

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ: НАСЛІДКИ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Дмитро Леонов,
к.е.н., доц.
професор
кафедри фінансів
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТИТУТИ

Реформування пенсійної системи, яке відбувається в Україні, на законодавчому рівні [1, 2] передбачає створення накопичувальної складової вітчизняної пенсійної системи (II – державного та III – недержавного її рівнів). На цей час свою діяльність в Україні розпочали фінансові установи III рівня пенсійної системи – недержавні пенсійні фонди (НПФ). Абсолютні показники розвитку вітчизняних недержавних пенсійних фондів є ще досить незначними [3], однак темпи їх зростання з моменту започаткування їх діяльності є порівняними з темпами розвитку подібних фінансових інститутів з моменту їх запровадження в країнах Центральної й Східної Європи [4].

Запровадження накопичувального рівня пенсійної системи (як державного, так і недержавного) створює передумови формування в економіці країни значного обсягу довгострокових пенсійних накопичень, які є джерелом формування інвестиційних ресурсів такої країни. В той же час інвестування пенсійних накопичень об'єктивно є чинником виникнення в діяльності пенсійних фондів низки інвестиційних ризиків, які доповнюють специфічну систему ризиків діяльності всіх пенсійних фондів (незалежно від їх видів та типів) [5]. Кризові явища в економіці окремої країни і, тим більше, світові економічні кризи, в свою чергу значно посилюють вплив на діяльність фінансових установ пенсійної системи всіх ризиків, як інвестиційних, так і специфічних.

Однак характеристики ризиків, які виникають у процесі функціонування пенсійних фондів, системи захисту та регулювання ризиків провадження діяльності накопичувальних пенсійних фондів в умовах світових фінансових криз, створення системи захисту пенсійних накопичень від їх знецінення в умовах світових фінансових криз у на-

уковій літературі досліджена недостатньо. Це зумовлено тією обставиною, що активний розвиток накопичувальних форм пенсійного забезпечення розпочався в кінці 70-х років ХХ століття як реакція на недоліки та ризики пенсійних систем, які не містили накопичувальної складової, що з'ясувалося під час економічних криз того часу¹. Відповідно, світова накопичувальна пенсійна система до останнього часу ще не відчувала на собі нищівного впливу глобальних кризових явищ та не сформувала власних захисних механізмів, які були б перевірені практикою.

Міжнародні організації, аналітичні агенції та професійні асоціації наразі активно узагальнюють досвід окремих держав щодо заходів, спрямованих на стабілізацію накопичувальних складових національних пенсійних систем [6-14]. Однак національні особливості розвитку та функціонування фінансових установ накопичувального рівня пенсійної системи та національних фінансових ринків не завжди дозволяють авторам ефективно узагальнити досвід антикризових заходів та запропонувати універсальні рекомендації.

¹ Якщо в 1985 році співвідношення традиційних планів з визначеними виплатами та планів з визначеними внесками дорівнювало 89 до 1, то в 2005 році на кожні 37 планів з визначеними внесками (і 29 змішаних планів) припадали 34 традиційні плани з визначеними виплатами. А до 2009 року співвідношення планів з визначеними внесками та планів з визначеними виплатами досягло 45 до 1. Дослідження консалтингової компанії Watson Wyatt показало, що в 2009 році активні схем із визначеними внесками становлять 45% світових пенсійних активів, порівняно з 30% у 1998 році [7, 9]

Публікації у вітчизняних періодичних наукових виданнях, які стосуються впливу фінансових криз на фінансово-кредитну систему [15-22] розглядають загальні аспекти фінансової кризи та її вплив на зарубіжні фінансові ринки та фінансовий ринок України та його регулювання. При цьому лише декілька дослідників (зокрема, слід відмітити роботи Леонова Д., Федоренко А. [5, 23-32]) здійснюють системну оцінку ризиків діяльності безпосередньо накопичувальних рівнів пенсійної системи. В той же час, запропоновані вітчизняними дослідниками загальні оцінки ризиків та заходи їх нівелювання в діяльності накопичувальних пенсійних фондів не в повній мірі враховують особливості цих ризиків в умовах фінансової кризи.

Тому *практичним завданням цієї статті* є отримання нових методологічних підходів щодо стабілізації діяльності накопичувальних недержавних пенсійних фондів в умовах подолання наслідків світової фінансової кризи.

Вочевидь, систематизацію як проблемних аспектів діяльності НПФ у посткризових умовах, так і зарубіжного досвіду слід провадити з огляду на модель функціонування накопичувальних пенсійних фондів, запроваджену в Україні (як II – державного, так і III – недержавного рівнів національної пенсійної системи). Основні таксономічні ознаки [5] цієї моделі включають: застосування виключно пенсійних схем (системи) з визначеними внесками (defined contributions - DC); повну фондованість пенсійних схем; встановлення державою кількісних обмежень інвестування пенсійних активів на рівні закону.

Групування проблемних аспектів діяльності НПФ доцільно здійснити за основними складовими функціонування цього фінансового інституту, а саме: формування контингенту вкладників та учасників НПФ та залучення пенсійних внесків; інвестування пенсійних активів та розподіл фінансового результату інвестиційної діяльності; здійснення пенсійних виплат. Крім того, слід окремо зацентрувати увагу на проблемах формування загальних умов функціонування НПФ (як регуляторних, так і ринкових), що в умовах антикризових та посткризових заходів є визна-

чальним для стабілізації та розвитку діяльності НПФ та пенсійної системи в цілому.

Стосовно *формування контингенту* самих НПФ, їх вкладників та учасників слід зазначити, що, за даними державного регулятора – Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг) [3], можна встановити наступні тенденції. Кількість суб'єктів III рівня пенсійної системи – НПФ протягом трьох кварталів 2009 року залишилася майже незмінною. Водночас, на відміну від попередніх років фактично була відсутня динаміка сталого зростання кількості цих інститутів, яка спостерігалася протягом останніх років (зокрема зростання кількості НПФ на 15% протягом 2008 року). Майже така ж ситуація склалася з показниками динаміки кількості укладених пенсійних контрактів (зростання відповідно лише на 0,3% контрактів з юридичними особами та 0,004% з фізичними особами) та кількості учасників НПФ (2,7 %) порівняно з рівнем 2008 року. При цьому за 2008 рік було досягнуто приріст кількості учасників на 73% порівняно з 2007 роком. Разом з тим, динаміка пенсійних внесків свідчить про їх значне уповільнення – приріст за 9 місяців 2009 року на 21,8% проти 148,7% у 2008 році. Це свідчить про те, що хоча в посткризових умовах кількісні показники контингенту НПФ, їх учасників і вкладників залишилися стабільними, платоспроможність вкладників значно знизилася. Таку тенденцію підтверджують і учасники ринку послуг з недержавного пенсійного забезпечення [33]. Зазначимо, що за межами як офіційної статистики, так і інформації учасників ринку та їх об'єднань залишається проблема фактичного припинення здійснення пенсійних внесків за укладеними пенсійними контрактами, яка об'єктивно доводиться порівнянням показників динаміки кількості учасників НПФ та обсягу сплачених пенсійних внесків. На цей показник може також впливати динаміка бази нарахування більшості пенсійних внесків (95,8% всіх пенсійних внесків), яку сплачують роботодавці (а саме заробітна плата учасника НПФ). Слід зазначити, що діюче законодавство України передбачає тимчасове припинення

здійснення пенсійних внесків лише для вкладників корпоративних та професійних НПФ [1]. Для вкладників відкритих НПФ така можливість не передбачена, отже фактичне припинення внесків можливе лише шляхом розірвання пенсійного контракту або шляхом визначення несплачених внесків як заборгованості вкладника та нарахування відповідних санкцій за несвоєчасну сплату внесків. Проте такої інформації офіційна статистика та звітність про діяльність НПФ до Держфінпослуг не надає. Враховуючи наведене, можна дійти висновку, що існує значна вірогідність того, що припинення здійснення пенсійних внесків припускають не тільки вкладники корпоративних та професійних НПФ, які роблять це офіційно, але й вкладники відкритих НПФ. При цьому виникає низка питань: чи врегульоване таке припинення та фінансові санкції у разі його виникнення умовами пенсійних контрактів; чи здійснюється облік та контроль зобов'язань вкладників відкритих НПФ щодо сплати відстрочених пенсійних внесків та нарахованих штрафних санкцій тощо. Слід констатувати, що виходячи з офіційної інформації Держфінпослуг, це важливе питання залишається поза увагою державного регулятора. Також жодним чином це не відображено в «антикризових» заходах, які були запропоновані Держфінпослуг [34]. Отже, на практиці можливе припущення масового порушення наріжної ознаки вітчизняної накопичувальної пенсійної системи – її повної фондованості та, відповідно, викривлення пенсійних прав та зобов'язань суб'єктів системи недержавного пенсійного забезпечення.

