

ІНВЕСТИВАННЯ ПЕНСІЙНИХ АКТИВІВ: ПРОБЛЕМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Створення в Україні загальнообов'язкового Накопичувального пенсійного фонду та системи недержавних пенсійних фондів спричинить додаткове надходження інвестиційних ресурсів на фінансовий ринок. Значна частка активів пенсійних фондів в усьому світі формується у вигляді портфеля цінних паперів. Оскільки сучасний вітчизняний ринок цінних паперів неспроможний внаслідок низької його капіталізації ефективно поглинути очікувані грошові потоки, він потребує запровадження нових фінансових інструментів, що не випускаються в Україні, з метою розширення напрямків інвестування пенсійних активів, а також встановлення адекватних регуляторних вимог до інвестиційної діяльності пенсійних фондів, які одночасно враховували б світовий досвід захисту пенсійних накопичень та стан розвитку вітчизняного фінансового ринку.

Аналіз фінансових інструментів, в які інвестуються пенсійні активи

Виходячи з того, що пенсійні фонди належать до найбільш консервативного типу інституційних інвесторів, нові фінансові інструменти, інвестиції в які можуть бути рекомендовані для пенсійних фондів, повинні відповідати досить жорстким вимогам. Такі вимоги впливають з особливостей природи пенсійного фонду як неприбуткового інституту, основною метою якого є здійснення пенсійних виплат його учасникам.

Довгостроковий характер пенсійних накопичень та їх соціальна спрямованість об'єктивно зумовлюють потребу в довгострокових і надійних фінансових продуктах як об'єктах інвестування пенсійних активів, з належним забезпеченням зобов'язань за цими фінансовими інструментами.

Аналіз сучасного стану фінансового ринку України з огляду на прийнятність інвестування пенсійних активів показав:

а) обмеженість наявного кола цінних паперів та інших інструментів, які визначені законодавством і частково задовольняють вимогам пенсійних фондів (облігації внутрішньої державної позики, акції та облігації підприємств, ощадні сертифікати, банківські депозити);

б) можливість випуску окремих фінансових інструментів, які не набу-

ли широкого застосування, але могли б розглядатися як об'єкти для інвестицій пенсійних активів (привілейовані акції, облігації місцевих позик);

в) відсутність у чинному законодавстві окремих видів фінансових інструментів, які є традиційними об'єктами інвестування пенсійних коштів в інших країнах (іпотечні цінні папери, конвертовані цінні папери тощо).

Розширення напрямків інвестування пенсійних активів пов'язане з удосконаленням умов випуску існуючих та запровадженням нових видів фінансових інструментів.

Як відомо, основними ознаками інвестиційної привабливості цінних паперів та інших інвестиційних інструментів є висока *надійність, дохідність та ліквідність* таких інструментів.

Окремі фінансові інструменти відзначаються наявністю, як правило, однієї, рідше – двох, ще рідше – трьох вищевказаних ознак. Для консервативного інвестора, яким є пенсійний фонд, важливим є оптимальне поєднання цих ознак, тобто таке їх співвідношення, яке забезпечує максимальну очікувану дохідність при заданому рівні ризиків або найнижчі ризики при заданій очікуваній дохідності. При цьому до поняття ризику необхідно віднести також і ймовірність втрати ліквідності тими чи іншими інвестиційними інструментами, зокре-

Анатолій Федоренко,
кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник

Дмитро Леонов,
кандидат економічних наук,
доцент

Наталія Ковальова,
економіст

ма ризики неповернення інвестованих у такі інструменти пенсійних активів.

З метою дотримання зазначених вище умов інвестування пенсійних активів необхідно висувати такі вимоги щодо окремих інструментів інвестування:

1) у частині гарантування повернення інвестованих пенсійних коштів – забезпечення (в різних формах) зобов'язань емітента за цінними паперами;

2) у частині гарантування доходності за окремими інвестиційними інструментами – встановлення доходу за фінансовим інструментом за ставкою, що враховує рівень інфляції або зміну курсу національної валюти (валютне застереження);

3) у частині підтримання ліквідності окремих інвестиційних інструментів – наявність зобов'язань емітента або його пов'язаної особи щодо обов'язкового викупу цінного паперу взагалі або за певних обставин.

Серед інвестиційних інструментів, які передбачені чинним законодавством України та можуть розглядатися стосовно їх прийнятності для інвестування пенсійних активів, загалом можна виділити наступні:

- банківські депозити;
- ощадні сертифікати;
- облігації внутрішньої державної позики;
- облігації місцевих позик;
- облігації підприємств (корпоративні облігації);
- акції;
- банківські метали;
- об'єкти нерухомості.

Банківські депозити, зокрема, є традиційним інструментом фінансового ринку для інвестування коштів пенсійних фондів. Їх інвестиційна привабливість зумовлена, з однієї сторони, високою ліквідністю вкладів, з іншої – високою гарантованою доходністю.

Однак зазначена форма інвестувань є уразливою з боку системних фінансових ризиків, пов'язаних, зокрема, з інфляційним знеціненням грошової одиниці та зміною банківського процента. При цьому існує стійка залежність між рівнем надійності банківських депозитів, рівнем доходності за банківськими депозитами та показниками стабільності фінансової

системи. Дострокове вилучення строкових депозитів у зв'язку з очікуванням інфляційних процесів також призводить до втрати доходів внаслідок застосування знижених депозитних ставок.

За шість місяців 2002 року загальний рівень процентних ставок за депозитами:

- в національній валюті – знизився на 2,6 процентного пункта до 8,2% річних;

- в іноземній валюті – зріс на 0,2 пункта до 6,4% річних.

Депозити на строк залучалися:

- до одного місяця – під 3,7% річних;

- від 6 до 12 місяців – під 10,4% річних;

- довгострокові депозити – до 12% річних.

Середня вартість депозитів в іноземній валюті становила 6,6% річних, в тому числі:

- за коштами, залученими на строк до 1 місяця, – 1,9% річних;

- від 6 до 12 місяців – 10,3% річних;

- довгострокові депозити – до 8,7% річних [8, с.36-37].

Водночас в окремих випадках кошти в гривнях розміщуються під 18-20% річних і вище залежно від суми та строку вкладу.

Крім того, в Україні договори з юридичними особами про відкриття депозитних рахунків у багатьох банках містять застереження про можливість зниження ставок за депозитами у разі зменшення облікової ставки НБУ. Разом із тим, застережень щодо підвищення ставок за депозитами у разі зростання облікової ставки НБУ депозитні договори, як правило, не містять. Таким чином, цей інструмент є захищеним від можливих втрат від процентного ризику для банку шляхом перенесення цього ризику на інвестора, що обмежує застосування банківських депозитів як об'єктів інвестування пенсійних активів.

Висновок

Рівень доходності банківських депозитів в умовах помірної інфляції в Україні (до 7% річних) підтверджує прийнятність цього фінансового інструменту як об'єкта інвестування пенсійних коштів і в гривневому, і у валютному вимірах.

Однак у разі збільшення темпів інфляції понад помірний рівень виникають ризики втрати вартості частини депонованих коштів на строкових депозитах внаслідок невідповідності рівня договірних відсотків за депозитами фактичному рівню інфляції та неможливості оперативного переведення коштів у більш захищені від інфляції активи. І чим більші абсолютні суми таких депозитів, тим вищі відповідні ризики та негативні наслідки для кредитора.

Банківські метали в найближчі роки можуть стати досить привабливим об'єктом інвестування. За оцінками експертів, зростання цін на золото в умовах фінансової нестабільності сучасного фінансового ринку стає довгостроковою тенденцією. Найбільш сміливі оцінки полягають у тому, що протягом найближчих 2-3 років ціни на золото можуть перевищити 600, а можливо й 1000 дол. США за унцію [13, с.9].

Золото як об'єкт інвестування особливо ефективно виправдовує свою функцію скарбу в умовах загальної фінансової нестабільності. Практичні можливості використання банківських металів як об'єктів інвестування пенсійних активів обмежені не лише проблемами доступу пенсійних фондів до відповідних ринків, але й низьким нормативом, що встановлює обмеження на придбання активів, не заборонених проектами законів України про пенсійне забезпечення, обсягом до 5% загальної вартості пенсійних активів [5, п. 11, ч. 1, ст. 49].

Останнім часом деякі вітчизняні банки («Правексбанк» та інші) започаткували таку послугу для інвесторів як придбання золотих зливків. На жаль, умови інвестування в цей банківський метал пов'язані зі значними виплатами комісійних банку-посереднику, що практично повністю нівелює переваги інвестування в золото перед менш стійкими до інфляції інвестиційними інструментами фінансового ринку.

