

## ІНВЕСТУВАННЯ ПЕНСІЙНИХ АКТИВІВ: ПРОБЛЕМИ ЗАХИСТУ ПЕНСІЙНИХ НАКОПИЧЕНЬ

Анатолій  
Федоренко  
кандидат  
економічних  
наук,  
старший  
науковий  
співробітник

Дмитро  
Леонов  
кандидат  
економічних  
наук,  
доцент

Пенсійна реформа в Україні, неминучість якої стала очевидною після прийняття у липні 2003 року Законів України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» та «Про недержавне пенсійне забезпечення», викликає зацікавленість у різних категоріях населення. Основний інтерес фахівців підприємств і фінансових установ зосередився навколо питань запровадження нових для України суб'єктів добровільної системи недержавного пенсійного забезпечення – недержавних пенсійних фондів. Ці інститути, виходячи зі світового досвіду, розглядаються, з однієї сторони, як механізм поступового перенесення «центру ваги» в системі пенсійного забезпечення із загальноодержавного на недержавний рівень, з одночасним вирішенням проблем персоніфікації пенсійних внесків та відповідності розміру майбутніх пенсійних виплат обсягам фактично зроблених пенсійних внесків, з іншої – як потенційне джерело довгострокових інвестиційних ресурсів для розвитку економіки. Виходячи з цього, розбудова зваженої системи регулювання діяльності недержавних пенсійних фондів дозволить вирішити як проблеми на рівні державних фінансів, в частині функціонування пенсійної системи держави, так і проблеми заалучення довгострокових інвестицій в ключові галузі економіки та до бюджетної системи і, зокрема, до конкретних суб'єктів господарювання.

Майбутній інвестиційний потенціал недержавних пенсійних фондів є об'єктом досліджень вітчизняних і зарубіжних науковців та практиків. Аналізу можливостей заалучення та інвестування пенсійних накопичень присвячені публікації останнього часу таких дослідників як С.Варфоломій, Н.Ковальова, Г. Мак Таггард, Д.Леонов, Ц.Мех, Б.Надточій, Ю.Прозоров,

О.Ткач, А.Федоренко, В.Яценко. Основна увага публікацій цих авторів, а також виступів та статей представників органів державної виконавчої та законодавчої влади, зокрема Д.Табачника, В.Альошина, В.Капустіна, В.Пинзеника, в основному зосереджена навколо аналізу системи регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, виходячи із загальної практики подібного регулювання, яка фактично склалася в зарубіжних країнах, а також поточного стану розвитку в Україні ринків окремих фінансових інструментів, інвестування в які є найпоширенішою практикою пенсійних фондів.

З іншого боку, поза увагою переважної більшості авторів залишається проблема захисту пенсійних накопичень у процесі управління активами недержавних пенсійних фондів. Частково ці проблеми висвітлюються в частині аналізу зарубіжного досвіду лише в контексті захисту прав вкладників (Б.Надточій), загальних ризиків в системі приватного пенсійного забезпечення (Г.Мак Таггард, В.Яценко) чи державного регулювання інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів (НПФ) в цілому (А.Федоренко, Д.Леонов, Н.Ковальова).

Таким чином, на наш погляд, визначення шляхів захисту пенсійних накопичень у процесі управління активами недержавних пенсійних фондів є актуальною саме на початку створення цих фінансових інститутів та становлення системи державного регулювання їх діяльності.

Проблема захисту (збереження) пенсійних активів має декілька аспектів, що стосуються захисту їх від втрат, пов'язаних з:

1) вилученням активів внаслідок зловживань з боку окремих осіб, які здійснюють обслуговування пенсійного фонду;

ФІНАНСОВІ  
ІНСТИТУТИ

2) неповерненням інвестованих коштів унаслідок втрати ліквідності окремими фінансовими інструментами або неплатоспроможності емітента (пізичальника);

3) інфляційним знеціненням активів унаслідок зниження купівельної спроможності національної валюти;

4) низькою прибутковістю активів, недостатньою для відшкодування адміністративних, операційних та інших витрат пенсійного фонду, що призводить до «проїдання» активів.

Основним завданням цієї статті є аналіз можливостей узбереження пенсійних накопичень від ризиків втрат та знецінення, які виникають в процесі здійснення їх інвестування.

### Узбереження НПФ

#### від прямої втрати активів

Захист НПФ від прямої втрати активів (вилучення, розкрадання шляхом шахрайства, маніпулювання активами тощо) забезпечується багаторівневою системою диверсифікації функцій установ та органів, які здійснюють обслуговування та контролють діяльність недержавного пенсійного фонду [1], що ускладнює можливості нецільового або корисливого використання пенсійних коштів.

Відповідно до пенсійного законодавства обслуговування пенсійного фонду забезпечують такі професійні учасники фінансового ринку:

- 1) адміністратор фонду;
- 2) компанія з управління активами;
- 3) банк-зберігач.