Окрім цього, з формуванням контингенту учасників НПФ та залученням пенсійних внесків нерозривно пов'язане питання стабільності контингенту учасників НПФ, виходячи зі статеві та вікової структури учасників. Враховуючи скорочення внаслідок кризи у більшості населення поточних доходів, можна прогнозувати тенденцію до скорочення контингенту учасників НПФ (і, відповідно, пенсійних внесків

та вилучення пенсійних активів на здійснення пенсійних виплат) за рахунок учасників НПФ, які за законодавством отримали право на пенсійні виплати за віком. Враховуючи те, що таке право за власним бажанням можуть отримати учасники НПФ – чоловіки віком від 50 років та жінки віком від 45 років (тобто за 10 років до настання пенсійного віку за загальним законодавством), слід визнати значний рівень вразливості вітчизняної системи НПФ. Адже за даними Держфінпослуг станом на 30.09.2009 р. можна приблизно розрахувати, що питома вага цього контингенту учасників НПФ становила понад 13% абсолютно вірогідної групи ризику дострокового виходу на пенсію, та 42% знаходяться у невизначеній, але близькій до ризикової групі.² З певною вірогідністю можна вважати, що приблизно половина з другої групи (а саме близько 21% учасників НПФ) також належить до групи ризику. Відповідно близько 34% контингенту учасників може припинити свою участь в НПФ та вилучити свої пенсійні накопичення найближчим часом. Враховуючи те, що саме ця група учасників зазвичай належить до більш кваліфікованих, а відповідно і вище оплачуваних категорій працівників, питома вага пенсійних внесків які можуть бути припинені, та пенсійних активів, що можуть бути вилучені такими учасниками, може перевищити третину всіх пенсійних внесків і пенсійних активів НПФ та сягнути 40-45% пенсійних активів. Стримуючим фактором в цьому процесі безумовно є обмеження щодо вилучення пенсійних накопичень у вигляді одноразових виплат та неможливість припинення пенсійних контрактів, укладених на користь учасника третіми особами (роботодавцями, профспілками, родичами). Однак порівняно з основним ризиком такі фактори мабуть не є значущими. Додатковим стримуючим фактором в цьому процесі мабуть буде суттєвий недолік вітчизняної пенсійної системи – необізнаність переважної частки населення та самих учасників НПФ зі своїми пенсійними правами, що підсилюєть-

² Неможливість точно розрахувати контингент потенційної групи ризику дострокового виходу на пенсію з НПФ зумовлений недосконалістю системи статистики діяльності НПФ, встановленої Держфінпослуг, зокрема щодо вікових груп учасників НПФ, визначених в офіційній статистиці без урахування визначених нормами законодавства пенсійних прав цих учасників.

ся тією обставиною, що за основну масу учасників НПФ внески сплачують не самі учасники, а їх роботодавці. Зазначені ризики функціонування системи НПФ на етапі формування контингенту суб'єктної складової та залучення пенсійних внесків автор визначав у своїх дослідженнях значно раніше [25]. Однак жодного відображення в діяльності насамперед державного регулятора – Держфінпослуг, такі застереження не знайшли. Відповідно реальної картини щодо ризиків функціонування системи НПФ у цій частині держава не має відповідних стабілізаційних заходів, не розробляє й не вживає, що також доводить відсутність відповідних пропозицій у «антикризових» заходах, запропонованих Держфінпослуг [34].

На нашу думку, суттєво знизити ризики функціонування системи НПФ у цьому аспекті, не порушуючи при цьому прав учасників НПФ, майже не можливо. В умовах кризи та зниження одночасно фінансових можливостей як вкладників, так і учасників НПФ, досягнення більшої ефективності та прозорості функціонування системи призведе до виходу з неї як вкладників, так і учасників, які матимуть таку законну можливість. Проте, незважаючи на це, підвищення ефективності функціонування, регулювання та нагляду за НПФ (і, в першу чергу, за рахунок врегулювання та контролю за фінансовою відповідальністю вкладників НПФ, розкриття інформації про діяльність НПФ та забезпечення просвітницької діяльності серед учасників НПФ) дозволить більш достовірно визначити обсяг пенсійних заощаджень учасників НПФ та зменшити можливі порушення їх пенсійних прав надалі – на етапі здійснення пенсійних виплат.

Безумовно, одним з найбільш вразливих місць накопичувальних форм пенсійного забезпечення є складова *формування та інвестування пенсійних активів* НПФ.

За результатами дослідження «Міжнародні пенсійні активи» консалтингової компанії Watson Wyatt, вартість активів світових інституційних пенсійних фондів (без урахування активів першого (солідарного) рівня) зменшилась приблизно на 19% протягом 2008 року, тобто з 25 трильйонів

доларів США до 20 трильйонів доларів США. Таке зменшення вартості особливо помітне на тлі середнього коефіцієнту зростання +12%, який спостерігався протягом останніх п'яти років (до грудня 2007 р.). Усі країни отримали від'ємний інвестиційний дохід на пенсійні активи, окрім Німеччини, яку врятував великий відсоток інвестування пенсійних коштів в облігації [6]. В першій половині 2009 року в діяльності НПФ намітилася позитивна тенденція, але станом на 30.06. 2009 р. загальна вартість активів все ж таки залишалася на 14% нижче рівня грудня 2007 р. Що стосується всіх пенсійних активів країн Організації Економічного Співробітництва та Розвитку (ОЕСР), то в першому півріччі 2009 р. вони відновили 1,5 трильйона доларів США з 5,4 трильйона доларів їх ринкової вартості, яку вони втратили у 2008 році [14].

При цьому слід зазначити відсутність однотипних для всіх країн рекомендацій щодо змін інвестиційної політики НПФ в умовах кризи.

Так у деяких країнах було обмежено інвестування в певні інструменти, в той час як в інших були навпаки розширені інвестиційні можливості НПФ. Однак загалом зміни в інвестиційних стратегіях НПФ пов'язані зі забезпеченням більш широкої диверсифікації, пошуком нових інструментів та нових ринків, зокрема іноземних. На думку фахівців компанії Allianz Global investors та німецької консалтингової компанії Heubeck Feri, класичні збалансовані портфелі або портфелі з багатьма різними видами активів не змогли захистити пенсійні фонди від нинішньої кризи і їх необхідно переглянути. Крім того, необхідно адаптувати системи управління ризиками до умов, що постійно змінюються. Експерти Allianz Global investors припускають також, що потрібно відійти від класичних стандартів інвестування у облігації та акції в бік більш динамічних активів, що сприятиме управлінню ризиками у довгостроковій перспективі [8].

Аналіз агенції Bloomberg свідчить про те, що найбільші пенсійні фонди світу втратили довіру до акцій як до найкращої довгострокової інвестиції, зменшуючи свої частки інвестицій в акції або залишаючи їх незмінними. Чотири з семи найбільших пенсійних

фондів світу – Каліфорнійська державна пенсійна система для вчителів (California State Teachers' Retirement System), Каліфорнійська пенсійна система для державних службовців (California Public Employees' Retirement System), фонд «АВР Нідерланди» та Південно-Корейська національна пенсійна служба – зменшили свої пакети акцій. Так, фонд «АВР Нідерланди» зменшив свою частку інвестицій в акції з 32% до 29%, Каліфорнійська пенсійна система для державних службовців США – з 56% до 49%, а фонд Південної Кореї – з 17 до 15%. Ці пенсійні фонди шукають можливості зменшити ризик своїх портфелів та збільшити інвестиції в альтернативні інструменти, які приносять інвестиційний дохід, але не пов'язані з акціями [11].

Натомість уряд Бразилії підвищив ліміти інвестування пенсійних активів в акції, що включені до лістингу, з 50% до 70%. Крім того, підготовлені пропозиції, які передбачають скасування обмежень щодо інвестування в акції для закритих (корпоративних та професійних) пенсійних фондів. Це дозволить таким фондам перевести всі свої кошти із інструментів з фіксованою доходністю, таких як облігації, у більш ризиковані інструменти з більшим потенційним інвестиційним доходом, такі як акції публічних та приватних компаній [10].