Висновок

Інвестиції в золото та інші банківські метали (платину, паладій) можуть бути привабливими для пенсійних фондів лише за умови наявності власного ринку банківських ме-

талів в Україні або відносно простого прямого доступу інституційних інвесторів до міжнародних ринків банківських металів.

Інвестиції в нерухомість, як правило, забезпечують більш високу віддачу, ніж надання коштів у кредит.

Вони характеризуються такими основними особливостями:

- довгостроковість вкладень і тривалий період обороту капіталу;
- відносно низька ліквідність (продаж і купівля об'єкта – тривалі та витратні операції);
- потреба в порівняно великому розмірі початкового капіталу для виходу на ринок;
- необхідність підтвердження прав на придбаний об'єкт шляхом державної реєстрації угод;
- потреба в професійному управлінні нерухомістю та значних витратах на її обслуговування;
- відносно висока надійність й ефективність вкладень, що забезпечується самим об'єктом інвестування;
- різноманіття джерел інвестування [11, с.592].

Дохідність інвестицій у нерухомість складається з двох або трьох складових залежно від конкретних умов:

- приріст ринкової вартості нерухомості в часі і його реалізація під час продажу;
- поточний дохід у вигляді орендної плати, відсотків, ренти й інших надходжень під час використання об'єкта;
- дохід від реінвестування одержуваних поточних доходів (якщо така операція має місце).

Слід зауважити, що інвестиційна привабливість об'єктів нерухомості (житла, соціальної інфраструктури) відзначається нерівномірністю для різних регіонів. На цьому тлі особливе місце в Україні посідає Київ, який приваблює нову бізнес-еліту всієї країни як можливість придбання житла, так і створення регіональних представництв своїх фірм (офісних приміщень, фірмових магазинів тощо), що спричиняє зростання цін на такі об'єкти та земельні ділянки під відповідну забудову.

Оптимального напрямку та ефективного використання інвестиційних потоків, що циркулюють на ринку не-

рухомості, досягають завдяки функціонуванню інститутів фінансового та фондового ринків. Значна вартість об'єктів нерухомості зумовлює потребу в кредитних ресурсах, перерозподілом яких займаються суб'єкти фінансового ринку (комерційні банки, інвестиційні фонди і компанії, пенсійні фонди тощо).

Інвестиції пенсійних активів безпосередньо в об'єкти нерухомості (придбання у власність) не мають особливого поширення у практиці управління активами пенсійних фондів. Як правило, частка таких інвестицій в ринкових активах портфеля пенсійного фонду не перевищує 5%. Більш поширеною є практика інвестування в цінні папери, випущені під заставу об'єктів нерухомості (іпотечні цінні папери).

Проект закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» передбачає можливість інвестування в інші активи, не заборонені законодавством України, але прямо не зазначені у цьому законі, – не більше як 5% загальної вартості пенсійних активів. Якщо не буде прямої заборони на інвестування пенсійних коштів у нерухомість на рівні нормативно-правових актів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, цей норматив (5%) можна розглядати як дозвіл на придбання нерухомого майна (житла, об'єктів соціальної або комерційної інфраструктури тощо).

Висновок

Загальним недоліком інвестицій в об'єкти нерухомості є їх низька ліквідність, навіть за умови розвинутого ринку нерухомості. Що стосується практичного інвестування частини пенсійних активів в об'єкти нерухомості в столиці України – м. Києві, то його доцільність зумовлена перш за все певним запасом зростання вартості 1м² житла та іншої забудови відносно цін на аналогічні об'єкти нерухомості в європейських столицях (Москві, Варшаві, Празі тощо).

Інвестиції в цінні папери зазвичай становлять найбільшу частку в інвестиційному портфелі пенсійних фондів.

Структура фондового ринку як одного із основних сегментів фінансового ринку, через який будуть вкладатися

пенсійні кошти в цінні папери, у 2001 р. характеризується такими показниками:

а) структура торгів на первинному ринку:

- акції – 87%;
- облігації підприємств – 5%;
- деривативи – 5%;
- векселі – 3%.

б) структура торгів на вторинному ринку:

- облігації внутрішньої державної позики – 85%;
- акції – 12%;
- векселі – 2%;
- облігації підприємств – 1%.

в) структура торгів на організованому ринку за фінансовими інструментами:

- облігації внутрішньої державної позики – 83%;
- акції – 14%;
- векселі – 2%;
- облігації підприємств – 1%.

Протягом 2001 р. на організаторах торгівлі було укладено угод з купівлі-продажу цінних паперів на суму 9,241 млрд. грн., що перевищує загальні обсяги торгів на організованому ринку за всі попередні роки більше ніж в 1,5 раза (за 1996–2000 рр. обсяг торгів становив 6,0 млрд. грн.). Загальна частка торгів на організованому ринку у сумарному обсязі торгів становила у 2001 р. 13,5%. Це найвищий показник за всі роки функціонування фондового ринку України. Позитивні тенденції загалом мали місце і в 2002 році.

Виходячи з наведених даних, можна констатувати, що останнім часом (2000–2002 рр.) на фондовому ринку України простежуються певні позитивні зрушення як в кількісному, так і в якісному відношенні, що проявляється у динамічному збільшенні: загальних обсягів випуску цінних паперів; операцій з цінними паперами; питомої ваги угод з цінними паперами, укладеними на організованому ринку; загальних обсягів угод та інше. Це дає підстави сподіватись, що вже найближчим часом за умови дотримання низки економічних, правових та організаційних вимог фінансові інструменти, що обертаються на фондовому ринку України, будуть прийнятними для інвестування пенсійних активів.

З огляду на консервативний характер пенсійного фонду як інституційного інвестора, його орієнтацію перш за все на інвестування в надійні, захищені від інфляції інструменти, фондовий ринок може розраховувати на залучення пенсійних активів лише у тому разі, якщо зі своєї сторони запропонує пенсійним фондам задовільні фінансові інструменти.

Якщо розглядати наявні на цьому сегменті фінансового ринку інструменти в розрізі окремих видів цінних паперів, то можна зазначити, що не всі з них повною мірою відповідають вимогам, які висуваються до об'єктів інвестування пенсійних активів. При цьому така невідповідність може бути спричинена як визначеними законодавством характеристиками цінного паперу, так і сучасним станом ринку відповідного інструменту.

Розглянемо докладніше існуючі сьогодні в Україні цінні папери, потенційно придатні для інвестування пенсійних активів.

Ощадний сертифікат за сутністю подібний до депозитного рахунка в банку, що оформлений цінним папером.

Відмінність між ощадним сертифікатом та депозитом полягає в тому, що:

- поповнити ощадний сертифікат неможливо (можна лише додатково придбати інші сертифікати); депозитний рахунок, залежно від умов договору, потенційно можна поповнювати;

- за ощадним сертифікатом банк не може змінити ставку відсотка (навіть у разі зміни облікової ставки НБУ), тоді як за депозитним рахунком це питання регулюється умовами депозитного договору;

- іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним. Тобто вони можуть змінювати власника лише через спадщину, дарування та інші випадки, передбачені законодавством; депозитні рахунки можуть бути іменними та на пред'явника і залежно від цього можуть змінювати власника шляхом надання доручення, спадкування або у заявочному порядку (рахунки на пред'явника).

За даними Звіту Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку

за 2001 рік торгівля ощадними сертифікатами як на первинному, та і на вторинному ринку не фіксувалася.

Висновок

Ощадні сертифікати є інструментами, придатними для інвестування пенсійних активів. Переваги ощадних сертифікатів полягають у гарантованих законом ліквідності (право вимоги негайного викупу) та незмінній протягом дії сертифіката дохідності. Водночас фіксовані умови дохідності за ощадними сертифікатами створюють певні проблеми для інвестування пенсійних активів у ці банківські інструменти (насамперед для іменних ощадних сертифікатів, які не обертаються на вторинному ринку), особливо у довгостроковому періоді, оскільки відсутнє хеджування втрат інвестора, пов'язаних з процентним ризиком.

Державні (урядові) облигації вважаються одними з найбільш прийнятних інструментів для інвестицій пенсійних фондів. Однак вітчизняна практика реструктуризацій заборгованості, остання з яких відбулася у вересні 2001 р., та інвестиційна діяльність пенсійних фондів є несумісними, оскільки перенесення на більш віддалений строк платежів зі сплати доходу та погашення облигацій, а також зменшення таких платежів може призвести до невиконання пенсійними фондами зобов'язань перед учасниками. За цих умов актуальності набувають питання введення для інвесторів додаткових гарантій щодо виконання державою зобов'язань за своїми цінними паперами. Безпосередньо такі гарантії включені до чинних нормативно-правових актів, в тому числі до низки постанов Кабінету Міністрів України, що визначають умови випуску ОВДП, але мають, по суті, декларативний характер, оскільки не підкріплені реальними механізмами їх застосування.

