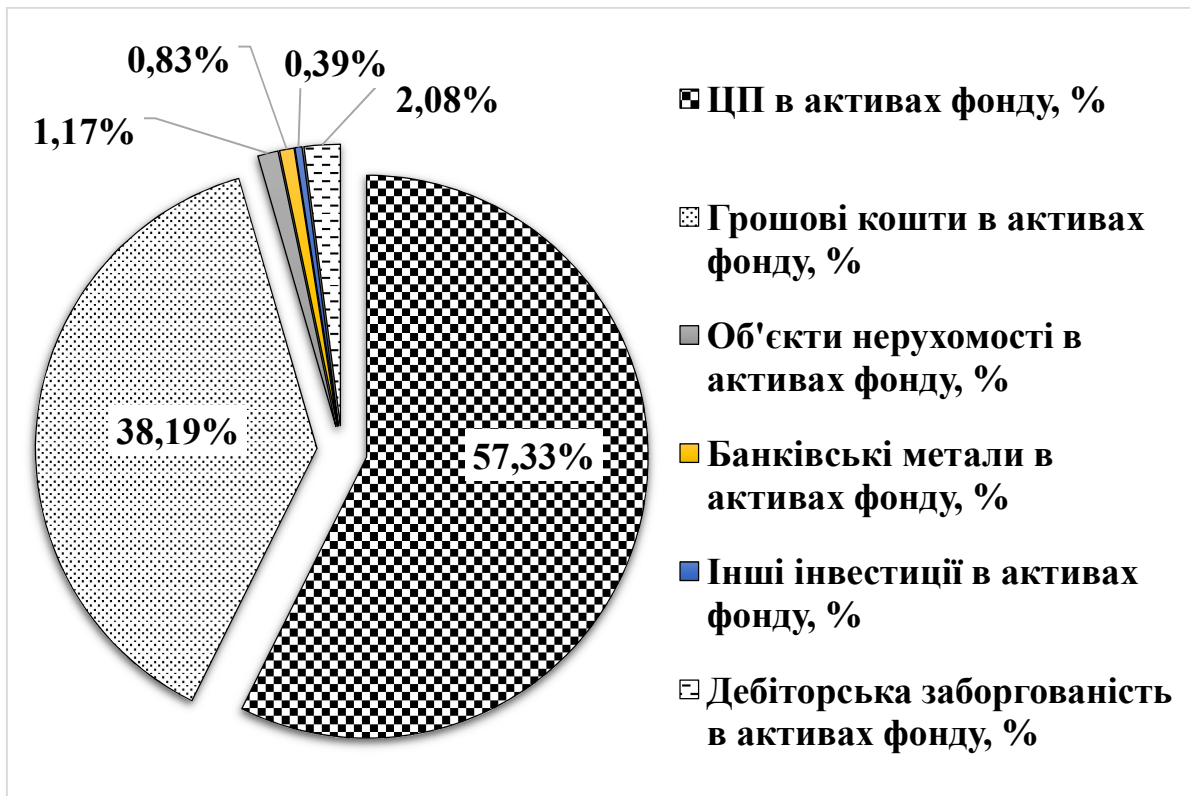


Рис. 1. Усереднена структура портфеля активів НПФ станом на кінець 2023 року

Таблиця 3

Нормативні вимоги до структури активів пенсійних фондів у деяких інших країнах

Країни	Акції	Нерухомість	Державні та муніципальні цінні папери	Корпоративні облигації	Роздрібні інвестиційні фонди	Приватні інвестиційні фонди	Позики	Банківські депозити
Україна	40	10	50 (20)	40	0	0	0	50
Канада	100	100	100	100	100	100	100	100
Чилі	80	13	40	30	100	0	13	60
Чехія	70	10	100	70	70	70	5	100
Данія	100	100	100	100	100	100	100	100
Естонія	100	70	100	100	100	100	10	100
Фінляндія	70	100	100	70	100	10	100	100
Німеччина	100	100	100	100	100	100	100	100
Угорщина	100	10	100	10	100	5	5	100
Ісландія	60	60	100	80	80	60	100	100
Італія	100	20	100	100	100	30	0	04
Японія	100	0	100	100	100	100	0	100
Литва	100	0	100	100	100	20	0	100
Нідерланди	100	100	100	100	100	100	100	100
Норвегія	100	100	100	100	100	100	100	100
Польща	100	0	405	40	15	0	1,5	20
Словаччина	100	10	100	100	20	0	0	20
Словенія	100	20	100	100	100	30	10	100
Іспанія	100	30	100	100	100	30	30	100
Швеція	100	100	100	100	100	100	100	100
Туреччина	100	35	100	100	20	20	50	25
Великобританія	100	100	100	100	100	100	100	100
Грузія	25	25	50	25	0	0	20	100