В Румунії державний регулятор – Комісія з нагляду за системою приватного пенсійного забезпечення (CSSPP) – встановив, що приватні пенсійні фонди повинні переглянути структуру своїх інвестицій та визначити пріоритетом інвестування пенсійних коштів у акції, а не в державні цінні папери та корпоративні облігації. Причиною такої зміни є той факт, що доходність за державними цінними паперами наступного року знизиться [12].

Разом з тим пенсійні фонди багатьох країн переорієнтували свої інвестиції саме на державні цінні папери. Так, Національний пенсійний фонд Південної Кореї – найбільший у державі інституційний інвестор, що охоплює самозайнятих працівників і працівників приватного сектору – обмежив свої втрати завдяки значному розміщенню активів у державні облігації. Попри те, що фонд отримав інвести-

ційний дохід лише в розмірі 0,01% у порівнянні з від'ємними показниками доходності більшості пенсійних фондів по всьому світові, такий результат можна вважати суттєвим досягненням [3].

В Казахстані з метою підтримки недержавних пенсійних фондів були збільшені обсяги випусків державних цінних паперів та навіть передбачені спеціальні випуски державних цінних паперів для НПФ. Лише у 2008 році суми емісії державних цінних паперів втричі перевищували аналогічний показник 2007 року. Заплановані також випуски цінних паперів державними компаніями, компаніями з державною часткою, в тому числі такими, що входять до національного управляючого холдингу. Всі ці інструменти вже знаходяться в переліку дозволених для інвестування пенсійних активів.

Слід зазначити, що, на жаль, вітчизняні дослідники багато років наголошували на необхідності запровадження в Україні спеціальних пенсійних облігацій внутрішньої державної позики для інвестування в них пенсійних активів накопичувальної складової національної пенсійної системи, надавали необхідні обґрунтування доцільності та пропонували параметри випуску та обігу таких державних цінних паперів [23, 27, 28, 30, 31], проте ці пропозиції залишилися поза увагою відповідних органів державної влади.

Уряд Росії також прийняв постанову, яка розширила інвестиційні можливості недержавних пенсійних фондів. Так, НПФ отримали право до 70% капіталу розподіляти по пайових фондах (раніше дозволялося не більше 50%). До 80% збільшено ліміт на розміщення коштів у банківські депозити, при цьому до 25% резервів можна тримати в одному банку. До 80% підвищено норматив вкладень у державні та муніципальні облігації [35]. Завдяки цим змінам НПФ отримали більше гнучкості у розміщенні пенсійних резервів. Стратегія розвитку фінансового ринку Російської Федерації на період до 2020 року, передбачила, серед іншого, розроблення нормативної бази для випуску спеціальних фінансових інструментів, що дозволяють забезпечувати залучення інвестиційних ресурсів в довгострокові проекти з розвитку транспортної, енергетичної, житлово-

комунальної, соціальної інфраструктури, які реалізуються в форматі державно-приватного партнерства – інфраструктурних облігацій. Виконання зобов'язань за такими облігаціями могло б забезпечуватися активами, що створюються в рамках проекту, а також постійними платежами за користування інфраструктурними об'єктами. Зазначений захід, крім вирішення проблем фінансування крупних проектів, дозволить розширити перелік інструментів для інвестування коштів пенсійних резервів НПФ [36].

Румунським пенсійним фондам було дозволено інвестувати пенсійні активи в товари, що торгуються на товарних біржах, та похідні цінні папери, а також в іноземні цінні папери. Ці заходи спрямовані на надання допомоги компаніям з управління активами щодо захисту інвестиційних портфелів від валютного ризику та ризику відсоткової ставки шляхом більш широкої диверсифікації інвестицій [6].

Похідні інструменти на товари зацікавили також голландські та швейцарські пенсійні фонди, які намагаються диверсифікувати свої портфелі. Наприклад, голландський пенсійний фонд Stichting Pensioenfond Aon Groep Netherland зменшив частину своїх інвестицій в інструменти з фіксованою доходністю з 65% до 61% активів, використавши 4% своїх активів на користь інвестицій у похідні на товари. Пенсійний фонд Pensionskasse Phonak перевів 5% своїх активів з хедж-фонду у похідні на товари (внаслідок цього похідні цінні папери на товари складають сьогодні 10% активів фонду) [13].

З метою більш широкої диверсифікації вкладень найбільших інвесторів країни, якими є пенсійні фонди, фінансова група Goldman Sachs Group та чилійський брокерсько-інвестиційний банк Celfin Capital SA об'єднали зусилля для розробки похідних цінних паперів для чилійських пенсійних фондів. Згадані фінансові установи будуть розробляти та продавати фінансові інструменти, включаючи валютні свопи та свопи на відсоткову ставку. Нещодавно Уряд Чилі дозволив приватним пенсійним фондам, відомим як AFPs, придбавати деривативи [11].

Привертає інтерес тенденція, за якою в деяких країнах влада намагала-

ся не лише захистити активи пенсійних фондів, але й використати їх потенціал як потужних довгострокових інвесторів для відновлення економіки держави або окремих її секторів, та для піднесення національного фондового ринку.

Так, Amafore (Асоціація пенсійних фондів, що працюють у Мексиці), сукупна вартість активів яких складає 66 мільярдів доларів США, вважає своїм обов'язком до кінця 2009 року інвестувати активи на внутрішньому ринку. Для того, щоб оживити пригнічені внутрішні ринки, усі нові заощадження та відсотки на кошти, що належать учасникам фондів, будуть інвестуватись в місцеві акції, облігації та в інструменти, пов'язані з інвестуванням у нерухомість. Таке рішення не вплине на вже здійснені інвестиції в акції іноземних емітентів та в іноземні боргові цінні папери, частка інвестицій в які становить приблизно 10% активів, якими управляють мексиканські недержавні пенсійні фонди станом на кінець лютого 2009 року [7].

Водночас слід зазначити, що Організація Економічного Співробітництва та Розвитку у своєму документі «Приватні пенсії та стратегічні відповіді на кризу» застерегла проти використання пенсійних резервів для цілей, відмінних від тих, для яких вони були створені. Зазначається, що уряди різних країн розглядають питання використання пенсійних резервів для фінансування різних антикризових заходів, таких як рекапіталізація банків (Ірландія), фінансування інфраструктурних проектів, надання дозволу домогосподарствам, які мають значні фінансові труднощі, раніше одержувати доступ до пенсійних коштів для повернення кредитів (Ісландія, Австралія, Іспанія). Проте, ОЕСР попереджає, що такі заходи можуть виявитися небезпечними для одержання пенсійного доходу у майбутньому. ОЕСР запропонувала шляхи підвищення надійності схем з визначеними внесками завдяки «уважній розробці програм автоматичного інвестування залежно від віку та більш гнучкого підходу до етапу виплат», включаючи інвестиційні портфелі з різною структурою залежно від віку, але визнала, що при цьому все одно існує «ризик часу» при переведенні

коштів з одного виду портфеля до наступного [9].

На жаль, слід одразу зазначити, що використання зазначених антикризових заходів, зокрема щодо застосування похідних фінансових інструментів для формування активів НПФ (і, відповідно, хеджування інвестиційних ризиків), прямо заборонено вітчизняним законодавством [1]. З іншого боку, навіть за наявності прямої норми закону, яка дозволяє вітчизняним НПФ валютну диверсифікацію їх активів (до 20% їх вартості), практика валютного регулювання з боку НБУ практично унеможливорює реалізацію такої законної форми інвестування пенсійних активів [26-29].

В Україні при інвестування пенсійних активів в умовах фінансової кризи набули поширення або загострилися існуючі недоліки вітчизняного фінансового ринку та системи його державного регулювання.

З одного боку, в Україні НПФ в інвестиційній діяльності стали такими самими заручниками кризового стану окремих ринків фінансових активів, як і в усьому світі.

Ринок акцій, які займають третє місце серед інвестицій пенсійних активів у цінні папери, після досягнення своєї найвищої точки в 2008 року впав у 2009 році більш як у 6 разів відносно максимального свого значення, одночасно практично повністю втративши свою ліквідність. Втрата ринкової вартості акцій – один із найвагоміших чинників зниження дохідності НПФ та знецінення їх активів. Зокрема це призвело до скорочення питомої ваги акцій у структурі сукупних пенсійних активів НПФ до 8,7% станом на 30.09.09 р. [3]. Ринок облігацій підприємств, які вже традиційно посідають перше місце в портфелі цінних паперів НПФ (19% станом на 30.09.09 р. [3]) відзначився низкою дефолтів (понад 100 випадків у I півріччі 2009 р. на суму більш як 2 млрд грн), які призвели до реструктуризації та пролонгації зобов'язань більшості корпоративних емітентів, що, в свою чергу, спричинило втрату ліквідності ринку цих боргових інструментів та виключення їх з біржового обігу. Таким чином активи НПФ, інвестовані в цінні папери корпоративних емітентів, фактично

опинилися в замороженому стані внаслідок втрати цими інструментами ліквідності або вилучення їх з біржового обігу.