Контрольні функції щодо напрямків, об'єктів та ефективності інвестування здійснюють відповідно до своєї компетенції:

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР);

Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг);

Національний банк України (НБУ).

Крім того, цільове та ефективне використання пенсійних активів контролюється радою пенсійного фонду, засновниками фонду, аудитором фонду. Допоміжні послуги цим групам суб'єктів можуть надаватися інвестиційним радником.

Професійна відповідність юридичних осіб, які надають послуги НПФ, вимогам, що висуваються до таких

суб'єктів підприємницької діяльності, встановлюється процедурами їх державної реєстрації та ліцензування, а також сертифікацією посадових осіб та фахівців таких установ.

На попередження зловживань або порушень в інвестиційній діяльності спрямований *поточний* (оперативний) та *попередній* (превентивний) контроль, що здійснює банк-зберігач за відповідністю інвестиційних операцій вимогам і нормативам інвестування, встановленим законодавством та інвестиційною декларацією пенсійного фонду. Без установлення такої відповідності банк не вправі перераховувати кошти в оплату тих чи інших активів, що набуваються за рахунок НПФ.

Крім того, адміністратор фонду разом із банком-зберігачем здійснюють регулярний підрахунок чистої вартості пенсійних активів, тобто кожного разу встановлюють відповідність балансової (облікової) вартості активів їх ринковій вартості, та обчислення чистої вартості одиниці пенсійних активів, динаміка якої є узагальнюючим показником ефективності (прибутковості) використання пенсійних активів.

Оскільки пенсійне законодавство забороняє інвестування пенсійних активів у фінансові інструменти, що не мають ринкової вартості та ліквідності, це мінімізує можливості компанії з управління активами щодо маніпулювання активами. При цьому пенсійним законодавством встановлені обмеження, що стосуються інвестування пенсійних коштів у цінні папери, емітентом яких є особи, які надають послуги пенсійному фонду, а також пов'язані (афілійовані особи) таких суб'єктів.

З метою забезпечення *наступного* (послідовного) контролю за результатами діяльності та підтвердження достовірності і правильності відображення даних бухгалтерського, фінансового та податкового обліку і звітності, проводяться щорічні планові аудиторські перевірки діяльності пенсійних фондів, адміністраторів, компаній з управління активами, зберігачів, які надають послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення. Результати аудиторських перевірок підлягають оприлюдненню в порядку, визначеному законодавством з недержавного пенсійного забезпечення, з метою інформ-

мування громадськості про діяльність пенсійних фондів та їх фінансовий стан.

Аудиторська перевірка проводиться аудитором, який має право на провадження аудиторської діяльності і займається виключно наданням аудиторських послуг згідно із законодавством. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України встановлює додаткові вимоги до аудиторів, які здійснюють аudit юридичних осіб – суб'єктів недержавного пенсійного забезпечення.

Для унеможливлення змови між різними юридичними особами, що надають послуги одному і тому ж пенсійному фонду, і аудитором та з метою одноманітного відображення і оцінки у аудиторському висновку наскрізних операцій з активами пенсійного фонду, одному і тому ж аудитору заборонено провадити перевірку двох і більше таких юридичних осіб. Аудитор також не може проводити перевірку суб'єктів недержавного пенсійного забезпечення та вищезазначених юридичних осіб, якщо він або його засновник (засновники) володіють частиною (паєм, акціями) у статутному капіталі цих суб'єктів (юридичних осіб) або їх засновника (засновників).

Під час подання річної звітності Державній комісії з регулювання ринків фінансових послуг України і Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку адміністратор і компанія з управління активами обов'язково додають до зазначеної звітності копію аудиторського висновку встановленого зразка.

У разі визнання за необхідне проведення позачергової або додаткової перевірки діяльності пенсійного фонду, адміністратора, компанії з управління активами, зберігача, страхової організації та банківської установи, що надають послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України, Національний банк України і Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку в межах своєї компетенції мають право організувати таку перевірку самостійно або із залученням аудитора.

Відповідно до законодавства *рада пенсійного фонду* розробляє та затверджує інвестиційну декларацію НПФ

та контролює її додержання компанією з управління активами та банком-зберігачем. Крім того, рада фонду відповідно до вимог законодавства з недержавного пенсійного забезпечення [1, с.14] та з метою забезпечення контролю за діяльністю пенсійного фонду:

- звітує про її результати перед зборами засновників фонду;
- затверджує зміни до інвестиційної декларації для оптимізації напрямків та інструментів інвестування;
- заслуховує звіти про діяльність адміністратора, осіб, які здійснюють управління активами пенсійного фонду, зберігача та приймає рішення щодо цих звітів;
- затверджує інформацію про фінансовий стан пенсійного фонду, яка підлягає оприлюдненню в порядку, встановленому Законом, та розглядає аудиторський висновок;
- здійснює контроль за цільовим використанням активів пенсійного фонду.

