

2. Pharmaceutical Lifecycle Management: Making the Most of Each and Every Brand 1st Edition by Tony Ellery, Neal Hansen. — 2014.
3. TheStatisticPortal. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.statista.com/topics/1764/global-pharmaceutical-industry/>
4. TheWHO — [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.who.int/countries/ukr/ru/>
5. World Health Statistics 2016: Monitoring health for the SDGs— [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.who.int/gho/publications/world_health_statistics/2016/en/

УДК 331.25

Брітченко І.Г.,
д.е.н., завідувач кафедри фінансів
Ужгородського торговельно-економічного інституту
Київського національного торговельно-економічного університету
Свириденко О.О.
аспірант Державного науково-дослідного інституту інформатизації
та моделювання економіки Міністерства економічного розвитку та торгівлі

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

Анотація. Стаття присвячена огляду зарубіжного досвіду регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів. Розглянуто інвестиційні правила в різних країнах. Визначено специфіку регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів у контексті публічно-приватного партнерства.

Annotation. The article provides an overview of international experience of investment regulation of pension funds. The investment rules are considered in different countries. The specificity of regulation of investment of pension funds are regarded in the context of public-private partnership.

Ключові слова: інвестиції, регулювання, недержавні пенсійні фонди, публічно-приватне партнерство.

Key words: investment, regulation, pension funds, public-private partnership.

Постановка проблеми. Активізація інвестиційних процесів у Європі є запорукою її економічного розвитку. Надзвичайно важлива роль інституційним інвесторам (страховим компаніям, недержавним пенсійним фондам, інститутам спільного інвестування), як акселераторам економічного зростання. Оскільки, з одного боку, в основі їхніх функцій лежить акумулювання грошових коштів, а з другого, їх розміщення з метою отримання прибутку. Рациональні інвестиційні рішення повинні збагачувати інвесторів і самих інституційних інвесторів. На жаль, фінансові установи зіштовхуються із такою проблемою, як брак об'єктів інвестування, які б відповідали їхнім запитам у співвідношенні «ризик-дохідність». Для України особливо важливим є дослідження зарубіжного досвіду регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, зокрема, у контексті їх участі у публічно-приватному партнерстві.

Дослідженню проблем інвестування недержавними пенсійними фондами присвячено низку праць. Зокрема, праці М. І. Диби — безпеці інвестування інституційних інвесторів [1], Є.А. Поліщук [2] — дослідженню досвіду європейських НБФУ в цілому, Нагорної О.В. [3] — альтернативними підходами до управління активами небанківських фінансових установ, Василюшени Ю.В. [4] — ризикам інвестування фінансових установ; В. В. Зимовця [5] — проблемам акумуляції фінансових ресурсів через НБФУ [6], В. В. Корнєєва [6] — особливостям використання довгострокових фінансових інструментів на ринку капіталу, Свириденка О.О. [7] — обмеженням інвестиційно і діяльності фінансових установ.

Метою статті є огляд зарубіжного досвіду країн регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів.

Виклад основного матеріалу дослідження. Регулювання інвестицій пенсійних фондів на рівні країни розвивається протягом багатьох років під впливом різних громадських політичних рішень і підходів до інвестування. Загалом, в англосаксонських країнах під час управління інвестиціями пенсійного фонду використовують підхід розумної людини, який вимагає те, що кошти будуть інвестовані «розсудливо», а не обмежуватися напрямками інвестування. Але одночасно існують і деякі обмеження на інвестиції в конкретні активи. Проте у інших країнах традиційно застосовуються різні кількісні обмеження, як правило, обумовлюючи верхні межі на інвестиції в чітко визначені класи активів, у тому числі і у власний капітал.

Країни, що розвиваються, часто підтримують кількісні інвестиційні ліміти через відсутність достатніх умов для експлуатації системи пенсійного забезпечення відповідно до правила «обережний інвестор». Така система фактично вимагає ефективної судової системи з добре підготовленими і поінформованими суддями, які здатні встановити чітку судову практику щодо поведінки інвесторів і розсудливого гарантування виконання судових рішень.