За цих обставин вітчизняним регуляторам та законодавчій владі доречно було б звернути увагу на деякі антикризові заходи, вживані в Росії. Так у вересні 2009 р. Державна Дума схвалила в першому читанні законопроект «Про внесення змін до Федерального Закону «Про ринок цінних паперів» (в частині створення механізмів, спрямованих на захист прав власників облігацій)». Законопроект передбачає запровадження інституту «представника власників облігацій», який має забезпечити належний контроль за виконанням емітентом облігацій своїх зобов'язань, а також інституту «загальних зборів власників облігацій», спрямованого на підготовку та прийняття власниками облігацій єдиного рішення з питань, пов'язаних з виконанням зобов'язань за облігаціями. Законопроект також встановлюються вимоги до процедури дострокового погашення облігацій як за бажанням емітента, так і на вимогу власників облігацій, зокрема щодо визначення суми, що сплачується у разі дострокового погашення за ініціативою емітента, а також при достроковому погашенні на вимогу власників облігацій у випадках, коли право власників облігацій вимагати їх дострокового погашення виникає в силу закону. Законопроект передбачає диференційований підхід до призначення (обрання) представника власників облігацій залежно від того, чи було розміщення публічним, а також висуває вимоги до представників, врегульовує питання їх прав, обов'язків, оплати послуг та відповідальності.

Передбачається, що такі зміни дозволять забезпечити випускам облігацій стабільність та довгостроковість, підвищать довіру інвесторів, у тому числі інституційних, до яких відносяться і недержавні пенсійні фонди, дадуть можливість врегульовувати розбіжності між емітентом та власниками облігацій з врахуванням інтересів більшості власників цих цінних паперів [37].

Однак слід констатувати, що окрім зазначених вище стандартних наслідків кризи для ринків окремих фінансових

інструментів, самі внутрішні ринки фінансових активів для інвестування коштів НПФ в Україні є не тільки обмеженими за кількістю та якістю фінансових інструментів, але й неефективними з точки зору інформаційної прозорості та достовірності ціноутворення.

Так, одним з найвпливовіших факторів ризику інвестиційної діяльності для НПФ в Україні залишається низька ефективність самого біржового ринку цінних паперів, насамперед як механізму прозорого та справедливого ціноутворення, про що неодноразово наголошувалося автором [32, 38, 39].

Оскільки НПФ є інституційними інвесторами, які надають своїм споживачам послуги з колективного інвестування, загальноприйняті у світовій практиці вимоги до складу та структури активів цих фінансових установ передбачають інвестування значної частини їх активів у цінні папери, які вільно обертаються на біржовому ринку. Відповідно, функціонування біржового ринку має як прямий, так і опосередкований вплив на стан та діяльність зазначених інституційних інвесторів. Суттєвість такого впливу, який реалізується через показник біржового курсу цінних паперів та механізм його застосування в процесі діяльності НПФ, визначається, в першу чергу, питомою вагою цінних паперів (і, зокрема, біржових цінних паперів) в активах цих фінансових установ.

Чинним законодавством [1] передбачено, що НПФ, по-перше, мають тримати пенсійні активи в цінних папе-

рах, які обертаються на біржовому ринку (за винятком лише деяких випадків), а, по-друге, повинні здійснювати операції з купівлі-продажу цих цінних паперів саме на біржовому ринку (і саме на біржі, частка якої становить не менше ніж 25% біржового ринку).

Таким чином, можна вважати, що ступінь залежності діяльності НПФ від якості такого показника як біржовий курс майже повністю відповідає питомій вазі всіх цінних паперів структури активів НПФ.

Дані про структуру активів НПФ, наведені в звітності Української асоціації інвестиційного бізнесу станом на початок 2009 року та на 30.09.2009 р. (табл. 1), свідчать про усталену залежність цих фінансових інститутів від достовірності біржових цін на цінні папери, частка яких коливається в середньому від 40 до 94% активів різних груп пенсійних фондів. Слід також зазначити, що пенсійні активи, інвестовані в цінні папери для системи НПФ, в цілому залишаються за своєю питомою вагою на першому місці.

В той же час такі переваги біржового ринку як прозорість ціноутворення та ліквідність не виникають автоматично. Наявність в інституційній структурі біржового ринку України значної кількості фондових бірж призвела до виникнення суттєвих перешкод у використанні абстрактних переваг біржового ринку в практиці діяльності інституційних інвесторів, зокрема НПФ. Така ситуація у сукупності з недосконалістю нормативних актів щодо врегулювання біржового ринку, може

Таблиця 1

Структура активів НПФ*

Клас активів	Недержавні пенсійні фонди					
	Відкриті		Корпоративні		Професійні	
	31.12.2008	30.09.2009	31.12.2008	30.09.2009	31.12.2008	30.09.2009
Інші активи	1,79%	10,82%	3,16%	2,14%	0,01%	3,29%
Нерухомість	2,04%	3,16%	-	-	-	-
Банківські метали	4,2%	6,49%	4,37%	6,45%	-	-
Грошові кошти та банківські депозити	39,35%	39,75%	34,66%	36,16%	40,24%	2,74%
Цінні папери	52,61%	39,78%	57,8%	55,26%	59,75%	93,97%

* за даними УАІБ [40,41]

приводити до цілої низки свідомих, несвідомих та вимушених викривлень показників діяльності цих фінансових інститутів під час оцінки їх активів (цінового арбітражу при виборі найменшої біржової ціни, суб'єктивного відбору бірж для визначення прийнятної для оцінки біржової ціни тощо), підвищення ризиків недостовірного визначення зобов'язань фінансової установи перед клієнтами, які вилучають з неї належні їм кошти, та недобросовісної конкуренції за рахунок викривлень показників діяльності фондів, які демонструються споживачам їх послуг, недостовірність визначення винагород за обслуговування НПФ та інше.

До основних проблем, які мають сьогодні найсуттєвіший вплив на якість діяльності НПФ з боку біржового ринку, є відсутність:

- єдиних для всіх бірж правил розрахунку достовірної ціни цінних паперів, яка склалася на біржі (визначення біржового курсу);
- єдиного джерела систематизованої інформації щодо біржових курсів, які визначені на різних біржах щодо одних і тих самих цінних паперів;
- методики та порядку визначення частки кожної з бірж в біржовому ринку.

Стосовно першої із зазначених проблем біржового ринку слід наголосити, що її усунення включатиме вирішення двох основних завдань:

- забезпечення «якості» методики, покладеної в основу правил розрахунку біржового курсу;
- одночасне запровадження цих єдиних правил на всіх біржах.

Щодо «якості» методики визначення біржового курсу цінного папера можна казати про доволі значний рівень суб'єктивізму в цьому питанні. Зрозуміло, що на ступінь достовірності методики визначення показника біржового курсу цінного папера впливатиме багато факторів, в тому числі пов'язаних з поточною економічною ситуацією та станом біржового ринку країни в цілому. Тому, залишаючи поза увагою такі значущі фактори як критерії включення/виключення цінних паперів до котирувальних листів біржі та рівня лістингу, зупинимось на питанні терміну виконання біржових угод як фактора включення певних угод до розра-

хунку з метою визначення біржового курсу цінного папера. Слід зазначити, що для віднесення угод з фінансовими активами до готівкових операцій (СПОТ) вже давно є усталена вимога терміну їх виконання T+3 (тобто протягом 3 днів з дати укладання угоди). В той же час, по-перше, не слід забувати, що цей критерій класифікації угод було визначено з огляду на існування переважно паперових форм документообігу. Системи електронного документообігу та підвищення вимог до післяторгівельного обслуговування угод значно прискорюють документообіг при оформленні угод на біржовому ринку та здійснення розрахунків за цими угодами. Тому критерій визначення СПОТ-угод поступово рухаються до терміну виконання T+0 (тобто протягом дня укладання угоди). По-друге, суттєвим є питання економічного змісту використання біржового курсу, зокрема для оцінки активів НПФ. Біржовий курс цінного папера на конкретну дату визначає ціну цінного папера при умові її фактичної реалізації в цю дату (тобто переходу права власності на цінний папір та грошового розрахунку), або протягом терміну, який є необхідним для суто технічного оформлення та здійснення таких розрахунків. Зрозуміло, що угоди, укладені на наступний день, вже матимуть інші цінові параметри внаслідок поточних ринкових коливань під впливом різних факторів (попиту та пропозиції, нової інформації тощо). Відповідно, оцінка вартості активів НПФ на певну дату є настільки достовірною, наскільки коротшим є термін остаточного виконання тих угод, які у сукупності сформували показник біржового курсу, використаного для оцінки активів. Таким чином, «ідеальним» з точки зору достовірності ринкової оцінки цінного папера на певну дату є лише угоди з терміном виконання T+0 (по яких дата оцінки співпадає з датою укладення та виконання угоди), а не угоди, вартість цінних паперів за якими враховуватиме хоча й короткотермінове але, все ж таки, відстрочення розрахунків та на дату розрахунку вже не відповідатиме поточним ринковим цінам.