*Інвестиційний радник* (незалежний консультант) НПФ покликаний надавати консультації раді пенсійного фонду під час складання інвестиційної декларації НПФ. До обов'язків інвестиційного радника відповідно до укладеного договору також можуть входити наступні функції:

- розробка інвестиційної політики НПФ та плану розміщення інвестицій за основними класами активів (акції, державні облігації, місцеві облігації і т.д.);
- відбір еталонних показників (індексів) як критеріїв оцінки ефективності управління активами НПФ;
- здійснення моніторингу та оцінки ефективності діяльності компанії (компаній) з управління активами НПФ;
- проведення виміру та аналізу обґрунтованості операційних витрат, що відшкодовуються за рахунок активів НПФ;
- здійснення пошуку та рекомендації компанії (компаній) з управління активами НПФ;
- проведення спеціальних досліджень у галузі управління активами НПФ.

Інвестиційним радником НПФ може бути як належним чином підготовлена фізична особа, яка має відповідний сертифікат фахівця з управління активами, що видається Державною комі-

сією з цінних паперів та фондового ринку за результатами атестації (складання іспиту), так і професійний учасник ринку цінних паперів – інша компанія з управління активами або торговець цінними паперами, що відповідно до законодавства має право надавати послуги з інвестиційного консультування (надання консультацій власникам цінних паперів).

За підсумками року Держфінпослуг на підставі отриманої звітності визначає середній рівень прибутковості діяльності НПФ та установлює відхилення від цього показника прибутковості діяльності кожного фонду.

#### **Уbezpechenia NPF vіd nеповернення iнvestovanih koштів uнаслідок втрати ліквідності окремими фінансовими інструментами або неплатоспроможності emіtenta (позичальника)**

**Ліквідність** активів означає можливість їх швидкого перетворення в гроши (продажу) без істотної втрати вартості. У цьому випадку беруться до уваги можливі втрати доходу, які несе продавець унаслідок негайного продажу активу, замість тривалого і дорого-го пошуку найкращих зустрічних пропозицій з боку потенційних покупців. **Ризик ліквідності** (*liquidity risk*) виникає у разі необхідності швидкої реалізації того чи іншого активу, і його можна розглядати як різницю між справедливою та доступною ціною продажу (без урахування комісійної вина-городи брокеру).

Для більшості фінансових активів ліквідність визначається залежно від виду активу та типу пов'язаних з ними зобов'язань (договорів, контрактів то-що). Наприклад, поточні банківські депозити або вклади до запитання є цілком ліквідними, оскільки банк зобов'язаний без втрат для вкладника видати їх у вигляді готівки або перерахувати кошти безготівковим платежем за першою вимогою вкладника. Що стосується строкових вкладів, то їх ліквідність буде залежати від положень депозитного договору, якими визначаються умови дострокового витребування вкладу (розірвання депозитного договору): з втратами процентного доходу чи без них. Мірою ліквідності ринкових фінансових активів (акцій, облігацій) є спред – різниця між ціна-ми купівлі та продажу таких активів,

збільшена на суму комісійної вина-городи посереднику – брокеру.

Однак для умов трансформаційних економік з нерозвиненими фінансовими ринками ризики ліквідності зумовлюються більш широким набором чинників. У їх числі не лише традиційні фактори ризику, іманентно притаманні тому чи іншому виду активів (фінансових інструментів), але й зовнішні чинники – політичні та макроекономічні умови, а також практика судочинства, пов'язані з нестабільністю та непрогно-зованістю політичної ситуації в країні, високим рівнем корумпованості влади, правовим нігілізмом суспільства тощо. У цьому разі певний фінансовий інструмент може повністю втратити ліквідність унаслідок переходу влади в країні від однієї політичної сили до іншої, в результаті набуття стратегічним інвестором контролю (корпоративного або фактичного) над підприємством, порушення справи щодо банкрутства емітента або свідомої штучної відмови боржника від виконання фінансових зобов'язань.

**Ризик неплатоспроможності** емітента цінних паперів (позичальника), або **ризик невиконання зобов'язань** (*default risk*), називається **кредитним ризиком** (*credit risk*). Він полягає у тому, що емітент боргових зобов'язань (облігацій) може виявитися неспособним сплатити своєчасно відсотки або погасити основну суму боргу (номінал). У країнах з розвиненою ринко-вою системою ці ризики оцінюються за допомогою рейтингу, який визна-чається комерційними рейтинговими агенціями, серед яких найвідомішими є такі як: *Moody's Investor Service*, *Standard & Poor's*, *Duff & Phelps Credit Rating* і *Fitch Investor Service*.