Інвестиційні правила повинні ґрунтуватися відповідно до рівня розвитку ринків капіталів кожної країни і рівня обізнаності управителів фондами. Однак вимоги спрямовані головним чином на те, щоб зростали внутрішні інвестиції, або для фінансування державного боргу. Такі обмеження виступають за створення портфелів, де державні облігації мають значну перевагу.

Оскільки системи дозрівають і кількісні обмеження у конкретні класи активів знаходяться у нестабільному стані, пенсійні фонди можуть диверсифікувати свої портфелі і шукати вищі можливості у відповідності «ризик-прибутковість». У кінцевому рахунку, вплив на ослаблення кількісних обмежень буде зумовлено глибиною місцевих ринків капіталу і наявністю внутрішніх інструментів.

Регулювання є одним з основних драйверів інвестиційних стратегій пенсійних фондів. Пенсійні фонди, у зв'язку з їх фідучіарною відповідальністю, як правило, в значній мірі регулюються у відповідності до профілів їх ризиків. У цілому мінімальні рівні кредитоспроможності для допустимих інвестицій — часто на основі рейтингу інвестиційного рівня, присвоєний рейтинговими агентствами — обмежують вибір інвестиційних можливостей для пенсійних фондів.

Інвестиційні обмеження можуть бути згруповані в три основні категорії: обмеження портфелю за окремою групою активів, портфельні ліміти на інвестиції пенсійних фондів в іноземні активи і інші кількісні інвестиційні правила (табл. 1).

Таблиця 1

ІНВЕСТИЦІЙНІ ОБМЕЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ У ДЕЯКИХ КРАЇНАХ СВІТУ*

Кількісне регулювання	Приклади
Обмеження портфелю за окремою групою активів	
Інвестування в акціонерний капітал	Деякі країни накладають обмеження на частку власного капіталу, що інвестується: Австрія, Чехія, Данія, Фінляндія, Німеччина, Греція, Ісландія, Корея, Норвегія, Польща, Словаччина, Швеція, Швейцарія і Туреччина. Пенсійні фонди в Німеччині мають обмеження частки у власному капіталі 35 %, якщо компанія пройшла лістинг і 10 %, які не в лістингу
Інвестування в приватні інвестиційні фонди	У Данії та Іспанії не дозволено інвестувати більше 10 % і 30 % відповідно в приватні інвестиційні фонди і нерухомості. Інвестиції в приватні інвестиційні фонди повністю виключені в Південній Кореї (корпоративні пенсії), Чилі та Південній Африці
Портфельні ліміти на інвестиції пенсійних фондів в іноземні активи	
Глобальні обмеження інвестицій в зарубіжні активи	Австрія має глобальне обмеження інвестицій в іноземні активи на 30 %. Корея і Мексика обмежуються 20 % у зарубіжні інвестиції і Швейцарія має межу 30 % в іноземні інвестиції. Інші країни обмежують закордонні інвестиції по певній групі країн (ОЕСР або ЄС). До них відносяться Чеська Республіка, Данія, Фінляндія, Німеччина, Греція, Угорщина, Ісландія, Італія і Португалія
Інші кількісні інвестиційні правила	
Граничні обмеження концентрації власності	У Канаді фонди можуть володіти не більше 30 % голосуючих акцій однієї компанії (за винятком нерухомого майна)
Інвестиційні ліміти на одного емітента / випуску	Данія дозволяє максимально інвестувати 5 % від фонду на придбання зобов'язань одного емітента

*Складено автором на основі *OECD — Survey of Investment Regulations of Pension Funds 2010* [10].