Слід зауважити, що зусилля щодо постійного підвищення рівня захисту інвесторів, які докладаються регулятор-

ними органами на фінансовому ринку України, в якості одного з найсуттєвіших заходів такого захисту розглядають запровадження щоденної оцінки активів всіма інституційними інвесторами і, в першу чергу, фінансовими установами, які функціонують за моделями колективного інвестування (зокрема НПФ) для найбільш об'єктивного визначення їх зобов'язань по розрахунках з клієнтами. Безумовно, що таким жорстким вимогам по відношенню до процедур ринкової оцінки активів має відповідати й адекватна за своєю достовірністю інформація, на підставі якої здійснюється така оцінка. Тобто, оцінці активів «на сьогодні» має відповідати і ціна таких активів, яка беззаперечно визначається «сьогодні на сьогодні» тобто, знов таки на умовах T+0. В той же час, треба визнати, що щоденне визначення вартості активів ще вирішує проблеми підвищення достовірності розрахунків з клієнтами, оскільки для таких розрахунків в моделях колективного інвестування використовується не показник «активи», а показник «чисті активи», тобто активи фінансової установи оцінені за поточною ринковою вартістю за вирахуванням непогашеної на дату проведення оцінки кредиторської заборгованості фінансової установи (її зобов'язань). Таким чином «щоденність» обчислення максимально достовірних показників для розрахунків з клієнтами стикається з тим фактом, що не всі витрати, які є обов'язковими щодо обслуговування та функціонування фінансових установ виникають з щоденною періодичністю та, навіть приблизно не завжди можуть бути обчисленими в розрахунку «на кожен дату». Відповідно, ступінь достовірності показника «чистих активів» залежить не тільки від достовірності оцінки ринкової вартості активів, а й від своєчасного та достовірного обчислення та відображення витрат та зобов'язань інституційного інвестора (зокрема, НПФ).

Отже, можна стверджувати, що абсолютно «ідеального» з погляду достовірності розрахунку показника «чисті активи» в роботі моделей колективного інвестування не існує. Тому, беручи до уваги наявні технічні можливості та стан фондового ринку, на наш погляд, досягнення умов, наближених до «іде-

альних», може здійснюватися поетапно, з припустимим рівнем «похибок» та системою захисту від надмірних ризиків та перевищення припустимої похибки в розрахунках.

Зокрема, перехід до використання в розрахунку біржового курсу на певну дату T угод з виконанням на умовах T+0, може відбуватися поступово, з огляду на незначний обсяг таких угод в структурі торгів на біржовому ринку цінних паперів в умовах його посткризового стану. В той же час, використання для визначення біржового курсу на дату T угод, які передбачають виконання протягом термінів від T+1 до T+3, є можливим перехідним варіантом лише за умови зниження ризику маніпулювання цінами з використанням механізму скасування та зміни умов виконання вже укладених угод, які були включені в розрахунок біржового курсу на дату їх укладання (T). Запобіжним заходом в цьому випадку могли б стати вимоги щодо включення до розрахунку біржового курсу лише угод, які укладаються в межах торговельної сесії та жорсткі санкції за дії щодо змін умов виконання або скасування таких угод, передбачені регулятором – Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), як обов'язкова складова внутрішніх документів та правил фондової біржі. Отже, учасники біржового ринку повинні чітко розуміти, що, укладаючи біржові угоди в межах торговельної сесії, вони беруть на себе безвідкличні зобов'язання. Зрозуміло, що існує багато моделей уникнення цього обмеження з боку торговців цінними паперами, однак застосування більшості з них фактично призводитиме до активізації біржового ринку та «згладжування» статистичних коливань біржового курсу.

Щодо необхідності одночасного запровадження єдиних правил визначення біржового курсу на всіх біржах, то ця умова не викликає сумніву з огляду на необхідність забезпечення порівняльності цього показника при одночасному обігу тих самих цінних паперів на різних біржах та застосування «принципу обачності» при виборі з метою оцінки активів інституційних інвесторів найменшого показника біржового курсу на одну дату як найбільш вірогідної ціни реалізації такого активу.

Другою проблемою застосування біржового курсу для оцінки активів інституційних інвесторів є відсутність єдиного джерела систематизованої інформації щодо біржових курсів, які визначені на різних біржах щодо одних і тих самих цінних паперів. Існуюче зараз оприлюднення цієї інформації на Веб-сайтах фондових бірж інколи носить хаотичний характер та не дає можливості оперативного на кінець кожного операційного дня одночасно порівняти необхідні значення біржового курсу по всіх біржах. Окрім цього, з формальної точки зору вимоги Міністерства фінансів України щодо документального підтвердження облікових операцій (в тому числі і при переоцінці активів) передбачають наявність паперового документа або роздрукованого електронного документа, які відповідним чином засвідчені. Отже застосування показників біржового курсу при оцінці активів НПФ на практиці стикається з відсутністю технології оперативного документального підтвердження цієї інформації. Виходом з такої ситуації може стати модель, запроваджена Українською асоціацією інвестиційного бізнесу (УАІБ) щодо офіційного отримання УАІБ інформації про біржовий курс від фондових бірж та оперативного її оприлюднення на Веб-сайті УАІБ у форматі, необхідному для її швидкого застосування для оцінки активів інвестиційних фондів та НПФ. Така модель не тільки прискорює процес збору та порівняння необхідної інформації інституційними інвесторами, а й може бути доповнена механізмом централізованого засвідчення цієї інформації УАІБ для документарного забезпечення облікових операцій інвестиційних фондів та НПФ.

Що стосується методики та порядку визначення частки кожної з бірж в біржовому ринку, то ця проблема стосується виключно діяльності НПФ. Зрозуміло, що, забезпечивши порівнянність цінних показників біржового фондового ринку, доцільно було б одночасно врегулювати це питання, яке не знаходить відповіді вже майже 6 років (тобто з моменту прийняття в 2003 році Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [1]). Логічно було б при визначенні кількісних показників, які характеризують частки

кожної з існуючих бірж в біржовому ринку для цілей застосування цього показника при роботі НПФ, використовувати той самий масив угод, який використовуватиметься для визначення біржового курсу (як за терміном виконання, так і за переліком цінних паперів, угоди по яких включаються до загального обсягу угод, що характеризують кількісні параметри діяльності відповідної біржі). Тобто в розрахунок частки біржі (для цілей обліку нормативу, встановленого Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення»), доцільно приймати тільки ті угоди, які увійшли до розрахунку біржових курсів цінних паперів, та порівнювати ці показники із загальними обсягами відповідних угод, укладених на всіх біржах в цілому. В той же час, враховуючи нестабільність вітчизняного біржового ринку цінних паперів, необхідно визначити періоди у часі, які застосовуються для обчислення цього показника. Оскільки розрахунок та застосування показника частки кожної з фондових бірж в біржовому ринку є локальним (тобто тільки для регулювання операцій однієї групи суб'єктів ринку – а саме НПФ), можна при визначенні цього показника відштовхуватися від специфічної періодичності певних економічних процесів, притаманних саме цій фінансовій установі. Оскільки найбільш вживаним в діяльності НПФ є місячний період (як граничний в розподілі прибутку фонду, обчисленні винагород суб'єктам, які надають фонду обов'язкові послуги, а також періодичності сплати вкладниками-роботодавцями пенсійних внесків на користь своїх працівників і, як наслідок, середньої періодичності потреби в їх інвестуванні) доцільно для визначення обмежень щодо інвестиційної діяльності НПФ приймати показник частки кожної з фондових бірж в біржовому ринку, розрахований за даними попереднього звітного місяця. При цьому, з огляду на вимогу репрезентативності ринкової ціни (як основу встановлення 25% критерію відбору біржового ринку), доцільно такий критерій розраховувати в розрізі ринків окремих цінних паперів, які обертаються на всьому біржовому ринку. В іншому випадку загальний критерій частки біржового

ринку не є запорукою справедливої ринкової оцінки цінних паперів, а інколи навіть є перешкодою (якщо внаслідок змін ринкової кон'юнктури певні цінні папери, придбані в активи НПФ, не будуть обертатися в наступному на біржах, які відповідатимуть 25% кількісному критерію) [27]. Оприлюднення такої інформації має відбуватися на Веб-сайті регулятора – ДКЦПФР не пізніше останнього робочого дня такого попереднього звітнього місяця.