У першому півріччі 2002 р. проведено 64 аукціони з первинного розміщення облигацій внутрішньої державної позики (ОВДП), на яких розміщено дисконтних ОВДП на 792,4 млн. грн., або на 60,3% більше від суми розміщених державних облигацій за відповідний період 2001 року. За результатами проведених аук-

ціонів, до Державного бюджету залучено грошових коштів на суму 748,8 млн. грн., або на 62,6% більше, ніж у відповідному періоді попереднього року. Середньозважена дохідність розміщених державних облігацій за січень-червень 2002 року становила 12,33% річних. Загалом має місце тенденція щодо зниження рівня дохідності ОВДП. Так, середньозважена дохідність розміщених державних облігацій у червні 2002 р. становила 11,3% річних. Обсяг операцій на вторинному ринку державних цінних паперів за перше півріччя 2002 р. склав 2,8 млрд. грн., або зменшився порівняно з відповідним періодом 2001 р. на 3,6%.

З початку 2002 року на біржових торгах укладено угод з купівлі-продажу державних облігацій на суму 1,8 млрд. грн., або у 2,6 раза більше, ніж за той самий період 2001 р. Обсяги угод з ОВДП на позабіржовому вторинному ринку склали 0,7 млрд. грн. і збільшилися відносно відповідного періоду попереднього року на 38,2% [8, с.39-41].

Висновок

Кількісні показники первинного та вторинного ринків державних боргових цінних паперів в Україні свідчать про їх відносну стабільність та активність. Разом із тим доводиться констатувати «монокультурність» цих ринків (наявність лише одного виду державних боргових зобов'язань) в частині представлених на них державних боргових фінансових інструментів, що ставить завдання перед емітентом (державою) щодо збільшення кількості видів (урізноманітнення) державних боргових зобов'язань з одночасним підвищенням рівня наданих щодо них державних гарантій.

Залучення коштів до бюджетів місцевих органів влади шляхом випуску *облігацій місцевих позик* на сьогодні не має широкого вжитку в Україні.

Так, протягом 2001–2002 рр. не було зареєстровано жодного випуску облігацій місцевих позик. Головною причиною, яка стримує розвиток ринку цього поширеного за кордоном інвестиційного інструменту, є негативний досвід випуску облігацій місцевих позик у попередні роки, що пов'язаний

із фактами дефолту в м. Одесі та деяких інших регіонах.

Попередні емісії облігацій місцевих позик здійснювалися протягом 1995–1998 рр. Позики через облігації було залучено 14 емітентами – місцевими органами влади АР Крим, Дніпропетровської області, міст Донецька, Маріуполя, Запоріжжя, Києва, Броварів, Львова, Одеси, Полтави, Кременчука та Комсомольська, м. Харкова, Херсонської області.

Загальна номінальна вартість облігацій місцевих позик усіх випусків по Україні склала 315272,385 млн. гривень. Було розміщено облігацій на суму 217506,664 млн. гривень. За процентними облігаціями в більшості випусків дохід встановлювався у процентах до облікової ставки НБУ (найбільш показовий виняток – облігаційна позика м. Одеси, за якою передбачалося 50% річних). За цільовими облігаціями власники облігацій мали отримати житло.

На поточний час випуски облігацій місцевих позик не здійснюються.

Офіційно в ДКЦПФР зареєстровано лише три емісії облігацій органів місцевого самоврядування:

- Міністерства фінансів Автономної Республіки Крим (120 млн. грн.);
- Одеської міської ради (61 млн. грн.);
- Міської ради м. Бровари (1 млн. грн.).

Термін обігу всіх облігацій, згідно з умовами випуску, вже закінчився. При цьому повністю погашеною була лише одна позика – Броварської міської ради. Ця ж позика є єдиною, що була зареєстрована після набрання чинності Положенням про порядок реєстрації інформації про випуск облігацій місцевих позик, здійснений до 27.12.97 р., затвердженого Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31 липня 1998 року №98 та зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 22 вересня 1998 р. за №591/3031. Інші два випуски були зареєстровані після розміщення облігацій на внутрішньому ринку, тобто з порушенням чинного законодавства України.

Основними причинами відсутності ринку облігацій місцевих позик на сьогодні можна вважати:

- невизначеність прав та обов'язків органів місцевої влади як емітента облігацій місцевих позик;

- відсутність порядку відстеження (контролю цільового використання) руху коштів, пов'язаних з випуском та погашенням облігацій, в доходах та видатках місцевих бюджетів;

- обмеженість можливостей у органів місцевого самоврядування щодо застосування ліквідної застави або іншого забезпечення (гарантування повернення) позики;

- відсутність відповідальності органів місцевої влади за недодержання умов емісії облігацій місцевих позик та порушення строків погашення зобов'язань за облігаціями.

Висновок

Ринок облігацій місцевих позик в Україні не відбувся. Одна з причин – невиконання емітентами своїх зобов'язань за облігаціями. За наявності прибуткових проектів, під реалізацію яких залучалися б кошти через облігаційні позики, та професійного підходу в конструюванні відповідних випусків облігацій органів місцевої влади, останні могли б стати поширеним інструментом у портфелях пенсійних фондів.

Слід констатувати, що сучасний стан ринку облігацій місцевих позик та практика їх випуску не дозволяють на сьогодні розглядати ці боргові цінні папери як інструменти для інвестування пенсійних активів, всупереч існуючій практиці широкого застосування їх зарубіжними пенсійними фондами, і без істотного удосконалення механізмів захисту інвестицій в облігації місцевих позик розраховувати на їх використання не доводиться.

Останнім часом (2000–2002 рр.) в Україні динамічно використовується такий поширений на світових фінансових ринках інструмент, як **корпоративні облігації**.

У 2001 р. корпоративні облігації посіли друге місце за обсягами випуску серед цінних паперів.

Протягом 2001 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 62 випуски облігацій на загальну суму 694,32 млн. грн., що перевищує сумарні обсяги випуску таких облігацій

за усі попередні роки більше ніж у 2 рази (за 1996–2000 рр. обсяг випуску облігацій становив 339,5 млн. грн.) [7, с.39].

Зазначені тенденції у випуску корпоративних облігацій зберігалися і в 2002 році. Загальний обсяг випуску облігацій підприємств станом на 01.07.2002 р. склав 0,8 млрд. грн., причому динаміка зростання цього сегменту фінансового ринку випереджає темпи приросту депозитних вкладень у комерційні банки, а частка облігацій в обігу на ПФТС перевищує частку акцій.

Тобто з високою впевненістю можна стверджувати, що цей сегмент фондового ринку буде спроможний забезпечити вже найближчим часом розміщення активів недержавних пенсійних фондів в обсягах, обмежених нормативами інвестування.

Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій, порівняно з банківськими депозитами, зумовлена наявністю, зокрема, потенційних рівнів забезпечення надійності інвестицій, таких як:

- наявність на організованому вторинному ринку інституту маркет-мейкерів, які підтримують поточну ліквідність цих цінних паперів (практично всі публічні випуски облігацій цього року);

- застосування в окремих випадках валютних застережень (гарантій забезпечення дохідності в національній грошовій одиниці не нижче певного процента у твердій валюті (наприклад, облігації ЗАТ «Київстар Дж.Ес.Ем.»);

- при купівлі облігацій під час первинного розміщення одночасне укладання угод РЕПО, які гарантують викуп цих облігацій емітентом або андеррайтером у визначений час за визначеною ціною (банк «Південний», Одеський кон'ячний завод тощо);

- застереження про періоди дострокового викупу емітентом облігацій та інше.

Слід зазначити, що практично всі зареєстровані випуски корпоративних облігацій здійснено «під загальне зобов'язання», тобто без конкретного майнового забезпечення емітента. Це означає, що у разі неможливості своєчасного погашення облігацій та(або) сплати проміжного (купону) чи

кінцевого доходу, власник облігації потрапляє до загального переліку кредиторів, і зобов'язання емітента облігацій перед таким облігаціонером будуть виконуватися у загальному порядку, що для пенсійних фондів є неприйнятним.

Висновок

Практика випуску, обігу та погашення облігацій підприємств не має тривалої позитивної історії, хоча поки що і не супроводжується скандалами. Однак відсутність майнового забезпечення під час випуску корпоративних облігацій істотним чином обмежуватиме їх привабливість для інвестування пенсійних коштів, що також, як і у випадку з муніципальними позиками, вимагатиме додаткових гарантій.

Акції є одним з найбільш поширених інструментів на вітчизняному ринку цінних паперів.