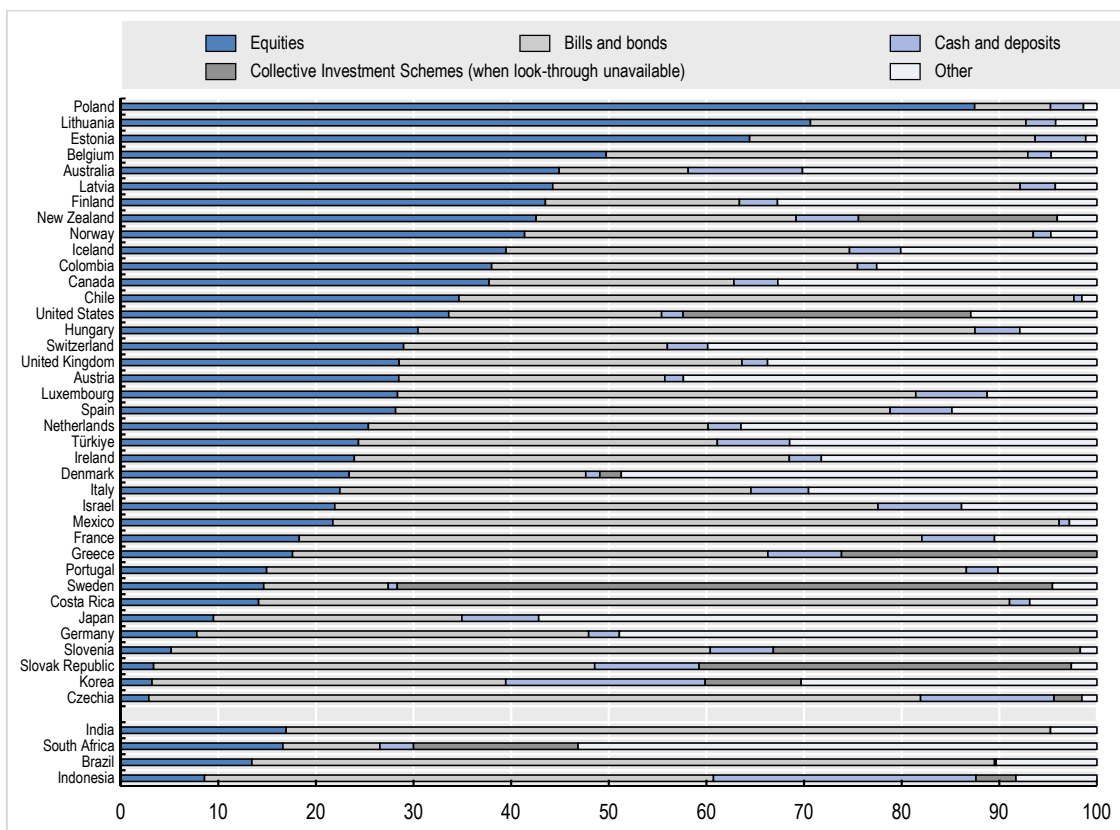


Рис. 2. Розподіл активів у пенсійних планах на кінець 2022 року або останнього доступного року

⁴ Винятком є тільки для підтримки ліквідності

⁵ Виключно муніципальні цінні папери

Як бачимо, вимоги до диверсифікації активів в інших країнах є більш гнучкі, ніж в Україні. У багатьох випадках фонд може собі дозволити інвестувати 100% коштів в один вид активу. Це зумовлено довгою історією накопичувального (недержавного) пенсійного забезпечення в таких країнах та вищим рівнем розвитку фінансової системи з достатнім рівнем ліквідності. Фактична структура портфеля активів пенсійних фондів на кінець 2022 року (або ж останній доступний рік) наведена на наступному рисунку [2]. Як видно, найбільша частка активів пенсійних фондів інвестується в цінні папери – акції, державні цінні папери, корпоративні та муніципальні облигації. Депозити та розрахункові рахунки практично не затребувані. Вони використовуються як інструмент підтримки ліквідності.