У Латвії інвестиційні правила розрізняються, залежно від того, чи пенсійні плани знаходяться у підвідомстві Державного казначейства, чи в приватних компаній. Державне казначейство дозволяє інвестувати тільки в державні цінні папери Латвії, банківські депозити, іпотечні облігації та депозитні сертифікати. Крім того, інвестувати можливо тільки в фінансові інструменти, виражені в національній валюті. На відміну від цього, приватні компанії можуть інвестувати в ширше коло фінансових інструментів. Основні інвестиційні обмеження включають у себе таке: 35 % цінних паперів, гарантованих державою або міжнародною фінансовою установою, 5 % цінних паперів, випущених або гарантованих місцевим самоврядуванням; 10 % цінних паперів одного емітента, за винятком

державних цінних паперів; для вкладів в одному кредитній установі (вкладення в боргові та капітальні цінні папери того ж кредитної установи і похідних фінансових інструментів, не може перевищувати 15 %); і цінні папери, випущені однією комерційною компанією (або групи комерційних компаній, 20 % інвестицій у нелістингові цінні папери; 5 % для інвестицій у єдиний фонд (10 % від вартості чистих активів інвестиційного фонду).

Немає максимальної межі для міжнародних інвестицій до тих пір, поки пенсійні фонди інвестують в ті цінні папери, які котируються на фондових біржах у країнах Балтії, інших країн – членів ЄС або Європейської зони вільної торгівлі. Проте, закон передбачає 70 % інвестицій у валюті євро. Існує також межа 10 % для кожної невідповідної валюти (з 2005 року євро був звільнений від інвестиційних обмежень щодо іноземних валют). Інвестиції в нерухомість, кредити не допускаються.

На відміну від багатьох інших країн Центральної та Східної Європи, що працюють в умовах обов'язкової пенсійної системи, не існує жодних вимог для пенсійних фондів, щоб гарантувати певний мінімальний дохід. Навпаки, робити це явно заборонено.

У цілому розподіл активів у Латвії досить консервативний, незважаючи на можливість вибору плану відповідно до власних уподобань ризику. У кінці 2006 року 55 % активів було вкладено в боргові цінні папери, 26 % у строкові депозити, 14 % в інвестиційні фонди і 5 % в акції. Активні пенсійні фонди не часто використовують ліміти акцій латвійських підприємств у розмірі 30 % передбачених інвестиційними правилами. З 10 активних фондів на ринку, тільки один дійсно має частку власного капіталу в розмірі 30 %, у той час як чотири мають вплив власного капіталу від 20 % до 30 %, три — від 10 % до 20 %, а два мають менше 10 % у своєму портфелі [8].

Естонія. Пенсійний фонд керуючі компанії можуть запропонувати більш одного фонду, за умови, що їх інвестиційна політика істотно відрізняється, і що ці кошти вкладаються тільки в продукти з фіксованим доходом. Основні максимальні межі інвестицій є такими: 40 % у нерухомість або фонди нерухомості; 35 % у цінні папери, випущених і гарантованих урядом Естонії, країн – членів Європейського Союзу або держав, з аналогічним профілем ризику; 30 % інвестиційних коштів компаній, що належать до тієї ж групи, що і компанія пенсійного управління; 10 % інвестицій в основний капітал; 5 % для цінних паперів, випущених тією ж групою, для цінних паперів, випущених одним інвестиційним фондом, для інвестиційних фондів керуючої компанії пенсійного і закладами в кредитних організаціях тієї ж групи.

Правила, що стосуються міжнародних інвестицій, здебільшого є ліберальними. Немає ніяких обмежень на інвестиції у Європейський економічний простір, країни ОЕСР і деякі інші країни.

Литва. Активи пенсійного плану повинні бути інвестовані в диверсифікований інвестиційний портфель. Це означає, що активи кожного пенсійного плану повинні бути інвестовані в портфель, що включає цінні папери, нерухомість, банківські комерційні депозити і депозитні сертифікати, видані банками. Цей

портфель враховує наступні максимальні межі: 30 % для активів одного і того ж емітента, за умови, що вони будуть випущені або гарантовані центральним або місцевим урядом, 30 % боргових цінних паперів одного емітента, з державними цінними паперами; 20 % для об'єктів нерухомості; 25 % інвестицій в цінні папери, емітовані осіб, пов'язаних з пенсійним фондом [8].

Інші правила в основному є обмеженнями для цінних паперів одного емітента. Що стосується міжнародних інвестицій, Литва прийняла вельми ліберальну позицію. Там немає ніяких обмежень для іноземних інвестицій для пенсійних фондів, а також відсутні мінімальні норми прибутку.