Переважає більшість акціонерних товариств в Україні були створені в процесі приватизації. Тому практично майже всі акції, які обертаються на фондовому ринку України, є простими іменними акціями, оскільки спеціальним законодавством про приватизацію передбачався випуск тільки таких акцій.

Таким чином, в Україні не набув поширення випуск привілейованих акцій, які є більш прийнятними для інвестування пенсійних активів.

У 2001 р. торгівля акціями на фондовому ринку України посідала друге місце серед інших цінних паперів. При цьому обсяги угод, укладених у 2001 р., порівняно з попереднім роком, збільшилися на 7,82 млрд. грн., і питома вага їх склала 28,3% до загального обсягу торгів на фондовому ринку [7, с.48].

Однак торгівля акціями на вторинному організованому ринку становить незначний процент, що є першим чинником, який звужує можливості використання акцій як інструментів для інвестування пенсійних коштів.

Другим чинником є висока ризикованість інвестицій у цей вид цінних паперів.

Вітчизняний ринок акцій українських емітентів характеризується низькою капіталізацією та недооцінкою окремих активів. На останню

обставину, зокрема, вказують показники зниження цін на акції окремих емітентів (так званих «блакитних фішок»):

- ВАТ «Дніпроенерго» – з 300 дол. США у жовтні 1997 р. до 15 дол. США у грудні 2002 р.;

- ВАТ «Західенерго» – з 50 дол. США у жовтні 1997 р. до 5 дол. США у грудні 2002 р.;

- ВАТ «Центренерго» – з 2 дол. США у жовтні 1997 р. до 0,25 дол. США у грудні 2002 р.¹

Як видно із наведених даних, акції окремих підприємств виявляються істотним чином недооціненими і мають значні можливості для потенційного зростання. Головне завдання полягає у тому, щоб уже протягом найближчих років створити в Україні необхідні умови для забезпечення сталого зростання вартості цінних паперів вітчизняних емітентів.

Серед причин, які знижують надійність акцій як об'єктів інвестування, слід зазначити наступні:

- порушення прав акціонерів (особливо дрібних, портфельних, до яких належать і пенсійні фонди), що не дозволяє розглядати акції навіть успішних підприємств як об'єкти інвестування пенсійних коштів: «розмивання» акціонерного капіталу шляхом розміщення додаткових емісій за необґрунтованими цінами серед обмеженого кола пов'язаних осіб; «винесення» активів за межі материнської компанії шляхом створення дочірніх підприємств; вилучення прибутків акціонерного товариства шляхом реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) через посередницькі структури, які пов'язані з менеджментом або особами, що контролюють товариство тощо;

- збиткова робота майже кожного другого підприємства (44% підприємств (крім банків, малих підприємств та бюджетних установ) за підсумками січня-травня 2002 р. мають збитки) [8, с.11], що виводить таких емітентів за межі кола навіть потенційних об'єктів інвестування для пенсійних фондів;

- високий рівень заборгованості суб'єктів господарювання між собою та

1. За оперативними даними ПФТС на відповідну дату.

перед бюджетом за податками та іншими обов'язковими платежами (на 01.06.2002 р. сума кредиторської заборгованості склала 288,5 млрд. грн., дебіторської – 226,1 млрд. грн., або порівняно з аналогічним періодом попереднього року зросла відповідно на 5,6% та 11,3%) [8, с.11], що значно збільшує імовірність ризику банкрутства акціонерного товариства та, відповідно, втрат для інвестора;

- незавершеність процесів первинної та вторинної приватизації в Україні, що створює заінтересованість з боку стратегічних інвесторів у заниженні цін на акції з тим, щоб набути контроль над підприємством за якомога нижчою ціною (як наслідок, ціни на акції окремих підприємств знизились у десятки разів: наприклад, ціна акцій ВАТ «Дніпрошина» знизилася з 41 дол. США до 68 центів, або більш ніж у 60 разів).

Висновок

Врахування та усунення вищезазначених причин, хоча б на рівні позитивних тенденцій, дозволить істотно підвищити інвестиційну привабливість акцій як об'єктів інвестування, з огляду на існуючу недооцінку вартості цих активів.

Напрямки розвитку фінансових інструментів в Україні

Підвищення інвестиційної привабливості *державних боргових зобов'язань* передбачає створення законодавчих засад та організаційних можливостей для випуску нових надійних фінансових інструментів, захищених від:

- ризиків відмови держави від виконання своїх зобов'язань (дефолт);
- негативного впливу інфляції на дохідність державних боргових цінних паперів

1) У частині гарантування повернення «справжньої» вартості інвестованих пенсійних коштів – перехід від боргових цінних паперів, випущених «під загальне зобов'язання» емітента, тобто без забезпечення, до боргових цінних паперів із відповідним майновим забезпеченням:

- державні боргові цінні папери (облігації), забезпечені фінансовими активами (наприклад, акціями приватизованих підприємств, що мають

стратегічне значення для економіки та безпеки держави і тимчасово перебувають у державній власності, золотовалютними резервами тощо);

- випуск спеціальних (привілейованих) державних боргових зобов'язань, передбачених для інвестування виключно пенсійних активів (з переважним правом вимоги виплати доходів за цими зобов'язаннями і законодавчою заборотою дефолту та реструктуризації або конверсії боргу).

2). У частині гарантування дохідності за окремими інвестиційними інструментами, яка б забезпечувала не лише відшкодування втрат, пов'язаних з впливом інфляції, але й певний нормативний дохід (як правило, не нижче 3–5% річних):

- випуск середньо- та довгострокових державних цінних паперів України, номінованих у твердій валюті (дол. США, євро) з фіксованим валютним доходом;

- випуск державних боргових цінних паперів із плаваючим доходом (купоном), що враховує рівень інфляції в період, за який виплачується дохід (фактичний рівень інфляції плюс нормативний дохід);

- допуск пенсійних фондів до ринків зовнішніх боргових зобов'язань України (євробондів).

Засоби підвищення надійності боргових зобов'язань, випущених у формі *облігацій місцевої позики*, мають меншу варіативність унаслідок обмеження можливостей органів місцевого самоврядування як у частині напрямків використання залучених коштів пенсійних фондів, так і в частині мобілізації джерел їх повернення.

1) Важливою умовою забезпечення привабливості таких облігацій є підтримання їх ліквідності, постійне котирування на вторинному ринку.

2) Наступною формою гарантування повернення інвестованих коштів може бути страхування облігацій місцевої позики для відшкодування будь-яких збитків у разі, якщо виплати номінальної вартості та (або) купонних процентів будуть виконані неповністю або несвоєчасно. При цьому страхування ризиків повинен здійснювати емітент місцевих облігацій. Витрати емітента на страхування у цьому разі, як правило, відшкодовуються за рахунок

зниження вартості позики шляхом встановлення більш низьких процентних ставок за застрахованими облігаціями.

3) Ще одним засобом мінімізації ризиків інвестора від неповернення внесених коштів є випуск облігацій місцевих позик, забезпечених об'єктами комунальної власності або іншим муніципальним майном (активами).

4) Однією із різновидностей підвищення гарантій за облігаціями місцевої позики може бути встановлення безпосередньої залежності між напрямком спрямування коштів, залучених шляхом запозичення, та джерелом їх повернення (наприклад, джерелом повернення інвестицій у дорожнє будівництво можна визначити та закріпити певний вид місцевих податків).

Практичне вирішення проблеми підвищення інвестиційної привабливості *облігацій підприємств* як інструментів для інвестування пенсійних активів перш за все пов'язане із їх забезпеченістю. Це питання може бути розв'язане шляхом розширення типів облігацій підприємств:

- *конвертовані облігації* (облігації, випущені акціонерними товариствами під зобов'язання обміну, за бажанням їх власника, на інші цінні папери, як правило, звичайні акції або облігації наступних випусків);

- *субординовані незабезпечені облігації* (облігації, що передбачають встановлену пріоритетну черговість їх погашення по відношенню до зобов'язань емітента перед іншими кредиторами у разі банкрутства емітента: облігації з більш високим пріоритетом погашаються до того, як почнуть виконуватись зобов'язання за облігаціями з більш низьким пріоритетом та інші зобов'язання цієї черговості);

- *гарантовані облігації* (облігації, випуск яких гарантується іншою юридичною особою, як правило, пов'язаною з емітентом, наприклад, облігації, випущені дочірнім підприємством, гарантуються материнською компанією);

- *облігації із заставою цінних паперів* (облігації, забезпечені іншими цінними паперами, що перебувають у володінні емітента, наприклад, цінні папери, випущені дочірнім підприємством емітента).