Таким чином, можна зробити незаперечний висновок про те, що відсутність єдиного підходу до встановлення методики визначення, порядку оприлюднення та механізму застосування біржового курсу цінних паперів має безпосередній та значущий вплив на діяльність інституційних інвесторів загалом і, в першу чергу, на діяльність недержавних пенсійних фондів, особливо в умовах значної волатильності фінансових ринків в посткризовий період.

Неефективність ринкової оцінки активів НПФ (насамперед інвестованих в цінні папери) автоматично загострила проблему об'єктивної оцінки фінансового результату діяльності НПФ, а саме визначення прибутку (збитку) від їх інвестиційної діяльності.

Відсутність чіткого нормативно встановленого механізму залучення пенсійних внесків, взаємоузгодженого з нормативно встановленим механізмом розподілу інвестиційного прибутку (збитку) має своїм наслідком порушення майнових прав учасників НПФ під час здійснення розподілу інвестиційного прибутку (збитку) між учасниками фонду.

Відповідно до законодавства, отриманий фондом інвестиційний прибуток (збиток) підлягає розподілу між учасниками НПФ пропорційно сумах пенсійних коштів, які обліковуються на індивідуальних пенсійних рахунках (ІПР) цих учасників на дату здійснення такого розподілу [1].

Такий механізм буде справедливим за умови, що розподіл здійснюється пропорційно грошовій сумі, відображеній на ІПР учасника щоденно або синхронізований із здійсненням внесків (при прямому розподілі прибутку НПФ), або сума пенсійних накопичень визначена в умовних одиницях, тобто

з урахуванням «вартості» грошей у часі (при непрямому розподілі прибутку через вартість активів НПФ та визначення частки кожного учасника НПФ в цих активах, обрахованої через вартість умовної одиниці їх виміру).

Для усунення негативного впливу таких коливань у рівнях дохідності активів на різних етапах діяльності фонду на розподіл інвестиційного прибутку (збитку) між окремими учасниками щодо пенсійних внесків, які здійснюються в різний час, необхідно узгодити відповідні грошові потоки у часі.

Цього можна досягти двома способами:

1) шляхом визначення суми інвестиційного прибутку (збитку) НПФ та розподілу його по ІПР щоденно або синхронізовано із датами прийняття НПФ пенсійних внесків. Таким чином, у разі застосування прямого методу розподілу прибутку (збитку) між учасниками НПФ, передбаченого чинним Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення», можна рекомендувати НПФ здійснювати розподіл прибутку відповідно до встановленого в НПФ режиму прийняття пенсійних внесків (від щоденного до щомісячного). Таким чином надходженню нових внесків передуватиме «справедливий» розподіл на попередні накопичені учасниками суми на ІПР прибутку «заробленого» на їх пенсійних накопиченнях. Прямий спосіб розподілу прибутку дозволяє чітко розрізняти складові балансового прибутку (збитку) НПФ, зокрема фактично отриманий (операційний та пасивний) прибуток/збиток та прибуток(збиток) від переоцінки активів НПФ, який є лише вірогіднісним та несе в собі суттєві ризики достовірності оцінки активів НПФ. Таким чином держава, регулюючи порядок розподілу окремих складових балансового прибутку НПФ, отримує додаткові важелі антикризового управління системою НПФ [24]. Застосування цього способу не вимагає внесення змін до чинного законодавства, однак потребує суттєвої «технологізації» нормативних документів уповноваженого регулятора – Держфінпослуг;

2) через показник чистої вартості одиниці пенсійного внеску (ОПВ), обчисленої шляхом ділення чистої вар-

тості активів НПФ на кількість одиниць пенсійних внесків. Початково чиста вартість одиниці пенсійного внеску приймається за одну гривню [1]. Разом з тим, і прибутки, і збитки приносять активи НПФ, сформовані за рахунок раніше залучених пенсійних внесків, з урахуванням яких змінюється щоденна вартість пенсійних внесків та інших накопичень у часі. Так, якщо прибутки фонду зростають, зростає й «вартість» кожного раніше зробленого пенсійного внеску на суму інвестиційного прибутку, отриманого внаслідок інвестування таких коштів у дохідні активи. Якщо фонд отримує збитки і його активи знецінюються, зменшується і вартість кожного раніше зробленого внеску на суму інвестиційного збитку, понесеного внаслідок зменшення вартості відповідного активу. При цьому розподіл інвестиційного прибутку (збитку) здійснюється автоматично непрямым методом через зміну (збільшення, зменшення) чистої вартості ОПВ. Перевагою цього способу є його простота та «технологічність». Недоліком цього способу є фактично розподіл не інвестиційного прибутку (збитку), а всього балансового прибутку (збитку) НПФ. Таким чином, відсутність структурованого об'єкта розподілу призводить до виникнення ризиків в діяльності НПФ (зокрема, спричинених недостатнім ступенем достовірності оцінки активів НПФ і, відповідно, формуванням «уявних» прибутків (збитків) від переоцінок, які розподілятимуться серед учасників НПФ, викривляючи вартість їх пенсійних накопичень). При цьому спрощена система не дозволить державі здійснювати антикризове регулювання та пом'якшення таких ризиків. Запровадження оцінки пенсійних внесків з урахуванням вартості грошових потоків у часі вимагатиме запровадження системи щоденного обліку пенсійних внесків в одиницях пенсійних внесків (ОПВ). Це потребуватиме внесення змін до чинного законодавства та забезпечення переходу всіх НПФ на ведення персоналізованого обліку на основі ОПВ.

На жаль, слід зазначити, що хибне розуміння пріоритету «захисту прав» споживачів фінансових послуг (в даному випадку – учасників НПФ) призвело до того, що державні регулятори

(Держфінпослуг за погодженням з ДКЦПФР) саме напередодні фінансової кризи прийняли доволі сумнівне з правової точки зору рішення щодо визнання прибутком (збитком) від інвестування активів пенсійного фонду фактично всього балансового прибутку (збитку) НПФ, включаючи фінансовий результат від переоцінок активів, які знаходяться у власності НПФ [42]. Залишаючи за межами аналізу питання правової обґрунтованості віднесення до «операцій з активами НПФ» переоцінки належних йому активів, слід зазначити, що спроба регуляторів збільшити дохідність пенсійних накопичень для учасників фонду за рахунок розподілу не тільки реалізованого внаслідок операцій купівлі-продажу та отриманого у вигляді пасивного доходу прибутку, але й вірогідного (очікуваного) прибутку від дооцінки ринкової вартості поточних активів НПФ на практиці призвело до протилежного результату: майже протягом одного кварталу після запровадження цього режиму, коли внаслідок падіння ринкової вартості більшості цінних паперів в активах НПФ вони змушені були розподіляти між учасникам вже не очікуваний прибуток, а вірогідні астрономічні збитки. Однак лише та обставина, що розподіл всіх накопичених за попередні роки дооцінок активів НПФ відбувся в одному звітному році з кризовими збитками, отриманими НПФ від уцінки активів (і, відповідно, розподілом цих збитків між учасниками НПФ), фактично нівелювало ці два фактори, але в подальшому унеможливило використання накопичених переоцінок для згладжування негативних коливань ринкової вартості активів НПФ (як це робилося в деяких країнах Латинської Америки з огляду на нестабільність вітчизняних фінансових ринків) [24].

Загалом слід визнати, що створена в Україні жорстка та негнучка система державного регулювання інвестування пенсійних активів стала найбільшим каталізатором наслідків фінансової кризи.