Пенсійні фонди не можуть інвестувати в такі фінансові інструменти:

- цінні папери, випущені пенсійними фондами,
- цінні папери, випущені підприємством, з якими Пенсійний фонд уклав угоду про управління активами,
- цінні папери, випущені підприємствами або іншими організаціями, пов'язаними з підприємства з компанією по управлінню активами,
- похідні фінансові інструменти, за винятком документів, визнаних Комісією з цінних паперів і використовується для управління ризиками.

Якщо говорити про країни, де пенсійні фонди вже давно стали основними інституційними інвесторами, то варто зауважити, що вони стикаються із іншим родом проблем: необхідність законодавчого оформлення участі пенсійних фондів у інфраструктурних проектах.

Так, наприклад, будівництво «супер каналізації» Лондона у Великій Британії вимагає 4,2 млрд фунтів стерлінгів (табл. 2). Це один з найбільших інфраструктурних проектів у Великобританії. Воно почалося на початку 2016 року, завдяки тому, що 1,7 млн людей старанно зберігали кошти в пенсійних фондах до їх виходу на пенсію [9].

Таблиця 2

**ПРИКЛАДИ ІНВЕСТУВАННЯ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ
НА УМОВАХ ПУБЛІЧНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА**

Пул пенсійних фондів	Об'єкт інвестування в рамках публічно-приватного партнерства
Allianz Global Investors	будівництво університетського приміщення в Ексетері і розростання автотраси, яка пов'язує Глазго і Едінбург
Willis Towers Watson	Хінклі-Пойнт, АЕС

Будівництво Thames Tideway тунеля здійснюється за підтримки кількох пенсійних фондів Великобританії. Схеми передбачають вкладення заощадження своїх членів з метою фінансування найбільшого капітального ремонту системи водопроводу Лондона, яка була створена за часів вікторіанської епохи.

У даний час уряд Великобританії планує провести серію «радикальних реформ» для заохочення пенсійних фондів інвестувати в подібні інфраструктурні проекти. Їх ідея полягатиме в тому, щоб вдосконалити механізм вкладання коштів в інфраструктуру. Проведення цих реформ також є необхідним і для пенсійних фондів, які функціонують у середовищі з низьким рівнем доходу.

Одним із ключових питань реформи має стати дозвіл на об'єднання активів пенсійних фондів з метою інвестування у великі інфраструктурні проекти.

Після фінансової кризи, країни, що розвиваються, намагаються інвестувати в енергетику, водопостачання, транспорт і соціальні проекти, які мають життєво важливе значення для економічного зростання. За оцінками консалтингової компанії McKinsey, 57 трлн дол. США необхідно інвестувати для фінансування інфраструктурних проектів на глобальному рівні до 2030 року. Але британські пенсійні фонди зневажливо ставляться до таких змін і вважають, що потрібно більше проектів для інвестицій, а не реформ. Оскільки вони не є радикальними. Замість реформ, уряду слід зосередитися на забезпеченні достатньої кількості таких проектів, які мають адекватні перспективи повернення. Більш гострою є проблема, що полягає не у відсутності стимулів до інвестування в інфраструктурні проекти, а достатня пропозиція подібних проектів з прийнятною нормою доходності. Це зумовлює низький рівень доходності активів пенсійних фондів.

Стратегія пенсійних фондів передбачає вкладення в інвестиційні проекти, які мають помірну віддачу і помірний ризик. Зазвичай, вони намагаються уникати придбання «смітникових» облігацій.

Більшість з проектів, доступних у Великобританії, або занадто великі і складні для британських пенсійних фондів, або мають занадто малу віддачу. Хоча британські пенсійні фонди продовжують вкладати набагато менше, в інфраструктуру, ніж пенсійні фонди у Австралії і Канаді, останні дані показують, що інтерес зростає. У 2016 році британські пенсійні фонди мали в середньому 3,6 % своїх активів, вкладених в інфраструктуру, в порівнянні з 3,2 % в 2010 році, згідно з Preqin [11].