Основною метою недержавного пенсійного забезпечення є збереження коштів вкладників. Тому логіка законотворця та власне практика НПФ підтверджує використання консервативної стратегії інвестування, де низькоризикові фінансові

інструменти, як-от ОВДП та депозити, є переважаючими. Законотворець не пропонує альтернативного вибору інвестиційних стратегій для НПФ. Обрававши НПФ як спосіб заощадження на старість, учасник погоджується на цю консервативну стратегію. Водночас не потрібно забувати про дохідність, адже НПФ повинен захистити кошти вкладників від інфляції. Управляючі компанії вимушені іти на певний ризик, щоб забезпечити прийнятний рівень дохідності.

Середня дохідність НПФ із початку 2023 року становила 12,77%. 12 фондів продемонстрували збитки [9]. В наступній таблиці наведено порівняння дохідності НПФ із дохідністю депозитів та ОВДП [6]. Даний рік можна назвати успішним для НПФ, бо їм вдалося випередити дохідність депозитів та інфляцію. Але в довгостроковій перспективі не все так райдужно. Не завжди вдається випереджати темпи зростання цін у країні, хоча за десятиліття так би мало бути. Лише кільком фондам це вдалося на довгій дистанції в Україні.

Таблиця 4

Порівняння дохідності НПФ з іншими фінансовими інструментами, темпом інфляції та зміною курсу гривні

Середня ставка за депозитами домашніх господарств від 6 місяців до 1 року за 2023 рік	10,3
Середня дохідність НПФ із початку 2023 року	12,77
Середня ставка за новими депозитами нефінансових корпорацій від 6 місяців до 1 року за 2023 рік	7,4
Інфляція за 2023 рік	5,1%
Зміна курсу гривні за 2023 рік	+4,48% (ревальвація)
Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку до 3 років за 2023 рік	18,97

Традиційним для НПФ в Україні було те, що їхня дохідність не дозволяла обігнати темп інфляції в коротко- та середньостроковій перспективі. Вважається: на короткому проміжку на це не потрібно звертати увагу, бо в довгостроковій перспективі дохідність пенсійних фондів повинна обійти темп зростання цін. Тобто пенсійні заощадження мають зберегтися. Однак така теза є правдивою для розвинутих країн та розвинутих ринків. Для країн, що розвиваються, високі темпи інфляції можуть не дозволити це зробити. В наступній таблиці наведені дані щодо дохідності пенсійних фондів та пенсійних планів у країнах ОЕСР⁶ [2].

Важливо проаналізувати, як структура НПФ впливає на їхню дохідність, щоб спробувати визначити найбільш ефективну структуру. Передусім варто виключити з аналізу фонди, де бракує даних, та фонди, де очевидно порушуються вимоги щодо

структури активів. Як наслідок, аналіз кореляції між структурою та дохідністю був здійснений для 42-х фондів. Коефіцієнт кореляції між часткою цінних паперів у портфелі та дохідністю фонду становить 0,38, для грошових коштів – -0,3. Цікаво, що коефіцієнт кореляції між дохідністю та розміром активів складає 0,49. Як і передбачалося, зважаючи на коефіцієнти кореляції, тільки гроші та цінні папери є значущими для аналізу. Цікаво, що дані коефіцієнти не є високими. Більш визначальним для дохідності фонду є розмір його портфеля активів.