У свою чергу ризик невиконання зобов'язань є наслідком двох видів ри-зиків – ділового і фінансового. Діло-вий, або комерційний ризик (*business risk*) – це ризик зниження доходів емітента за рахунок погіршення еко-номічних умов і зростання витрат ви-робництва та обігу. Фінансовий ризик (*financial risk*) полягає у тому, що потік платежів емітента не відповідає у часі його фінансовим зобов'язанням, тобто обов'язку погашення боргу та сплати відсотків.

**Захист NPF vіd nеповернення iн-vestovanih активів** забезпечується

консервативною природою цього інвестиційного інституту, а саме інвестуванням пенсійних коштів переважно у надійні фінансові інструменти. Інвестиції здійснюються компаніями з управління активами згідно з *положеннями інвестиційної декларації*, ухваленої радою недержавного пенсійного фонду, її визначеними Законом *інвестиційними обмеженнями*.

У разі вибору між дохідністю і надійністю компанія з управління активами, керуючись принципами «поміркованої людини», обирає надійність інвестицій, яка досягається інвестуванням у фінансові інструменти, що мають відповідне майнове забезпечення, або безпосередньо у об'єкти, що мають матеріального носія:

- *забезпечені активами державні боргові цінні папери* (наприклад, облігації, випущені під забезпечення акціями приватизованих підприємств, що тимчасово закріплені у державній власності тощо);
- *гарантовані іпотечні облігації*, випущені спеціалізованою іпотечною установою другого рівня – іпотечною агенцією, земельним банком або іншою управомоченою установою (видом гарантії в цьому випадку може бути своєчасна виплата відсотків та основного боргу емітентом, навіть якщо деякі позичальники іпотечних кредитів не зможуть цього зробити; забезпечення цих виплат за рахунок тимчасової поворотної допомоги з боку держави та інші форми гарантій);
- *іпотечні цінні папери (заставні)*, випущені під заставу землі та інших об'єктів нерухомості (житлових будинків, будівель соціальної інфраструктури – готелів, бізнес-центрів та інших об'єктів);
- *об'єкти нерухомості* (житлові будинки, об'єкти комерційної інфраструктури тощо);
- *дорогоцінні (банківські) метали* (золото, платина та інші).

У цьому разі, на відміну від фінансових інструментів, випущених під «загальне зобов'язання» емітента, джерелом відшкодування його фінансових зобов'язань виступає не лише дохід

(інші фінансові активи), але й у разі його (їх) відсутності (чи недостатності) відповідні об'єкти майнового забезпечення (застави).

### Уbezpechenya pensijnykh aktiviv

#### vid inflacyjnogo znecheniya

*Інфляційний ризик (inflation risk)*, або ризик купівельної спроможності (*purchasing-power risk*) – це ризик того, що реальна дохідність, тобто дохідність з урахуванням інфляції, може виявитись незадовільною (недостатньою) або взагалі від'ємною.

Розглянемо цілком практичний випадок. Припустимо, що НПФ придбав облігацію зі строком погашення один рік, сумою погашення 1000 грн. і купонною ставкою 9%. Нехай темп інфляції за відповідний рік дорівнює 5%. Тоді купівельна спроможність інвестованої суми з урахуванням сплаченого доходу для умов, що склалися на момент повернення коштів, дорівнюватиме 1090 грн., поділеним на одиницю плюс темп інфляції:  $1090/1,05$ , тобто 1038 гривень. Отже, дохідність у номінальному вираженні (тобто, безвідносно інфляції) становитиме 9%, а в реальному вимірі (тобто, із врахуванням інфляції) – 3,8%.

Згідно з міжнародною практикою інвестування пенсійних активів прийнятою вважається реальна дохідність інвестицій на рівні 3–5%. Тобто, дохідність інвестиції, розглянуту в наведеному прикладі, можна оцінити як задовільну. Незадовільною слід визнати дохідність цієї інвестиції за умови, що темп інфляції становитиме 6% і вище. А від'ємною така дохідність виявиться, якщо темп інфляції перевищить 9% на рік.

Уbezpechenya NPF vid inflacyjnogo znecheniya pensijnykh aktiviv досягається вкладанням пенсійних коштів у фінансові інструменти, максимально захищені від інфляції.

Засобами захисту пенсійних активів можуть бути:

- 1) хеджування ризику інфляції (понад прогнозований рівень) шляхом: а) встановлення відсотків у твердій валюті; б) встановлення валютних застережень<sup>1</sup>;

<sup>1</sup> Під валютним застереженням тут розуміється зобов'язання емітента сплатити (у разі зниження дохідності за борговим інструментом в реальних гривнях) суму не нижче встановленого відсотка у твердій валюті, наприклад: 12% у гривнях, але не менше 8% у еквіваленті дол. СПА на момент виконання зобов'язання.

2) встановлення «плаваючої» купонної ставки<sup>2</sup>.