Насамперед, основну негативну роль у посиленні впливу фінансової кризи на діяльність НПФ зіграла неузгодженість дій державних регуляторів фінансового сектору (НБУ, ДКЦПФР, Держфінпослуг). При цьому саме се-

паратні дії НБУ щодо стабілізації банківського сектору за будь-яку ціну та будь-яким заходами (навіть нелегітими) призвели до суттєвого порушення не тільки прав індивідуальних клієнтів банківського сектору, а й інституційних інвесторів (до яких належать інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії та деякі інші небанківські фінансові установи). Основним катализатором фінансової кризи в секторі небанківських фінансових установ (в тому числі НПФ) виступило порушення з боку комерційних банків прав вкладників (закріплених законодавством та передбачених відповідними договорами) щодо можливості дострокового вилучення депозитних вкладів, стимульоване відповідним рішенням НБУ [43]. Таку саму позицію НБУ зайняв і по відношенню до несвоечасного виконання банками зобов'язань за їх облігаційними позиками. Відповідно, зазначене рішення НБУ спровокувало ланцюгову реакцію неплатоспроможності небанківських фінансових установ по вимогах своїх клієнтів (зокрема НПФ стосовно своїх учасників), оскільки жодних спеціальних режимів виконання їх зобов'язань з огляду на фінансову кризу інші регулятори (Держфінпослуг та ДКЦПФР) для небанківських фінансових установ не запровадили. Навпаки, Держфінпослуг, замість вирішення реальної проблеми неплатоспроможності, спровокованої системою державного регулювання, намагалася посилити санкції до НПФ за несвоечасне виконання їх зобов'язань, не визначивши жодних власних заходів щодо можливості забезпечення виконання цих вимог [34]. Слід зазначити, що подальше внесення змін до зазначених нормативних актів НБУ, яке відбулося під тиском професійних об'єднань небанківських фінансових установ та громадськості [44], зокрема стосовно нерозповсюдження мораторію на вилучення депозитних коштів для здійснення виплат учасникам НПФ, вже не мало жодного впливу на кризову ситуацію в секторі небанківських фінансових установ, оскільки комерційні банки, які застосовували мораторій, на той час вже потрапили в режим запровадження тимчасової адміністрації або ліквідації. Таким чином, класичний захід зниження

інвестиційного ризику в умовах кризи на фінансових ринках шляхом переведення інвестицій з ринку цінних паперів до ринку депозитів в умовах України призвів до діаметрально протилежного результату.

Формалізація на рівні закону якісного критерію інвестиційної придатності фінансового інструменту (боргового цінного папера) або банківської установи (для залучення коштів у депозит) на підставі лише одного показника – кредитного рейтингу не нижче інвестиційного рівня, в умовах фінансової кризи фактично унеможливило законне інвестування пенсійних активів у боргові фінансові інструменти, оскільки переважна більшість комерційних банків і боргових інструментів знизили свій рейтинг до спекулятивного рівня. До речі, неефективність такого механізму визначення інвестиційної придатності фінансових інструментів для розміщення пенсійних активів визначалася автором ще в докризовий період [27]. При цьому, наявні в законодавстві кількісні обмеження практично блокують можливість законного інвестування в інші види активів (зокрема дорогоцінні метали) наявних пенсійних коштів.

Слід зазначити, що в світовій практиці антикризових заходів діяльність рейтингових агентств стала одним з об'єктів удосконалення та посилення державного регулювання, оскільки відомі приклади, коли завищені рейтинги вводили в оману управляючих пенсійними фондами щодо реального рівня надійності інвестування активів у певні фінансові інструменти та фінансові установи.

Так, Комісія з цінних паперів та бірж США (SEC) планує вжити додаткові заходи задля посилення контролю за сектором кредитно-рейтингових агентств, який представлений такими фірмами, як Moody's, Standard & Poor's та Fitch Ratings. Нові заходи доповнять уже вжиті у грудні минулого року, які були розроблені з метою обмеження випадків конфлікту інтересів та посилення прозорості кредитних рейтингових агенцій [8].

Отже, запроваджена в Україні система кількісних та якісних обмежень інвестування пенсійних активів та форма її закріплення на рівні закону вия-

вила свою неефективність в умовах фінансової кризи. Автором неодноразово наголошувалося на тому, що внесення змін до кількісних обмежень інвестування пенсійних активів ускладнюється в Україні повільністю законодавчого процесу та не може бути реальним механізмом ринкового державного регулювання [26,29]. Такі норми законодавства [1] мають бути замінені або доповнені правами уповноваженого державного регулятора (ДКЦПФР) коригувати ці кількісні обмеження відповідно до поточного стану фінансових ринків. Оскільки граничні нормативи інвестування у різні класи активів закріплені законом [1] та, відповідно, порушення цих нормативів визнається порушенням законодавства з боку компаній з управління активами НПФ, ці фінансові установи опинилися в режимі обмеженості правового поля для оптимізації інвестиційного портфеля НПФ в реальних посткризових умовах фінансового ринку. Таким чином, окрім проблеми обмеженості пропозиції фінансових інструментів для інвестування пенсійних активів, НПФ опинилися в рамках неадекватних стану фінансового ринку норм законодавства. За цих обставин державний регулятор (ДКЦПФР) застосував єдиний можливий легітимний антикризовий захід – встановлення максимальних термінів усунення формальних порушень норм диверсифікації пенсійних активів та їх продовження з урахуванням поточного стану фінансового ринку.

Що стосується негативних наслідків кризи на етапі здійснення пенсійних виплат, то, як уже зазначалося вище, існує загальна тенденція зменшення контингенту учасників НПФ та вилучення заощаджень особами, які отримали право на самостійне визначення свого пенсійного віку в НПФ за десять років до настання загального пенсійного віку за законом (чоловіки – віком від 50 років, жінки – віком від 45 років), переважно у вигляді одноразових пенсійних виплат. Слід зазначити, що це призводить до фіксації власних збитків такими особами (знов-таки не реальних а, здебільшого, розрахункових). Водночас, в умовах скорочення надходження пенсійних внесків до накопичувальної системи та зниження ліквідності пенсійних активів, у НПФ

виникає потреба в продажу частини активів за низькими поточними ринковими цінами для забезпечення виконання зобов'язань перед учасниками фонду, що призводить до додаткових втрат пенсійних накопичень рештою учасників таких НПФ. Для тих осіб, які накопичили достатні суми для виплати пенсій на визначений термін, некоректність визначення належних їм сум пенсійних накопичень доповнюється нормативно невизначеністю реалізації норми законодавства про відокремлене (консервативне) інвестування належних таким учасникам пенсійних коштів виключно в боргові фінансові інструменти, що мало на меті забезпечення додаткових гарантій збереження та дохідності коштів, призначених на виплату недержавної пенсії. Окрім того, сумнівну легітимність мають випадки переведення учасниками пенсійних накопичень з НПФ до страхових компаній та на банківські депозитні рахунки з огляду на фактичну відсутність в Україні нормативно правової бази надання банківських та страхових послуг з недержавного пенсійного забезпечення.

Зрозуміло, що на посткризовому етапі подолати такий відтік пенсійних заощаджень з недержавного рівня національної пенсійної системи можна лише за допомогою запровадження загальнодержавної інформаційно-роз'яснювальної кампанії та усунення недоліків в існуючій системі як регулювання поточної діяльності НПФ, так і оцінки результатів такої діяльності. Безумовно, підвищення стандартів розкриття інформації самими НПФ (зокрема, щодо частоти такого розкриття) сприятиме підвищенню довіри їх учасників до діяльності цих фінансових інститутів та стабілізації як контингенту споживачів їх послуг, так і їх ресурсної бази.