⁶ Організація економічного та соціального розвитку

**Номинальна та реальна середня геометрична дохідність пенсійних планів у 2022 році
та за останні 5, 10 та 20 років**

Країни	Номинальна				Реальна			
	2022	Середня за 5 років	Середня за 10 років	Середня за 20 років	2022	Середня за 5 років	Середня за 10 років	Середня за 20 років
Австралія	-1,9	6,0	7,9	6,6	-7,6	3,3	5,4	4,0
Австрія	10,2	0,8	2,8	3,2	18,4	-2,9	0,2	0,8
Канада	-3,1	5,0	6,4	6,3	-8,9	1,7	3,9	4,1
Чилі	3,0	5,7	6,6	7,0	-8,6	0,1	2,0	3,1
Чехія	0,4	0,9	1,0	1,9	13,3	-4,7	-2,4	-1,0
Данія	14,2	1,9	3,6	5,2	21,1	-0,8	1,9	3,3
Естонія	-9,2	2,3	2,8	2,8	22,8	-4,1	-1,0	-1,1
Фінляндія	-5,1	4,6	5,5	..	13,1	1,6	3,6	..
Німеччина	-1,2	2,5	3,2	3,7	-8,6	-0,6	1,2	1,9
Угорщина	-7,1	1,2	4,0	..	25,4	-6,3	-0,3	..
Ісландія	-3,3	8,5	7,8	8,2	11,7	3,6	4,2	3,3
Ізраїль	-3,8	5,3	5,7	..	-8,6	3,5	4,7	..
Італія	-7,3	0,7	2,1	2,9	17,0	-2,5	0,2	0,9
Латвія	15,0	-0,3	1,3	2,5	29,7	-6,3	-2,2	-1,9
Литва	14,7	2,3	3,5	..	30,0	-4,6	-0,5	..
Нідерланди	21,1	0,8	3,9	5,3	28,0	-3,2	1,3	3,1
Норвегія	-5,7	3,7	5,3	5,9	11,0	0,2	2,4	3,5
Польща	16,1	-1,3	28,2	-7,2
Португалія	10,5	0,7	2,4	3,5	18,3	-1,8	0,8	1,6
Словаччина	10,6	0,7	1,4	..	22,5	-4,4	-1,4	..
Словенія	-7,3	0,7	3,2	..	15,9	-2,6	1,2	..
Іспанія	-9,0	0,9	2,6	..	13,9	-1,8	1,1	..
Швейцарія	-9,5	1,7	3,3	3,3	12,0	0,8	2,9	2,8
Туреччина	49,6	23,6	15,6	..	-8,9	-3,5	-2,2	..
США	12,8	2,4	4,0	3,5	18,1	-1,4	1,4	1,0

Виникає питання, чому фонди сильно варіюються за дохідністю при схожій структурі їхніх портфельів активів. Структура активів фонду-лідера за дохідністю є практично ідентичною до фонду-аутсайдера. Дохідність - це зміна чистої вартості одиниці пенсійних внесків (активів). По-перше, вагому роль відіграють витрати фонду. Оплата вартості управління активів у 0,35% чистих активів на

місяць здатна забрати третину інвестиційного доходу за цей місяць. По-друге, дохідність залежить від якості портфеля цінних паперів та депозитів. Тобто деякі фонди можуть просто мати якісніші цінні папери та депозити. Наприклад, більші за активами фонди з більшими депозитами можуть претендувати на вищі ставки за ними. Також більші фонди можуть дозволити встановлювати собі

менший розмір витрат на обслуговування у відсотковому вираженні. Тобто одним із шляхів підвищення ефективності діяльності НПФ є їх консолідація або зростання розміру активів. За рахунок масштабування та економії на витратах буде можливим підвищити дохідність таких фондів. Нарешті, необхідно розуміти, що фонди можуть відрізнятися у своїх підходах до оцінювання активів, які мають оцінюватися за справедливою вартістю відповідно до МСФЗ37.

Граничний розмір витрат, що може відшкодуватися за рахунок активів НПФ, встановлений НКЦПФР на рівні 7% від чистої вартості активів фонду. Це є надзвичайно високою ставкою, яку потрібно зменшити. Основна частина витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів, станом на 30.06.2024 припадає на оплату послуг із управління активами недержавних пенсійних фондів – 54,3% та адміністрування НПФ – 32,4% (від загальної суми витрат). Витрати на оплату послуг зберігача становили 6,5%; інших послуг, надання яких передбачено чинним законодавством із недержавного пенсійного забезпечення, – 3,4%; послуг із проведення планових аудиторських перевірок НПФ – 2,3% [7].

Такий рівень операційних видатків може вважатися зависоким у порівнянні зі світовими стандартами. В більшості розвинутих країн розмір цих видатків приватних пенсійних фондів не перевищує 1% від їх активів. Вірменія має один із найбільших розмірів витрат на обслуговування приватних пенсійних фондів – 5% річних від чистої вартості активів. Натомість в Хорватії це один із найнижчих рівнів – 0.284% від вартості активів в управлінні [2].