У зв'язку з необхідністю розширення випусків корпоративних облігацій з майновим забезпеченням загострюється проблема визначення податкової застави в Законі України «Про порядок погашення зобов'язань платників податків перед бюджетами і державними цільовими фондами» від 21.12.2000 р. №2181-III, яким передбачено автоматичне віднесення до податкової застави усього майна (активів) платника податку з першого дня виникнення у нього простроченої заборгованості за податками та(або) обов'язковими платежами (внесками) до державних цільових фондів. При цьому забороняється використовувати майно (активи), що перебувають у податковій заставі, як об'єкта застави за іншими зобов'язаннями. Це унеможливило для підприємства випуск забезпечених облігацій або блокує їх випуск (якщо рішення про такий випуск було прийняте до виникнення податкової застави, однак розміщення ще не відбулося).

Останнім часом акціонерні товариства ініціюють зміни до законодавства з цінних паперів та фондового ринку, яке обмежує обсяги випуску корпоративних облігацій 25% статутного фонду емітента. З метою збільшення обсягів випусків облігацій підприємств можна запропонувати встановлення обмеження випуску таких облігацій для акціонерних товариств на рівні 25% власного капіталу (замість статутного капіталу). При цьому надійність корпоративних облігацій повинна підтримуватися шляхом:

- встановлення загального обмеження на залучення позикових коштів у сумі, що не перевищує власного капіталу підприємства-позичальника, та врахування фактичної кредиторської заборгованості емітента на момент прийняття рішення про випуск облігацій;

- заборони випуску облігацій підприємствами, власний капітал яких на момент прийняття рішення про випуск облігацій менший за їх статутний капітал.

Для підвищення інвестиційної привабливості *акцій вітчизняних емітентів*, збільшення ринкової капіталізації підприємств, зростання ринкової вартості (курсу) акцій, необхідно:

– прийняти закон України «Про акціонерні товариства» як загальну умову підвищення правового рівня корпоративних відносин та створення додаткових можливостей захисту прав інвесторів, в першу чергу, портфельних, до яких належать й пенсійні фонди;

– до прийняття вищезазначеного закону учасникам корпоративних відносин керуватися в своїй діяльності Рекомендаціями з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України, затвердженими Рішенням ДКЦПФР від 02.06.2002 р. №190.

Підприємствам-емітентам акцій та акціонерам-власникам значних (контрольних, блокуючих) пакетів акцій запровадити у власну практику корпоративних відносин наступні норми:

– кумулятивне голосування на загальних зборах акціонерів з питань обрання членів органів управління товариством з метою розширення можливостей доступу до участі у роботі таких органів представників міноритарних (дрібних, портфельних) інвесторів, в тому числі – пенсійних фондів;

– здійснення оферти (пропозиції) з боку акціонера (групи пов'язаних осіб) у разі набуття ним (нею) контролю над акціонерним товариством щодо викупу акцій у решти акціонерів шляхом оголошення тендеру (конкурсу) про такий викуп за справедливою ціною;

– обов'язковий викуп акціонерним товариством акцій на вимогу меншості акціонерів у разі прийняття рішення загальними зборами, які утискають права таких акціонерів;

– встановлення контролю з боку спостережної ради акціонерного товариства за значними угодами, щодо яких існує конфлікт інтересів або заінтересованість посадових осіб товариства;

– обмеження угод з купівлі-продажу цінних паперів, які укладаються на підставі інсайдерської інформації тощо.

Одним із засобів підвищення інвестиційної привабливості *банківських депозитів* для пенсійних фондів може бути встановлення законодавчої норми, згідно з якою пенсійні кошти, внесені пенсійним фондом на строкові

банківські депозити, підлягають спеціальному захисту у разі банкрутства банку шляхом виключення активів, у які розміщено такі пенсійні кошти, із ліквідаційної маси, на яку може бути звернено стягнення за зобов'язаннями банку перед рештою кредиторів.

Ще одним засобом забезпечення надійності інвестування пенсійних коштів у банківські депозити може слугувати встановлення банком для таких депозитів (згідно з умовами договору з пенсійним фондом) індексованої депозитної ставки – ставки, яка б передбачала автоматичну зміну депозитної ставки з урахуванням офіційного індексу інфляції (депозитна ставка, збільшена на «наднормативний» приріст процента інфляції).

Певним елементом захисту пенсійних коштів від знецінення може також бути відкриття *валютних депозитів* зі сплатою процентів у валюті. Можливість практичної реалізації цього заходу вимагає вирішення на законодавчому рівні, принаймні, двох проблем:

по-перше, надання дозволу пенсійним фондам тримати частину пенсійних коштів у формі валютних депозитів (до 10% загальної вартості пенсійних активів);

по-друге, відміни оподаткування доходів у вигляді курсових різниць, які виникають унаслідок перерахунку іноземної валюти, що перебувала на обліку пенсійного фонду, в гривню за офіційним валютним (обмінним) курсом Національного банку України.

З метою підвищення інвестиційної привабливості *ощадних сертифікатів* для пенсійних фондів необхідно:

• поширити процедуру реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів на ощадні сертифікати в цілях посилення контролю за емітентом та забезпечення прав їх власників;

• скасувати обмеження щодо вільного обігу іменних ощадних сертифікатів, поширивши на них порядок реєстрації прав власності, встановлений для іменних цінних паперів;

• спростити для пенсійних фондів процедуру придбання валютних цінностей (в тому числі деномінованих в іноземній валюті фінансових інструментів,

випущених українськими банками, зокрема ощадних сертифікатів тощо).

З метою підвищення привабливості інвестицій пенсійних активів у *дорогоцінні (банківські) метали* (золото, платина, паладій тощо) необхідно:

- спростити доступ пенсійних фондів до міжнародних ринків банківських металів;

- надати можливість пенсійним фондам здійснювати придбання банківських металів для цілей інвестування пенсійних активів через Національний банк України з визначенням вартості цієї послуги на рівні фактичних витрат НБУ на проведення цієї операції.

Крім того, з метою розширення можливостей залучення інвестиційних ресурсів пенсійних фондів на вітчизняний ринок цінних паперів слід було б розглянути можливість запровадження додаткових та розширення різновидів уже існуючих фінансових інструментів, наприклад:

1) *облігації внутрішньої державної позики*, забезпечені: об'єктами права державної власності (наприклад, державними корпоративними правами; золотовалютними резервами держави, іншими об'єктами);

2) *облігації місцевих позик*, забезпечені доходом від інвестиційного проєкту, або об'єктами комунальної власності, або чітко визначеними джерелами доходів місцевого бюджету;

3) *облігації підприємств*

- гарантовані (забезпечені) облігації підприємств

(в тому числі облігації комунальних підприємств, гарантовані відповідними органами місцевої влади);

- облігації з плаваючою купонною ставкою доходу;

- облігації, номіновані у твердій валюті (долар США, євро) з валютним доходом;

- облігації, гривневий дохід за якими хеджується ставкою доходу у твердій валюті (валютні застереження);

- конвертовані облігації.

4) *конвертовані привілейовані акції* – привілейовані акції, умовами випуску яких передбачена можливість їх конвертації у звичайні акції цього ж емітента.

Незважаючи на те, що акція є цінним папером без встановленого строку обігу, доцільно було б також за-

конодавчо передбачити можливість відкликання (погашення, викупу, конвертації) емітентом привілейованих акцій з метою підвищення ліквідності цих цінних паперів для інвестора. Водночас для захисту прав власника конвертованих привілейованих акцій необхідно встановлювати умовами випуску мінімальний строк, до якого відкликання цінного паперу неможливе.

5) *Іпотечні папери* – фінансові інструменти, випущені під заставу землі та інших об'єктів нерухомості (житлових будинків, будівель соціальної інфраструктури – готелів, бізнес-центрів тощо).

У разі наявності гарантій щодо безумовного погашення зобов'язань за іпотечними облігаціями та (або) сплати процентів іпотечні облігації є гарантованими. Формою гарантії може бути своєчасна виплата відсотків та основного боргу емітентом, навіть якщо позичальники іпотечних кредитів не зможуть цього зробити; така гарантія забезпечується за рахунок тимчасової поворотної фінансової підтримки з боку держави (бюджету) або уряду (спеціального фонду).

З метою наповнення фондового ринку України надійними, захищеними від інфляційного впливу фінансовими інструментами, які на сьогодні практично відсутні в Україні, *необхідно створити відповідні правові передумови їх випуску та обігу*. Зокрема, це стосується наступного.

1) Внесення змін до Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» (або розробка нової редакції цього Закону – законопроект «Про емісійні цінні папери та фондовий ринок»), які б передбачали розширення видів цінних паперів та їх типів, умов випуску та обігу.