Підсумовуючи результати аналізу стану та тенденцій розвитку діяльності вітчизняних НПФ у посткризовий період та світовий досвід антикризових заходів в сфері накопичувального недержавного пенсійного забезпечення, можна зробити наступні узагальнюючі висновки. Вітчизняна система регулювання діяльності НПФ виявилася недостатньо гнучкою для оперативного реагування на виклики світової фінан-

сової кризи. Антикризова діяльність національних регуляторів фінансового сектору не була взаємоузгодженою та, на практиці, призвела до ущемлення інтересів насамперед фінансових установ небанківського сектору та споживачів їх послуг (зокрема НПФ та їх учасників). Національна система інвестиційних обмежень для НПФ потребує зміни на законодавчому рівні шляхом розширення повноважень відповідного державного регулятора (ДКЦПФР) щодо встановлення та зміни нормативів інвестування, коло об'єктів інвестування має бути розширене з огляду на необхідність диверсифікації та хеджування інвестиційних ризиків, а наявні перепони реалізації права НПФ на інвестування у певні види активів (зокрема інвестування в іноземні активи) мають бути усунуті. З метою реального захисту прав учасників НПФ та створення додаткових механізмів управління ризиками слід запровадити облік зобов'язань вкладників НПФ за укладеними ними пенсійними контрактами та дієвий контроль їх виконання, а також вдосконалити систему ринкової оцінки вартості активів НПФ (насамперед за рахунок вдосконалення визначення біржового курсу цінних паперів та критеріїв відбору бірж для отримання відповідної інформації та здійснення операцій з цінними паперами). Задля оперативного визначення справедливої вартості активів НПФ слід підвищити вимоги до розкриття інформації фондовими біржами. Також потребує вдосконалення механізм визначення та розподілу фінансового результату від інвестування пенсійних активів з огляду на принцип обачності при використанні очікуваних прибутків/збитків та можливості застосування в процесі формування та розподілу прибутку/збитку НПФ механізмів управління ризиками, які виникають в діяльності НПФ унаслідок коливання ринкової ціни їх активів. З метою стабілізації контингенту учасників НПФ та їх ресурсної бази необхідно підвищити вимоги до розкриття інформації про діяльність НПФ та запровадити на загальнодержавному рівні інформаційно-роз'яснювальну кампанію для населення щодо засад функціонування накопичувальної складової вітчизняної пенсійної системи.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 47-48.
2. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» // Відомості Верховної Ради. – 2003. – №49-51
3. Підсумки діяльності недержавних пенсійних фондів станом на 30.09.09. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/npf_III_kv_2009.p
4. Україна: макроекономічні показники та показники розвитку фінансового сектору за I кв. 2006 року// Проект розвитку ринків капіталу/ CFSE Україна, 1.05.2006 р., К., 2006
5. *Леонов Д.* Таксономія пенсійних фондів: світовий досвід// Київ КНЕУ, Збірник «Фінанси, облік і аудит», вип.10, 2007, с.76-93
6. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 2. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue2_february_2009_ua.pdf
7. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 3. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue3_march2009_ua.pdf
8. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 4. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue4_april2009_ua.pdf
9. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 5. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue5_may2009_ua.pdf
10. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 7-8. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue7_8_july2009_ua.pdf
11. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 9. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue9_sep2009_ua.pdf
12. Міжнародний пенсійний вісник. 2009. № 10. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://pension.kiev.ua/files/newsletter_issue10_oct2009_ua.pdf
13. www.GlobalPensions.com -[Електронний ресурс]
14. Pension Funds Recovering in 2009, says OECD . – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.oecd.org/document/39/0,3343,en_2649_34853_43944615_1_1_1_1,00.html

15. *Барановський О.І.* Сутність і різновиди фінансових криз // *Фінанси України*, № 5, 2009 - с. 3-20

16. *Барановський О.І.* Сутність і різновиди фінансових криз // *Фінанси України*, № 6, 2009- с.3-13

17. *Барановський О.І.* Сутність і різновиди фінансових криз // *Фінанси України*, № 8, 2009- с.19 –32

18. *Дорошенко І.В.* Теоретико-методологічні основи концепції розвитку фінансових ринків в умовах глобальної кризи // *Фінанси України*, №3, 2009, с.77 –89

19. *Жупаненко В.* Світові фінансові ринки : посткризові виклики та загрози для України// *Ринок цінних паперів України*. – 2009. – №5-6 – с.21-26

20. *Макаренко Є.* Світова фінансова криза та її вплив на фінансово-кредитну сферу держави// *Ринок цінних паперів України*. – 2009. – №3-4 – с.39-44

21. *Мищенко В.І., Лисенко Р.С.* Взаємодія органів державного управління як фактор подолання фінансової кризи// *Фінанси України*, № 1, 2009, с.50 –57

22. *Шелудько Н.М., Шкляр А.І.* Фінансові кризи на ринках, що розвиваються: теоретичні і емпіричні аспекти аналізу // *Фінанси України*, №2, 2009, с.3 –21

23. *Леонов Д., Федоренко А.* Інвестування пенсійних активів: проблеми захисту пенсійних накопичень// *Ринок цінних паперів України*. – 2003. – №11-12 – с. 59-68

24. *Леонов Д.* Формування та розподіл прибутку недержавного пенсійного фонду: проблемні питання // *Ринок цінних паперів України*. – 2005. – №11-12 – с. 53-63

25. *Леонов Д.* Недержавні пенсійні фонди в Україні: стан та проблеми розвитку контингенту пенсійних фондів та споживачів їх послуг// *Ринок цінних паперів України*. – 2006. – №9-10 – с. 73-79

26. *Леонов Д.А.* Інвестування пенсійних активів: світова практика встановлення інвестиційних обмежень// *Львів, Вісник Львівської державної фінансової академії: Економічні науки*. №11, 2006, с. 186-202

27. *Леонов Д.* Недержавні пенсійні фонди в Україні: стан та проблеми формування активів та розвитку інвестиційної діяльності НПФ // *Ринок цінних паперів України*. – 2007. – №1-2 – с.79-91

28. *Леонов Д.* Тенденції розвитку інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів// *Вісник соціально-економічних досліджень*. Вип.25/ *Одеський державний економічний університет – Одеса*, 2007, с. 210-218

29. *Леонов Д.* Регулювання недержавних пенсійних фондів: міжнародні принципи та українські реалії// *Ринок цінних паперів України*, №№3-4, 2008, с.55-80

30. *Федоренко А.* Додаткові вимоги щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів як об'єктів розміщення коштів накопичувальної пенсійної системи// *Ринок цінних паперів України*. – 2009. – №3-4 – с.11-18

31. *Федоренко А.В.* Концептуальні засади випуску та обігу державних пенсійних облігацій // *Фінанси України*, №7, 2009, с.64–74.

32. *Леонов Д.А.* Вплив біржового курсу цінних паперів на діяльність інвестиційних та недержавних пенсійних фондів – *Матеріали Конференції АУФТ «Сучасні питання фондового ринку», 3 грудня 2009 р., м. Київ*. – [Електронний ресурс]. – Доступний з:<http://www.aust.com.ua/Materialy.doc>

33. УАІБ і НАПФА обговорили з Головою Держфінпослуг антикризові заходи щодо ринку недержавного пенсійного забезпечення – [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.uaib.com.ua/news/102460.html>

34. Про тимчасові заходи щодо стабілізації діяльності недержавних пенсійних фондів. Розпорядження Держфінпослуг від 12.02.2009 N 72 – Доступний з: http://zakon.nau.ua/doc/?doc_id=416558

35. Правила размещения средств пенсионных резервов НПФ и контроля за их размещением (в ред. Постановлений Правительства РФ от 11.09.2007 №583, от 16.04.2008 №270, от 28.08.2009 № 702) – [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://nalog.consultant.ru/doc91200.html>

36. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года: утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.fesm.ru/strateg.asp?ob_no=169513

37. Об одобрении в первом чтении законопроекта «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части создания механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций)» – [Электронный ресурс]. – Доступный з: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=209985

38. *Леонов Д., Смаглюк Є.* Застосування елементів технічного аналізу до цінних паперів в умовах слаборозвинутої інформаційної інфраструктури ринку цінних паперів // «Ринок цінних паперів України» №№ 5-6, 2005, с. 27-34

39. *Леонов Д., Смаглюк Є.* Перспективні напрямки розвитку інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні // *Фінанси України* № 2, 2007, с.56-68

40. УАІБ: Аналітичний огляд ринку недержавних пенсійних фондів у 4-му кварталі 2008 року. – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1356/26_4.pdf

41. УАІБ: Аналітичний огляд недержавних пенсійних фондів в управлінні КУА- 3 квартал 2009 року – [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1356/29_4.pdf

42. Про затвердження Порядку обчислення та обліку прибутку (збитку) від інвестування активів недержавного пенсійного фонду. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 02.04.2008 N 424 - 319 – [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://zakon1.rada.gov.ua/>

43. «Про додаткові заходи щодо діяльності банків», Постанова Правління Національного банку України від 11.10.2008 №319 – [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v0319500-08>

44. Привернення уваги держави до проблем мільйонів клієнтів небанківських фінансових установ потребує консолідації усіх його учасників- Київ, 25.03.2009 - – [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.uaib.com.ua/print/news/102416.html>