Тому одним із найнагальніших та найважливіших завдань, що стоять перед Урядом в контексті пенсійної реформи, має бути створення умов для випуску надійних, захищених від впливу інфляції, фінансових інструментів, перш за все державних боргових зобов'язань. Відповідні можливості повинні бути закладені як безпосередньо в економічній політиці держави шляхом розробки програм розвитку ринків середньо – та довгострокових державних боргових цінних паперів, так і шляхом прийняття змін до чинних законодавчих актів з цінних паперів та фондового ринку, що передбачали б відповідні норми та положення.

Перш за все йдеться про створення законодавчих умов для випуску та обігу таких фінансових інструментів як:

- середньо- та довгострокових державних цінних паперів України, передбачених для розміщення на внутрішньому фондовому ринку, деномінованих у валюті що вільно обертається (дол. США, євро), з **фіксованим валютним доходом**;
- іпотечних цінних паперів, випущених під заставу землі та інших об'єктів нерухомості (житлових будинків, будівель соціальної інфраструктури – готелів, бізнес-центрів тощо) з **плаваючим доходом**;
- боргових цінних паперів (державних та корпоративних облігацій) з **плаваючим доходом** – купоном, що враховує рівень інфляції в період, за який виплачується дохід;
- депозитних сертифікатів українських комерційних банків, деномінованих в іноземній валюті, що вільно обертається (дол. США, євро), з **фіксованим валютним доходом**.

Разом з тим, хоча «прив'язка» доходу за тим чи іншим фінансовим інструментом до певної іноземної валюти й знижує ризики інфляційного знецінення інвестованих коштів у частині нарахованого (сплаченого) доходу, вона не гарантує втрат від інфляційного знецінення самої цієї валюти. Так, за останні 20 років долар США втратив щонайменше 42–45% своєї купівельної спроможності, або втрачав понад 3 відсотки щорічно, тобто знецінівся за цей період (1981 – 2001 рр.) у 1,7–1,8 раза. Це – в межах власне американського ринку. Для переходних економік знецінення іноземної валюти (зниження її купівельної спроможності на внутрішньому ринку конкретної країни) відбувається ще більшими темпами по мірі та внаслідок наближення внутрішніх цін на споживчі товари до цін світового ринку. Тому, з метою хеджування ризиків втрати пенсійних накопичень в результаті їх інфляційного знецінення необхідно доповнювати валютні застереження при визначенні дохідності тих чи інших фінансових інструментів також механізмом урахування інфляційної складової щодо самої твердої валюти, виходячи з прогнозованого відсотка її знецінення.

У зв'язку із зазначеними обставинами необхідно враховувати також **валютний ризик (currency risk)**, або **риск обмінних курсів (exchange rate risk)**. Він залежить від валютного курсу, що складеться на момент виплати доходу.

Тому іншим важливим ефективним інструментом захисту пенсійних накопичень від інфляційного знецінення є вкладання пенсійних коштів в активи, що мають властивість зберігати свою вартість саме в умовах інфляції – **дорогоцінні метали, нерухомість, пайові цінні папери**. Як відомо, динаміка вартості цих фінансових інструментів під час фінансової кризи, що супроводжується зниженням купівельної спроможності грошової одиниці та знеціненням більшості фінансових активів, слідує за показником інфляції, зростаючи в ціні.

Так, наприклад, статистичні дані, що характеризують динаміку світових цін на золото за тривалий період, засвідчують традиційну роль золота як ефективного засобу захисту від інфляції, оскільки при збільшенні

<sup>2</sup>Під плаваючою купонною ставкою тут розуміється механізм визначення дохідності за борговим інструментом, що передбачає врахування фактичного темпу інфляції плюс обумовлений відсоток дохідності, але не нижче певного абсолютно рівня купонної ставки, наприклад: темп інфляції плюс 4%, але не нижче 9% річних. Якщо фактичний темп інфляції становитиме 7%, тоді емітенту доведеться сплатити відсотки за ставкою 11% (7% + 4%), якщо ж темп інфляції становитиме 5% і нижче, то 9% річних.

темпів інфляції зростає і ціна на золото. Зокрема, за період 1960–1984 рр. середня річна дохідність (у %) американських звичайних акцій склала 10,2%, тоді як золота – 12,62%. На кінець 1984 р. золото становило понад 6% світового портфеля ринкових активів [2, р.9].

Ризик того, що ринкова вартість цінних паперів, які перебувають у портфелі пенсійного фонду, може знизитись, називається *ціновим ризиком* (*price risk*). Основним чинником, від якого залежить ціновий ризик, наприклад, щодо портфеля акцій, є загальний рух ринкових цін – цін організованого фондового ринку. Показовим у цьому відношенні є загальне зниження цін на акції вітчизняних емітентів, яке настало за фінансовою кризою 1997–1998 років та досягло за окремими позиціями 80 – 90%. Індекс ПФТС як узагальнюючий показник рівня ринкових цін на акції, що включаються до його розрахунку, з тих пір так і не зміг піднятися до свого найвищого докризового рівня (107,21 пункта), і коливається останнім часом між позначками 41,82 – 66,45 пункта (2002 рік) [3, с.9]. Для облігацій та інших інструментів з фіксованою дохідністю таким чинником є зміна (зростання) процентної ставки.