2) Прийняття законів України «Про іпотеку» та «Про іпотечні цінні папери», якими врегульовуються питання надання іпотечних позик (кредитів, забезпечених об'єктами нерухомості – житлом, земельними ділянками тощо), а також випуску та обігу іпотечних облігацій, забезпечених пулом закладних (секьюритизація)².

²Секьюритизація – в даному контексті процес створення пайових іпотечних облігацій, що базуються на пулі іпотечних позик.

3) Удосконалення законодавства, яке регулює створення та розвиток відповідних ринків товарних ресурсів (землі, нерухомості, зерна тощо) як обов'язкової умови забезпечення ліквідності об'єктів іпотеки та застави.

4) Прийняття закону України «Про акціонерні товариства», яким повинна бути запроваджена найкраща практика з корпоративного управління та міжнародні стандарти корпоративних відносин, спрямовані на захист прав та законних інтересів інвесторів у корпоративні цінні папери, в першу чергу – портфельних.

5) Внесення змін до відповідних законодавчих актів, якими було б запроваджено випуск середньо- та довгострокових державних боргових цінних паперів різних типів, у тому числі спеціально передбачених для інвестування пенсійних коштів, перш за все коштів загальнообов'язкового Накопичувального пенсійного фонду.

6) Зняття законодавчих та нормативних обмежень для виходу пенсійних фондів на ринок зовнішніх боргових зобов'язань України (євробондів).

7) Прийняття Національним банком України нормативно-правового акта щодо спрощення порядку здійснення валютних операцій інститутами спільного інвестування, пенсійними фондами та страховими компаніями, які згідно із законодавством мають право інвестувати свої активи в цінні папери, випущені іноземними емітентами (здійснювати експорт капіталу).

8) Прийняття Національним банком України нормативно-правового акта щодо створення можливостей доступу пенсійних фондів до міжнародних ринків банківських металів.

9) Внесення змін до законодавчих актів з питань оподаткування, спрямованих на встановлення адекватного механізму оподаткування операцій з окремими фінансовими інструментами та доходами за ними, враховуючи неприбутковий статус пенсійного фонду (звільнення від оподаткування: у джерела виплати – дивідендів, процентів та інших пасивних доходів, які сплачуються на користь пенсійних фондів; курсових різниць, які виникають

унаслідок перерахунку іноземної валюти, що перебуває на рахунках пенсійного фонду, в гривню за офіційним валютним (обмінним) курсом Національного банку України; доходів від операцій з торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, які перебувають в інвестиційному портфелі пенсійного фонду тощо).

Успішне та ефективне здійснення пенсійної реформи передбачає не лише прийняття базових спеціальних законів «Про загальнообов'язкове пенсійне страхування» та «Про недержавне пенсійне забезпечення», але й одночасне паралельне вдосконалення правових засад розвитку фінансового ринку та корпоративного сектору економіки як основної сфери, через яку та в яку інвестуються пенсійні кошти.

Аналіз моделей регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів

Основні підходи до регулювання інвестиційної діяльності, передбачені законопроектами з пенсійного забезпечення, полягають у встановленні:

1) загальних обмежень на джерела формування активів пенсійних фондів (наприклад, заборона на формування пенсійних активів за рахунок позикових (кредитних) коштів або шляхом випуску та розміщення власних цінних паперів);

2) заборони на здійснення окремих операцій з активами пенсійних фондів (наприклад, надання майнових гарантій, забезпечених пенсійними активами, або будь-яких кредитів (позик) за рахунок пенсійних активів);

3) заборони на укладання угод окремих видів (наприклад, угод РЕПО – купівлі-продажу або міні пенсійних активів з обов'язковою умовою зворотного викупу);

4) заборони на формування інвестиційного портфеля пенсійного фонду цінними паперами, випущеними певними категоріями емітентів (наприклад, заборона придбання цінних паперів, емітентами яких є пов'язані особи та надавачі послуг пенсійного фонду);

5) обмежень щодо складу інвестиційного портфеля пенсійних фондів шляхом визначення видів цінних па-

перів, у які дозволено (заборонено) вкладати пенсійні активи;

6) кількісних обмежень (нормативів) на обсяги інвестувань пенсійних активів у фінансові інструменти окремих категорій емітентів та окремі види фінансових інструментів;

7) приписів щодо здійснення операцій з цінними паперами на окремих видах ринків (первинний та вторинний, внутрішній та зовнішній, організований та неорганізований).

Аналіз основних підходів до регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів та загальних обмежень інвестиційної діяльності з пенсійними активами, що містяться в законопроектах, внесених Кабінетом Міністрів України до Верховної Ради України, засвідчив дотримання основних вимог, які рекомендовані ОЕСР до застосування в регулюванні інвестиційної діяльності з пенсійними активами на ринках, що розвиваються.

Водночас звертає на себе увагу наявність окремих розбіжностей у підходах, які застосовуються щодо обмежень напрямків інвестування пенсійних коштів Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів. При цьому *зазначені розбіжності не завжди уявляються обґрунтованими.*

Зокрема, викликають сумніви норми законопроектів, в яких встановлені більш жорсткі вимоги щодо інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів відносно Накопичувального пенсійного фонду, тоді як *повинно бути навпаки.*

Така невідповідність, наприклад, виявляється у відсутності заборони на придбання цінних паперів, емітентами яких є пов'язані особи банківської установи-зберігача та радника з інвестиційних питань Накопичувального пенсійного фонду, тоді як для недержавних пенсійних фондів така заборона поширюється на пов'язаних осіб усіх надавачів послуг.

Необхідність більш жорстких вимог та обмежень діяльності Накопичувального пенсійного фонду зумовлені як обов'язковим характером участі всіх застрахованих осіб у системі загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, так і очікуваними значними обсягами накопичуваних пен-

сійних активів в цій системі. Остання обставина – значні обсяги обов'язкових накопичень, – в умовах вузького ринку фінансових інструментів породжує проблему зворотного впливу Накопичувального пенсійного фонду на стабільність фінансового ринку шляхом створення за рахунок його активів попиту та пропозиції щодо окремих фінансових інструментів у обсягах, що можуть деформувати сам ринок.

Порівняльний аналіз обмежень щодо складу портфеля цінних паперів Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів, запропонованих у законопроектах, внесених Кабінетом Міністрів України до Верховної Ради України, показав незначну розбіжність у підходах, які стосуються обмежень напрямків інвестування пенсійних коштів Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів.

Наявні розбіжності переважно стосуються таких позицій:

а) *державні боргові цінні папери*, у які дозволено інвестувати кошти Накопичувального пенсійного фонду, обмежено тільки тими, які забезпечуються активами або мають визначене джерело доходу для їх погашення, тоді як для недержавних пенсійних фондів таке обмеження не встановлене;

б) *акції та облигації українських емітентів*, у які заборонено інвестувати кошти Накопичувального пенсійного фонду, обмежено цінними паперами тільки першого випуску емітента, що знаходяться в процесі первинного розміщення. Водночас на недержавні пенсійні фонди поширюється заборона на інвестування в цінні папери, на які здійснюється підписка згідно із законодавством, будь-якого випуску (як першого, так і наступних);

в) *іноземні фондові біржі та торговельно-інформаційні системи*, на яких можуть придбаватися цінні папери іноземних емітентів для портфелів недержавних пенсійних фондів, наведені у вичерпному переліку, тоді як для Накопичувального пенсійного фонду Кабінет Міністрів України може визначати, додатково до зазначених, інші іноземні фондові біржі та торговельно-інформаційні системи;

г) мають місце смислові розбіжності у визначенні статусу цінного паперу відносно включення їх до лістингу фондової біржі чи торговельно-інформаційної системи.

Співставлення кількісних обмежень на інвестування активів Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів наведено в таблиці 1.