Високий рівень операційних витрат є одним із низки факторів, що впливають на дохідність НПФ, а, отже, на ефективність їх інвестиційної діяльності. Ефективність інвестиційної стратегії НПФ – це поєднання здатності зберегти пенсійні накопичення, мінімізувавши ризики, та забезпечити прийнятний рівень дохідності. Прийнятний рівень дохідності – це той, що гарантує збереження вартості заощаджень на тривалому часовому відтинку. Таким чином ефективна інвестиційна стратегія – це оптимальне співвідношення дохідності та ризику. На ефективність інвестиційної діяльності НПФ впливає цілий ряд інших проблем:

Проблема негнучкості – вимоги до диверсифікації практично не змінюються, попри зміни на фінансових, фондових ринках та в економічній кон'юктурі загалом.

На відміну від інших країн, включаючи ті, що розвиваються, вимоги до диверсифікації активів в Україні є завищено строгими.

Обмеженість доступних фінансових інструментів та низький рівень розвитку ринку капіталів в Україні.

Недоліки у законодавчому регулюванні. Наприклад, депозит у банківських металах можна

відкрити, якщо є в банку поточний рахунок. НПФ дозволено відкривати поточний рахунок тільки в одному банку-зберігачі. Це лімітує можливості НПФ. Через неточності в законодавстві багато недержавних пенсійних фондів були виключені з реєстру неприбуткових організацій.

Деякі активи просто недоступні або обмежено доступні для інвестування. Так, середня вартість активів НПФ – 52 млн (10% - це 5,2 млн). Це, наприклад, занадто мало, щоб ефективно інвестувати в нерухомість. Медіанне значення активів становить лише 6,6 млн.

Стейкхолдери (в тому числі вкладники) не мають впливу на формування інвестиційної стратегії НПФ. Інститут наглядової ради в НПФ не працює ефективно. В радах присутні, як правило, представники пов'язаних осіб і конкретної контролюючої функції вони не виконують.

Високі адміністративні витрати, що знижують інвестиційний дохід. Даній проблеми можна уникнути лише шляхом укрупнення фондів, щоб управління їх активами було вигідне для всіх зацікавлених сторін.

Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямі. Ефективна інвестиційна стратегія НПФ – це оптимальне співвідношення між дохідністю та ризиком. Мінімальне завдання інвестиційної діяльності НПФ – збереження вартості пенсійних накопичень у довгостроковій перспективі. Інвестиційна діяльність НПФ в Україні станом на сьогодні не є достатньо ефективною; на це впливає цілий ряд чинників, включаючи: недостатній рівень розвитку фінансових ринків, високі адміністративні витрати НПФ, недосконале законодавче середовище, макроекономічні фактори (високий темп інфляції).

Необхідно обмежувати граничний розмір витрат на обслуговування НПФ, адже висока вартість адміністративних витрат значно зменшує рівень дохідності окремо взятого фонду. Це призводитиме до укрупнення НПФ, зменшення їхньої кількості та економії на масштабі.

Стратегія диверсифікації активів НПФ повинна бути більш гнучка. Зміна вимог до структури активів має відповідати змінам у національній економіці та ситуації на фінансових ринках. Варто звернути увагу на досвід інших країн, схожих до України своєю демографічною та соціально-економічною ситуацією.

Необхідно розвивати фінансові ринки. Цей процес є первинним щодо розвитку НПФ. Вітчизняні пенсійні фонди дуже обмежені у виборі інвестиційних інструментів через їх брак на ринку. Зокрема, одним із напрямків подальших досліджень має бути вивчення того, як діяльність НПФ здатна впливати на розвиток фондового ринку в країні, чи є між ними кореляція і який чинник є більш вагомим.

Іншими перспективними напрямками досліджень стануть вивчення того, яка інвестиційна стратегія (поєднання різних фінансових інструментів) здатна принести найвищу дохідність, чи варто пропонувати кілька інвестиційних стратегій на

⁷ Міжнародні стандарти фінансової звітності

вибір для різних учасників, яким чином стимулювати громадян інвестувати в недержавне пенсійне забезпечення тощо.