Щодо інвестиційного портфеля застосовується також поняття *реінвестиційного ризику* – ризику зниження дохідності від інвестування коштів, отриманих унаслідок повернення раніше зроблених інвестицій. Зазначені ризики зумовлені зниженням дохідності за тими ж або іншими фінансовими інструментами, у які планував інвестувати або міг би інвестувати активи пенсійний фонд.

Як відомо з теорії управління інвестиціями, для портфеля облігацій ціновий та реінвестиційний ризики протилежні один одному. Ціновий ризик – це ризик того, що процентна ставка зросте, і, таким чином, знизить вартість портфеля. Реінвестиційний – ризик того, що процентна ставка знизиться, і відповідно знизиться дохідність реінвестованих активів.

Що стосується реінвестиційного ризику в разі інвестування в акції, то його прояв полягає у тому, що в разі зростання курсової ціни акцій інвесто-

ру доведеться сплачувати більшу суму за додаткове їх придбання.

У практиці державного регулювання діяльності фінансових установ застосовується система групування активів фінансових інститутів за групами ризику з встановленням надалі нормативних показників оцінки діяльності цих установ в залежності від фактичної структури їх активів або державним органом, або самостійно фінансовою установою.

Так, у Російській Федерації за ступенем ризику об'єкти розміщення пенсійних активів поділено на такі групи [4]:

- *безризикові об'єкти інвестування*, за якими ризик втрати активів не перевищує 10 відсотків;
- *об'єкти інвестування з мінімальним ризиком*, за якими ризик втрати активів становить від 10 до 25 відсотків;
- *об'єкти інвестування з підвищеним ризиком*, за якими ризик втрати активів становить від 25 до 50 відсотків;
- *ризиковані об'єкти інвестування*, за якими ризик втрати активів перевищує 50 відсотків;
- *неприпустимі об'єкти інвестування* – напрямки розміщення пенсійних активів, заборонені до інвестування пенсійним законодавством.

При розміщенні пенсійних активів поряд з обмеженнями щодо складу та структури активів застосовуються відповідні обмеження зі ступеня ризику об'єктів інвестування:

- у безризикові об'єкти інвестування та об'єкти мінімального ризику – без обмеження обсягів розміщення пенсійних активів пенсійного фонду;
- в об'єкти інвестування підвищеної ризику та в ризиковани об'єкти інвестування – загалом не більше 40 відсотків вартості пенсійних активів фонду;
- в ризиковани об'єкти інвестування – не більше 20 відсотків вартості пенсійних активів фонду.

Віднесення об'єктів інвестування пенсійних активів до тієї чи іншої групи ризику визначається пенсійним фондом самостійно на підставі оцінки тенденцій розвитку ринку капіталу і зазначається в плані розміщення пенсійних резервів фонду.

Як загальний орієнтир, узятий безвідносно конкретного стану фондово-

го ринку України, фінансові інструменти, що обертаються в організованому його сегменті, можна розподілити на:

- безризикові об'єкти інвестування – державні боргові цінні папери, деноміновані у гривні (ОВДП та інші); гарантовані урядом або державою іпотечні облігації, емітовані спеціалізованими іпотечними установами (Іпотечним банком, Іпотечною агенцією тощо);
- об'єкти інвестування мінімального ризику – гарантовані корпоративні та муніципальні (місцеві) облігації;
- об'єкти інвестування підвищеного ризику – корпоративні облігації, випущені під загальне зобов'язання;
- ризиковані об'єкти інвестування – акції.

#### **Забезпечення прибутковості, достатньої для відшкодування адміністративних, операційних та інших витрат пенсійного фонду**

Як уже зазначалось, рівень реальної прибутковості інвестицій залежить від загальної фінансової ситуації в країні, зокрема, рівня інфляції, а також рівня професіоналізму компаній з управління активами. Фактичний рівень дохідності (прибутковості) пенсійних активів для учасників фонду залежить від дохідності інвестиційного портфеля пенсійного фонду та рівня витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів.

З урахуванням сукупності обмежень, встановлених законодавством, що регулює діяльність пенсійних фондів в Україні [1], на сьогодні можливі такі напрями інвестування пенсійних активів з урахуванням їх доходності:

- облігації внутрішньої державної позики (з дохідністю близько 9–11% – в українських гривнях);
- облігації вітчизняних підприємств (дохід за якими коливається в середньому довкола 17% – в українських гривнях; 10–12 – в дол. США);

- ощадні сертифікати комерційних банків (дохідність близько 17%);
- акції, в тому числі:

(i) емітовані вітчизняними підприємствами (ВАТ) (оскільки переважна більшість емітентів акцій дивідендів по цих цінних паперах сьогодні не сплачує, основним джерелом доходу у цьому разі є зростання курсової вартості, яке може досягати від декількох десятків до декількох сот відсотків за рік, хоча зазначена динаміка може бути і з точністю «до навпаки»)<sup>3</sup>;

(ii) акції, емітовані іноземними корпораціями (велике розмаїття показників);

• облігації, емітовані урядами інших держав (від 0,5 до 2% – США);

• облігації, емітовані іноземними корпораціями (2–5% – США).