Таблиця 1

Кількісні обмеження на інвестування пенсійних активів*

Вид кількісного обмеження		Проект закону України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» (реєстр. №0993)		Проект закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (реєстр. №2064-1)	
		Стаття 82. Обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами Накопичувального фонду		Стаття 49. Загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами пенсійного фонду	
		Норми, викладені в законопроекті	Пропозиції щодо нової редакції нормативів**	Норми, викладені в законопроекті	Пропозиції щодо нової редакції нормативів**
1	Кошти на поточних рахунках, банківських депозитних рахунках та в ощадних сертифікатах банків (сукупно)	$\leq 50\%$ при цьому $\leq 10\%$ у зобов'язаннях одного банку;	$\leq 30\%$ при цьому $\leq 10\%$ в зобов'язаннях одного банку;	$\leq 30\%$ при цьому $\leq 10\%$ в зобов'язаннях одного банку;	$\leq 30\%$ при цьому $\leq 10\%$ в зобов'язаннях одного банку;
2	Цінні папери одного емітента	$\leq 5\%$ (за винятком цінних паперів, погашення та дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, центральними органами виконавчої влади та емітентами яких є комерційні банки);	$\leq 5\%$ (за винятком цінних паперів, погашення та дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, центральними органами виконавчої влади);	$\leq 5\%$ (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим та емітентами яких є комерційні банки);	$\leq 5\%$ (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим);
3	Державні цінні папери	$\leq 50\%$	$\leq 50\%$, але не менше 30% , при цьому не більше 20% в цінні папери одного виду. Заборонено інвестувати в державні цінні папери, випущені під загальне зобов'язання держави.	$\leq 50\%$	$\leq 50\%$, але не менше 30% , при цьому не більше 20% в цінні папери одного виду. Заборонено інвестувати в державні цінні папери, випущені під загальне зобов'язання (гарантію) держави понад 30% .
4	Облігації місцевих позик	$\leq 10\%$	$\leq 20\%$. При цьому заборонено інвестувати в облігації місцевих позик, випущених під загальне зобов'язання емітента.	$\leq 10\%$	$\leq 20\%$. При цьому заборонено інвестувати в облігації місцевих позик, випущених під загальне зобов'язання емітента.

	Вид кількісного обмеження	Проект закону України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» (реєстр. №0993)		Проект закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (реєстр. №2064-1)	
		Стаття 82. Обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами Накопичувального фонду		Стаття 49. Загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами пенсійного фонду	
		Норми, викладені в законопроекті	Пропозиції щодо нової редакції нормативів**	Норми, викладені в законопроекті	Пропозиції щодо нової редакції нормативів**
5	Корпоративні облигації, емітентами яких є резиденти України	$\leq 20\%$	$\leq 20\%$. При цьому заборонено інвестувати в корпоративні облигації, випущені під загальне зобов'язання емітента.	$\leq 40\%$	$\leq 20\%$. При цьому заборонено інвестувати в корпоративні облигації, випущені під загальне зобов'язання емітента.
6	Акції українських емітентів	$\leq 40\%$	$\leq 40\%$	$\leq 40\%$	$\leq 40\%$
7	Цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав	$\leq 20\%$ (при цьому в ЦП однієї іноземної держави, $\leq 10\%$)	$\leq 20\%$. При цьому в цінні папери однієї іноземної держави – не більше 10%; в акції та облигації іноземних емітентів, які пройшли лістинг на організованих фондових ринках іноземних держав – не більше 10%, при цьому в цінні папери одного емітента – не більше 5%.	$\leq 20\%$ (сукупно по пп. 7 та 8)	$\leq 20\%$. При цьому в цінні папери однієї іноземної держави – не більше 10%; в акції та облигації іноземних емітентів, які пройшли лістинг на організованих фондових ринках іноземних держав – не більше 10%, при цьому в цінні папери одного емітента – не більше 5%. $\leq 5\%$
8	В акції та облигації іноземних емітентів, які пройшли лістинг на організованих фондових ринках іноземних держав,	$\leq 20\%$			
9	В інші активи, не заборонені законодавством України	$\leq 5\%$	$\leq 5\%$	$\leq 5\%$	$\leq 5\%$
10	В об'єкти нерухомості (земля, будівлі)		$\leq 40\%$		$\leq 5\%$
11	В іпотечні цінні папери, випущені спеціалізованою іпотечною установою		$\leq 5\%$		$\leq 40\%$
12	У банківські метали		$\leq 5\%$		$\leq 5\%$

*Кількісні обмеження визначені у процентах від загальної вартості пенсійних активів відповідно до Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів.

**Курсивом позначені норми, які пропонується змінити.

Порівняльний аналіз нормативів (кількісних обмежень) інвестування пенсійних активів, запропонованих в законопроектах, внесених Кабінетом Міністрів України до Верховної Ради України, вказує на наявність деяких розбіжностей в рівнях показників, якими встановлюються обмеження щодо окремих напрямків інвестування пенсійних коштів Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів.

Ці розбіжності виявляються за такими нормативами:

1) кошти на поточних рахунках, банківських депозитних рахунках та в ощадних сертифікатах банків (сукупно):

- Накопичувальний пенсійний фонд – не більше 50%;

- недержавні пенсійні фонди – не більше 30%;

2) корпоративні облігації, емітентами яких є резиденти України:

- Накопичувальний пенсійний фонд – не більше 20%;

- недержавні пенсійні фонди – не більше 40%.

3) цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав (а), та акції та облігації іноземних емітентів, які пройшли лістинг на організованих фондових ринках іноземних держав (б):

- Накопичувальний пенсійний фонд – не більше 20% (а) та 20% (б);

- недержавні пенсійні фонди – не більше 20% (сукупно).

Існуючі обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів, встановлені відповідно у проектах законів України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» та «Про недержавне пенсійне забезпечення», потребують додаткового обґрунтування з урахуванням можливостей сучасного стану фінансового ринку України та перспектив його розвитку протягом найближчих 3–5 років. Оскільки реальним терміном започаткування практичної діяльності системи недержавних пенсійних фондів є 2004 рік, а Накопичувального пенсійного фонду – 2006 рік, такі перспективи виглядають найбільш актуальними з погляду створення право-

вих, економічних та організаційних передумов для забезпечення ефективного інвестування та управління пенсійними активами.

Виходячи із вищенаведених застережень, можна зробити наступні *обґрунтування обмежень інвестиційної діяльності з пенсійними активами та запропонувати такі рівні нормативів інвестування пенсійних коштів Накопичувального пенсійного фонду та недержавних пенсійних фондів:*

1) Нормативи інвестування пенсійних коштів, встановлені у обсязі 30% загальної вартості пенсійних активів у банківську систему в цілому та 10% – у зобов'язання одного банку, є цілком прийнятними (достатніми) як з погляду диверсифікації вкладень, так і з погляду безпечності інвестувань, і збільшувати цей норматив немає жодних підстав.

Більш того, обмеження інвестицій пенсійних активів у банківські депозити повинні стосуватися як процента загальної вартості пенсійних активів, так і абсолютної суми внеску (чим більша загальна вартість пенсійних активів, тим меншою повинна бути частка, розміщена в банківські депозити). Так, наприклад, розподіл активів 1000 найбільших пенсійних фондів США у 1991 р. вказує, що інвестиції у грошові активи (грошові інструменти) фондів не перевищували 10% загальної вартості пенсійних активів. Зокрема, грошові активи фондів з установленими виплатами становили 6,2%, фондів з установленими внесками – 7,7% загальної вартості пенсійних активів [12, с.30]. Тому норматив 30% доцільно встановити не відносно загальної вартості пенсійних активів, а відносно річної суми пенсійних внесків, які акумулюються пенсійним фондом.

2) Мінімізація ризиків пенсійних фондів, пов'язаних з інвестуванням пенсійних коштів у державні боргові цінні папери, вимагає на додаток до встановленого загального нормативу, що обмежує інвестиції в державні боргові зобов'язання, встановлення також внутрішньої диверсифікації таких інвестувань між окремими видами державних боргових зобов'язань (не менше трьох). Тому видається необхідним запровадити додатковий нор-

матив інвестування пенсійних коштів в один вид боргових цінних паперів у межах загального нормативу, а саме: не більш як 50% загальної вартості пенсійних активів, при цьому не більш як 20% у цінні папери одного виду.

Водночас доцільно встановити мінімальну межу (норматив) інвестування пенсійних активів Накопичувального пенсійного фонду в державні боргові зобов'язання – не менше 30% загальної вартості пенсійних активів та максимальну межу (норматив) інвестування пенсійних активів недержавних пенсійних фондів у державні боргові цінні папери, випущені під загальне зобов'язання (без конкретного забезпечення) – не більш як 30% загальної вартості пенсійних активів.

3) Необхідно збільшити норматив інвестування пенсійних активів як для Накопичувального, так і для недержавних пенсійних фондів у облігації місцевих позик з 10 до 20%, з одночасним посиленням вимог, яким повинні відповідати такі облігації як об'єкти для вкладання пенсійних коштів (наявність майнового забезпечення або визначеного джерела доходу для погашення таких облігацій та обслуговування боргу, а також наявність вторинного ринку цих цінних паперів).