ЛІТЕРАТУРА

1. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Providers. Last published on 11 September 2023. OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). URL: <https://www.oecd.org/pensions/annualsurveyofinvestmentregulationofpensionfunds.htm>.
2. Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators. OECD iLibrary. URL: <https://doi.org/10.1787/678055dd-en>.
3. Виговська В. Сучасні проблеми розвитку недержавного пенсійного забезпечення в Україні. Проблеми і перспективи економіки та управління. Фінансові ресурси: проблеми формування та використання. 2020. № 4 (24). С. 170-178.
4. Дзямулич М., Чиж Н. Особливості функціонування системи недержавних страхових пенсійних фондів в Україні. Економічний форум. 2020. № 1. С. 135-140. URL: <https://doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2020-1-19>.
5. Марич М., Шупер А. Перспективи розвитку недержавного пенсійного забезпечення в Україні. Економіка та суспільство. 2021. №31. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-31-16>.
6. Статистика фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.
7. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 30.06.2024. НКЦПФР. 15 с. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2024/09/npf_2_kv-2024.pdf.
8. Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 9 липня 2003 року №1057-IV. Законодавство України. Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15#Text>.
9. УАІБ: Огляд діяльності індустрій управління активами інституційних інвесторів та адміністрування пенсійних фондів в Україні за 4-й квартал та увесь 2023 рік. Недержавні пенсійні фонди. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. 20 травня 2024. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-diyalnosti-iza-4-y-kvartal-ta-uves-2023-rik-nederzhavni-pensiyini-fondi>.
10. УАІБ: Щомісячний огляд діяльності недержавних пенсійних фондів в Україні. Серпень 2024 року. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. 17 вересня 2024. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/npf-month/shchomisyachniy-oglyad-diyalnosti-nederzhavnih-pensiyinih-fondiv-v-ukrajini-serpen-2024-roku>.

REFERENCES

1. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Providers. Last published on 11 September 2023. OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development), available at: <https://www.oecd.org/pensions/annualsurveyofinvestmentregulationofpensionfunds.htm>.
2. Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators. OECD iLibrary, available at: <https://doi.org/10.1787/678055dd-en>.
3. Vyhov'ska V. (2020), Suchasni problemy rozvytku nederzhavnoho pensijnoho zabezpechennia v Ukraini. Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia, Finansovi resursy: problemy formuvannia ta vykorystannia, № 4 (24), s. 170-178.
4. Dziamulych M. and Chyzh N. (2020), Osoblyvosti funktsionuvannia systemy nederzhavnykh strakhovykh pensijnykh fondiv v Ukraini, Ekonomichnyj forum, № 1, s. 135-140, available at: <https://doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2020-1-19>.
5. Marych M. and Shuper A. (2021), Perspektivy rozvytku nederzhavnoho pensijnoho zabezpechennia v Ukraini, Ekonomika ta suspil'stvo, №31, available at: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-31-16>.
6. Statystyka finansovoho sektoru. Natsional'nyj bank Ukrainy, available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.
7. Pidsumky rozvytku systemy nederzhavnoho pensijnoho zabezpechennia stanom na 30.06.2024. NKTsPFR. 15 s., available at: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2024/09/npf_2_kv-2024.pdf.
8. Pro nederzhavne pensijne zabezpechennia: Zakon Ukrainy vid 9 lypnia 2003 roku №1057-IV. Zakonodavstvo Ukrainy. Verkhovna Rada Ukrainy., available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15#Text>.
9. UAIB: Ohliad diial'nosti industrij upravlinnia aktyvamy instytutysijnykh investoriv ta administruvannia pensijnykh fondiv v Ukraini za 4-j kvartal ta uves' 2023 rik. Nederzhavni pensijni fondy. Ukrain'ska Asotsiatsiia Investytsijnoho Biznesu. 20 travnia 2024, available at: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-diyalnosti-iza-4-y-kvartal-ta-uves-2023-rik-nederzhavni-pensiyini-fondi>.
10. UAIB: Schomisiachnyj ohliad diial'nosti nederzhavnykh pensijnykh fondiv v Ukraini. Serpen' 2024 roku. Ukrain'ska Asotsiatsiia Investytsijnoho Biznesu. 17 veresnia 2024, available at: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/npf-month/shchomisyachniy-oglyad-diyalnosti-nederzhavnih-pensiyinih-fondiv-v-ukrajini-serpen-2024-roku>.

Стаття надійшла до редакції 18 серпня 2024 року