Що стосується акцій іноземних корпорацій, то вони також являють собою надзвичайно ризиковий фінансовий інструмент, особливо у короткотерміновому відтинку часу (див. табл.).

Як видно з даних таблиці, яка містить показники дохідності акцій «найблакитніших» американських компаній, більшість з них не може похвалитися бодай мінімальною прибутковістю для своїх інвесторів. Індекс ринкових цін 12 із наведених 16 компаній, обчислений відповідно до останнього 4-річного періоду, вказує на втрату цими акціями ринкових позицій. Основні причини – загальне падіння американського ринку цінних паперів, викликане терористичними нападами 2001 року та загрозою їх рецидиву, а також фінансовою кризою на світовому ринку телекомунікацій.

Тому, окрім загальних вимог та обмежень, що висуваються до об'єктів інвестування пенсійних активів з боку законодавства, істотною умовою забезпечення захисту (збереження) пенсійних активів від втрат, які можуть бути наслідком непрофесіоналізму керуючого або результатом прямих злов-

<sup>3</sup>На практиці мають місце непоодинокі випадки, коли ціни акцій українських емітентів зросли за короткий проміжок часу на десятки відсотків. Зокрема, протягом 2003 р. зросла дохідність акцій таких емітентів, як ВАТ "Укрнафта" (на 68,7%); ВАТ „Нижньодніпровський трубопрокатний завод“ (на 86,7%); ВАТ „Західнерго“ (на 102,2%). За підсумками 2002 р. мали місце окремі випадки, коли курсова дохідність за акціями склала понад 300% річних [3, с.4]. Загалом, індекс ПФТС протягом 2002 р. виріс з 42,65 пункта до 57,34 пункта, або на 34,4%; за підсумками 2003 р. – з 57,34 пункта до 85,43 пункта, або ще на 49%.

Таблиця

**Ринкова дохідність акцій провідних американських компаній  
за період 2000-2003 рр.<sup>4</sup>**

Компанія	Дохідність за 2000-2003 рр.	Середньорічна дохідність за 2000-2003 рр.
ALCOA INC	-0,29%	-0,07%
AMER. EXPRESS CO	-9,19%	-2,38%
BOEING CO	8,47%	2,05%
CITIGROUP	33,53%	7,49%
CATERPILLAR INC	98,77%	18,72%
DU PONT CO	-20,80%	-5,66%
WALT DISNEY CO	-17,03%	-4,56%
EASTMAN KODAK	-54,15%	-17,70%
GENERAL ELEC. CO	-35,01%	-10,21%
GENERAL MOTORS	-13,51%	-3,56%
HOME DEPOT INC.	-47,23%	-14,76%
HONEYWELL INTL	-36,61%	-10,77%
HEWLETT-PACKARD	-23,59%	-6,50%
INTL BUS MACHINE	-11,95%	-3,13%
JOHNSON & JOHNSON	19,97%	4,65%
McDonalds CORP.	-35,54%	-10,39%

живань з боку його персоналу, є висока професійна репутація та компетентність компанії з управління активами.

**Основні вимоги**, яким повинна задовольняти компанія з управління активами (КУА) [1, 5]:

1) Наявність практичного досвіду з управління активами інших інвесторів. І хоча успішна діяльність КУА з управління активами у минулому ні в якому разі не може розглядатися як гарантія успішності її діяльності у майбутньому, наявність достатньої позитивної історії професійного управління активами має бути обов'язковою умовою під час відбору таких компаній для здійснення управління, скажімо, загальнообов'язковим Накопичувальним пенсійним фондом [5]. Цей засіб є ефективним заходом на шляху недопущення до такої діяльності юридичних осіб – одноденок.

2) Наявність висококваліфікованого персоналу, включаючи досвідчених (сертифікованих) фінансових аналітиків, брокерів, фахівців з корпоративного управління тощо.

3) Відповідність мінімальним нормативним вимогам щодо розміру статутного та власного капіталу компанії з управління активами [1]:

- наявність статутного капіталу у розмірі не менше 300 тис. євро;
- підтримання поточного розміру власного капіталу на рівні не менше 200 тис. євро.

При поєднанні функцій управління фондом та управління пенсійними активами компанія з управлінням пенсійним фондом повинна мати:

- статутний капітал у розмірі не менше 500 тис. євро;
- підтримувати поточний розмір власного капіталу на рівні не менше 300 тис. євро.