Протягом наступних трьох років, згідно з результатами опитування, проведеного First, який організовує інтерв'ю інституціональних інвесторів, 73 % фахівців вищої ланки пенсійних фондів стверджують, що вони очікують схеми для зростання обсягів вкладень в інфраструктуру. Для порівняння, тільки 38 % з 45 опитаних пенсійних чиновників сказали те ж саме про інвестування в нерухомість.

Однією з найбільших проблем, з якою інституційні інвестори стикаються в тому, є відсутність ясності у визначенні вартості фінансування — доходи на інвестиції будуть отримані тільки тоді, коли проект буде завершено.

З іншого боку, причина гальмування проектів на даний момент, криється у тому що вони не фінансуються належним чином. Але для багатьох пенсійних фондів незрозуміло, яку доходність вони матимуть.

Деякі пенсійні фонди також неохочекладають кошти в проекти, які ще належить побудувати, так звані «зелені» — незрілі проекти. Ці проекти мають ризиковий профіль оскільки може виникнути така проблема під час будівництва, як зростання вартості робіт, що несе в собі потенціал витрат.

Прямі інвестиції в інфраструктуру також можуть бути надзвичайно складним з адміністративної точки зору. У багатьох випадках пенсійні фонди прагнуть купувати проекти, які вже і працюють, дозволяючи їм отримувати стійкий рівень доходу з прийнятним рівнем ризику. Є переконання в тому, що все біль-

ше пенсійних схем були б готові підтримати енергетичні, транспортні та водні проекти, якщо уряд фінансував би деякі ризики.

Наявність такого механізму, де уряд приймає деякі з ризиків, спонукатиме пенсійні фонди вкладати гроші з самого першого дня існування проекту. Альтернативний варіант для вирішення проблеми входу пенсійного фонду у проект — фінансування первинного будівництва, що дозволяє приватному сектору побудувати об'єкт, а потім продати його пенсійному фонду, коли він вже генерує певний дохід. У такому випадку пенсійні фонди потім будуть готові платити більше за збудований об'єкт, тому що це менш ризиковано. Уряд може використовувати отримані прибутки від продажу на розробку нових проектів.

Висновок. Наявність такого механізму, де уряд приймає деякі з ризиків, спонукатиме пенсійні фонди вкладати гроші з самого першого дня існування проекту. Альтернативний варіант для вирішення проблеми входу пенсійного фонду у проект — фінансування первинного будівництва, що дозволяє приватному сектору побудувати об'єкт, а потім продати його пенсійному фонду, коли він уже генерує певний дохід. У такому випадку пенсійні фонди потім будуть готові платити більше за збудований об'єкт, тому що це менш ризиковано. Уряд може використовувати отримані прибутки від продажу на розробку нових проектів. Є необхідність також у компенсації урядом доходності по проектах, які реалізуються на засадах публічно приватного партнерства. Усі ці рекомендації можливо імплементувати у діяльність недержавних пенсійних фондів України за умови внесення змін у відповідне законодавство, що регулює сферу недержавного пенсійного забезпечення.

Література

1. Управління безпекою небанківських фінансових установ : колективна монографія / М. І. Діба, А. В. Бегун, О. В. Білошицький та ін. — К. : КНЕУ, 2015. — 486 с.
2. *Polischuk Y.* The experience of investment regulations of pension funds in Baltic countries and its applying in Ukraine/ Polischuk Y. // Фінансові механізми забезпечення розвитку економіки України в сучасних умовах. Зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. (15 квіт. 2016 р.). — К.: Аграр Медіа Груп, 2016. — С. 206-208.
3. *Нагорна О. В.* Альтернативні підходи до управління активами небанківських фінансових установ та можливості їх використання в Україні/ Є.А. Поліщук, О.В. Нагорна // Ринок цінних паперів України — 2015. — № 11–12 — С. 9–11.
4. *Ю.В. Васи́лишен* Ризики як чинники безпеки інвестиційної діяльності небанківських фінансових установ / О.В. Нагорна, Ю.В. Васи́лишен, Є.А. Поліщук // Ринок цінних паперів. — 2015. — №9-10. — С. 44-55.
5. *Зимовець В. В.* Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток (монографія) / Відпов. ред. д.е.н., проф. В. І. Кононенко. — К. : Ін-т економіки НАНУ, 2003. — 314 с.
6. *Корнєєв В. В.* Використання довгострокових фінансових інструментів на ринку капіталу України / В. В. Корнєєв // Економічний вісник Донбасу. — 2012. — № 1. — С. 116–121
7. *Свириденко О.О.* Обмеження інвестиційної діяльності небанківських фінансових установ / Свириденко О.О., Діба О.М., Є.А. Поліщук // Збірник НДФІ. — 2015. — № 4 (73). — С. 52–60.

8. Official site of Wilmington Publishing & Information. [Digital resource]. — Regime of access: <http://www.pensionfundsonline.co.uk>
9. Official site of Financial Times. Pension funds crave more infrastructure projects. [Digital resource]. — Regime of access: <https://www.ft.com/content/a05fe960-95ec-11e6-a1dc-bdf38d484582>
10. Official site of OECD — *Survey of Investment Regulations of Pension Funds 2010*. [Digital resource]. — Regime of access: <http://www.oecd.org/futures/infrastructureto2030/48634596.pdf>
11. Official site of Preqin. [Digital resource]. — Regime of access: <https://www.preqin.com>

References

1. Upravlinnja bezpekoju nebankivs'kih finansovih ustanov : kolektivna monografija / M. I. Diba, A. V. Begun, O. V. Biloshic'kij ta in. — K. : KNEU, 2015. — 486 s.
2. Polischuk Y. The experience of investment regulations of pension funds in Baltic countries and its applying in Ukraine/ Polischuk Y. // *Finansovi mehanizmi zabezpechennja rozvitku ekonomiki Ukraïni v suchasnihi umovah. Zb. tez Vseukr. nauk.-prakt. konf. (15 kvit. 2016 r.)*. — K.: Agrar Media Grup, 2016. — 206–208 s.
3. Nagorna O.V. Al'ternativni pidhodi do upravlinnja aktivami nebankivs'kih finansovih ustanov ta mozhlivosti ih vikoristannja v Ukraïni/ Є.A. Polishhuk, O.V. Nagorna // *Rinok cinnih paperiv Ukraïni* — 2015. — №11-12. — S. 9–11.
4. Ju.V. Vasilishen Riziki jak chinniki nebezpeki investicijnoï dijal'nosti nebankivs'kih finansovih ustanov / O.V. Nagorna, Ju.V. Vasilishen, Є.A. Polishhuk // *Rinok cinnih paperiv*. — 2015. — №9-10. — S. 44-55
5. Zimovec' V. V. Akumuljacija finansovih resursiv ta ekonomichnij rozvitok (monografija) / Vidpov. red. d.e.n., prof. V. I. Kononenko. — K. : In-t ekonomiki NANU, 2003. — 314 s.
6. Korneev V. V. Vikoristannja dovgostrokovih finansovih instrumentiv na rinku kapitalu Ukraïni / V. V. Korneev // *Ekonomichnij visnik Donbasu*. — 2012. — № 1. — С. 116–121
7. Sviridenko O.O. Obmezhenja investicijnoï dijal'nosti nebankivs'kih finansovih ustanov / Sviridenko O.O, Diba O.M., Є.A. Polishhuk // *Zbirnik NDFI*. — 2015. — № 4 (73). — S. 52–60
8. Official site of Wilmington Publishing & Information. [Digital resource]. — Regime of access: <http://www.pensionfundsonline.co.uk>
9. Official site of Financial Times. Pension funds crave more infrastructure projects. [Digital resource]. — Regime of access: <https://www.ft.com/content/a05fe960-95ec-11e6-a1dc-bdf38d484582>
10. Official site of OECD — *Survey of Investment Regulations of Pension Funds 2010*. [Digital resource]. — Regime of access: <http://www.oecd.org/futures/infrastructureto2030/48634596.pdf>
11. Official site of Preqin. [Digital resource]. — Regime of access: <https://www.preqin.com>