4) Наявність резервного фонду, сформованого відповідно до вимог ДКЦПФР та Держфінпослуг.

Існують також майнові гарантії та засоби захисту пенсійних активів від втрат, спричинених фондом внаслідок порушення з боку КУА вимог чинного законодавства та (або) інвестиційної декларації пенсійного фонду, зокрема, відповідальність компанії з управління активами за невиконання зобов'язань, визначених договором з пенсійним фондом, усіма своїми активами.

На підставі аналізу існуючої на сьогодні системи норм законодавства, які спрямовані на забезпечення захисту пенсійних активів, можна зробити наступні висновки:

1. Наявна сукупність норм актів законодавства, які стосуються діяльності недержавних пенсійних фондів або професійних фінансових установ, які обслуговують діяльність НПФ, в цілому відповідає світовій практиці побудови системи захисту пенсійних активів.

2. Формальні вимоги актів законодавства щодо обмежень інвестиційної

<sup>4</sup>Розраховано за джерелом: <http://finance.yahoo.com>.

діяльності НПФ не забезпечують дійсного дієвого захисту пенсійних активів від втрат та знецінення в практичній діяльності і потребують розвитку валютного законодавства, законодавства про цінні папери та фондовий ринок, про корпоративне управління.

3. Наявні в обігу корпоративні цінні папери (акції, корпоративні облігації) відзначаються високою дохідністю, однак характеризуються високими ризиками ліквідності, що істотно обмежує можливості розміщення пенсійних активів у такі фінансові інструменти. Натомість високий рівень надійності облігацій внутрішньої державної позики поєднується з дохідністю, яка знаходиться на межі показника інфляції, що також звужує можливості інвестування пенсійних активів державні боргові зобов'язання, однак з іншої підстави – високого рівня інфляційного ризику.

4. В Україні відсутня система оцінки інвестиційної діяльності НПФ з урахуванням структури його активів за ступенями ризику.

Для створення передумов захисту пенсійних активів від втрат необхідно забезпечити наступні додаткові заходи:

1) розвиток законодавства, спрямований на розширення присутності на фондовому ринку надійних, захищених від інфляційного впливу фінансових інструментів, які на сьогодні практично відсутні в Україні;

2) прийняття актів законодавства, відповідно до яких буде здійснюватись випуск нових видів та категорій цінних паперів, а також підвищиться інвестиційна якість існуючих цінних паперів:

Закону України «Про іпотечні цінні папери»;

Закону України «Про акціонерні товариства».

внесення змін до Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» (у новій редакції – Закон України «Про емісійні цінні папери та фондовий ринок»);

3) прийняття Національним банком України нормативно-правового акта щодо спрощення порядку провадження зовнішньоекономічної діяльності (валютних операцій) інститутами колективного інвестування (інвестиційними та пенсійними фондами, страховими компаніями, довірчими товариствами

тощо), здійснення якої передбачене спеціальним законодавством;

4) започаткування в Україні діяльності незалежних рейтингових агенцій, які б здійснювали оцінку (присвоєння рейтингу) корпоративних та муніципальних цінних паперів.

Існуюче на сьогодні законодавство про цінні папери та фондову біржу не задовільняє новим високим вимогам, що висуваються з боку накопичувальної пенсійної системи до фінансових інструментів як об'єктів інвестування в цілому та щодо цінних паперів зокрема. Звичайно, можна було б обмежитись рекомендаціями не вкладати пенсійні кошти хоча й у дозволені, але досить ризикованих активів – акції українських підприємств, корпоративні облігації, випущені під загальне зобов'язання і т. і. Однак в умовах маломісткого фондового ринку необхідність дотримання принципу диверсифікації інвестицій та обмеженість (звуженість) окремих нормативів інвестування буде змушувати компанії з управління активами вкладати пенсійні кошти не у найкращі, а в наявні на ринку цінні папери. Як наслідок, зростатиме імовірність інвестування пенсійних накопичень у: а) високо ризикованих інструментів; б) державні цінні папери понад розміри доцільної оптимізації структури інвестиційного портфеля. Тому доцільно запровадити в практику оцінки інвестиційної діяльності НПФ крім узагальнюючих показників вартості чистих активів та одиниці пенсійних внесків, також показники структури активів НПФ та їх середнього рівня ризику.

#### Література

1. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» № 1057- IV від 9 липня 2003 року

2. Roger G. Ibbotson, Laurence B. Siegel and Kathryn S. Love «World Wealth: Market Values and Returns». – Journal of Portfolio Management, 12, no. 1 (Fall 1985).

3. Перша фондова торговельна система. Річний звіт 2002.

4. Требования к составу и структуре пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов, утвержденные приказом Инспекции НПФ от 27.12.1999 г. №135.

5. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» № 1058-IV від 9 липня 2003 року.