4) Необхідно обмежити обсяги дозволених інвестувань пенсійних активів недержавних пенсійних фондів в корпоративні облігації вітчизняних підприємств нормативом 20% загальної вартості пенсійних активів. Цей захід зумовлений малою місткістю (капіталізацією) ринку корпоративних боргових зобов'язань та відсутністю на ньому цінних паперів, випущених під майнове забезпечення або інші види гарантій. Крім того, цей ринок характеризується на сьогодні відсутністю тривалої позитивної історії, що робить його перспективи поки що малопрогнозованими. Нарешті, в окремих випадках випуски корпоративних облігацій здійснюються без будь-яких узгоджень з обсягами власного капіталу емітентів та рівнем їх ліквідності, тобто часто виглядають просто авантюрами.

5) Нормативи інвестування пенсійних активів в акції українських емітентів Накопичувального та недержавних пенсійних фондів (відповідно

40 та 40%) видаються прийнятними зважаючи на їх рівень і перегляду не потребують. Однак вимагають істотного посилення обмеження, що стосуються обігу таких цінних паперів на організованому фондовому ринку, виходячи з фактичних обсягів укладених угод та ліквідності цінних паперів.

6) Сукупний норматив дозволених інвестувань пенсійних активів Накопичувального пенсійного фонду в цінні папери іноземних емітентів (державні – 20% та корпоративні – 20%) видається безпідставно завищеним, принаймні удвічі. Необхідно обмежити обсяги таких інвестицій єдиним нормативом 20% з наступними застереженнями: а) інвестування в цінні папери, гарантовані урядами іноземних держав, – не більше 10% в цінні папери однієї іноземної держави; б) інвестування в акції та облігації іноземних емітентів – не більше 10%, при цьому в цінні папери одного емітента – не більше 5%.

7) Перелік активів, у які дозволено інвестування пенсійних активів, та відповідні нормативи, що обмежують такі інвестиції, необхідно розширити та доповнити такими їх видами: об'єкти нерухомості – не більше 5% загальної вартості пенсійних активів; іпотечні цінні папери – не більше 40%; банківські метали – не більше 5%.

Висновки та пропозиції

Виходячи із попереднього аналізу окремих фінансових інструментів та світового досвіду в галузі управління пенсійними активами, уявляється необхідним визначення як обов'язкових та внесення до законодавства наступних змін в обмеження інвестиційної діяльності пенсійних фондів.

1. Поширити заборону на придбання цінних паперів, емітентами яких є пов'язані особи усіх юридичних осіб-надавачів послуг Накопичувального пенсійного фонду, за аналогією з недержавними пенсійними фондами.

2. Поширити на недержавні пенсійні фонди норму, встановлену для Накопичувального пенсійного фонду, згідно з якою дозволено інвестувати кошти лише в ті державні боргові цінні папери, які забезпечуються активами або мають визначене джерело

доходу для їх погашення, обмеживши норматив дозволених інвестицій в державні боргові цінні папери, випущені під загальне зобов'язання держави, 30% загальної вартості пенсійних активів недержавного пенсійного фонду.

3. Встановити, що інвестування активів пенсійних фондів дозволяється лише в акції українських підприємств-емітентів, які включено до лістингу організаторів торгівлі та обсяги угод з купівлі-продажу яких відповідають мінімальним нормативним обмеженням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, встановленим щодо цінних паперів, за якими дозволяється обчислення ринкової вартості таких цінних паперів з метою визначення вартості чистих активів (чистої вартості активів) за наслідками ринкових котирувань.

4. Заборонити інвестування коштів Накопичувального пенсійного фонду:

- у боргові державні цінні папери, випущені під загальне зобов'язання емітента (без відповідного майнового забезпечення активами або закріплення визначеного джерела доходу для їх погашення);

- у боргові цінні папери органів місцевого самоврядування, випущені під загальне зобов'язання емітента (без відповідного майнового забезпечення активами або закріплення визначеного джерела доходу для їх погашення);

- у боргові корпоративні цінні папери, випущені під загальне зобов'язання емітента, а також будь-які корпоративні боргові цінні папери першого випуску, що знаходяться в процесі первинного розміщення (дозволяється придбання боргових цінних паперів у процесі первинного розміщення наступних випусків за умови повного виконання зобов'язань емітента за попередніми випусками або наявності вторинного ринку цих цінних паперів попередніх (попереднього) випусків);

- в акції українських підприємств, на які здійснюється підписка згідно з чинним законодавством, незалежно від випуску (перший чи наступні, навіть за наявності вторинного ринку таких акцій).

5. Заборонити інвестування коштів недержавних пенсійних фондів:

- у боргові державні цінні папери, випущені під загальне зобов'язання

емітента (без відповідного майнового забезпечення активами або закріплення визначеного джерела доходу для їх погашення) в обсягах, що перевищують 30% загальної вартості пенсійних активів;

- у боргові цінні папери органів місцевого самоврядування, випущені під загальне зобов'язання емітента (без відповідного майнового забезпечення активами або закріплення визначеного джерела доходу для їх погашення);

- у боргові корпоративні цінні папери, випущені під загальне зобов'язання емітента, а також будь-які корпоративні боргові цінні папери першого випуску, що знаходяться в процесі первинного розміщення (дозволяється придбання боргових цінних паперів у процесі первинного розміщення наступних випусків за умови повного виконання зобов'язань емітента за попередніми випусками або наявності вторинного ринку цих цінних паперів попередніх (попереднього) випусків);

- в акції українських підприємств, на які здійснюється підписка згідно з чинним законодавством, незалежно від випуску (перший чи наступні, навіть за наявності вторинного ринку таких акцій).

6. Необхідно поширити обмеження на вкладання пенсійних коштів в цінні папери одного емітента (не більше 5% загальної вартості пенсійних активів) на цінні папери, емітентами яких є комерційні банки. Існуючий виняток із загального правила виглядає тим більш спірним, що пенсійним фондам, додатково до цієї норми, дозволено тримати до 10% загальної вартості пенсійних активів в зобов'язаннях одного банку.

7. Необхідно встановити єдину норму для Накопичувального та недержавних пенсійних фондів, згідно з якою Кабінет Міністрів України може визначати, додатково до встановлених законодавством, переліки іноземних фондових бірж та торговельно-інформаційних систем, в лістингу яких повинні перебувати акції іноземних емітентів як обов'язкова умова для інвестування пенсійних активів.

8. Необхідно уточнити умови допуску цінних паперів до обігу на організованих ринках (біржах або торговельно-інформаційних системах), оскільки

проходження лістингу (перебування в лістингу) не може бути гарантією інвестиційної якості цінного паперу (окрім формального допуску до торгів на організованому ринку такий цінний папір повинен ще й реально торгуватися, тобто перебувати в обігу – підтверджувати свою ліквідність певними обсягами операцій купівлі-продажу за певний проміжок часу. Ця вимога є необхідною при визначенні чистої вартості пенсійних активів та обчисленні чистої вартості одиниці пенсійних активів).

9. Необхідно обмежити дозволені обсяги утримування коштів на поточних рахунках, банківських депозитних рахунках та в ощадних сертифікатах банків для Накопичувального пенсійного фонду нормативом не більше 30% загальної вартості пенсійних активів (враховуючи значні суми щорічних надходжень пенсійних внесків до Накопичувального пенсійного фонду, неприпустимо дозволити тримати до 50% цих сум в банківських інструментах, навіть з урахуванням їх диверсифікації між різними банківськими установами; з таким же успіхом та такими ж ризиками, але за менших адміністративних витрат пенсійні кошти застрахована особа може розмістити безпосередньо на банківських депозитах самостійно).

Крім того, необхідно обмежити обсяг коштів, що зберігаються на поточних рахунках пенсійних фондів (Накопичувального та недержавних) в банку-зберігачі показником не більше 10% від суми річних надходжень пенсійних внесків та встановити це обмеження як окремий норматив (перебування пенсійних активів на поточних рахунках взагалі не може розглядатися як інвестиція, оскільки відсотки, що сплачують комерційні банки за такими рахунками, як правило, не лише не забезпечують прийнятних доходів, але й не компенсують втрат від інфляції).

10. Необхідно встановити як обов'язкову вимогу для інвестування пенсійних коштів у корпоративні облигації вітчизняних підприємств спеціальне застереження щодо наявності майнового забезпечення активами емітента таких боргових цінних па-

перів або визначеного джерела доходу для їх погашення (інвестування пенсійних активів у корпоративні облигації, випущені під загальні зобов'язання емітента, за сучасного фінансового стану суб'єктів господарювання в Україні – наявність хронічної заборгованості між суб'єктами господарювання та перед бюджетом, збиткова діяльність кожного другого підприємства, низький рівень розрахункової, платіжної та договірної дисципліни в народному господарстві країни тощо – є взагалі неприпустимим).

11. Слід обмежити загальний обсяг інвестування пенсійних активів Накопичувального пенсійного фонду в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав, і акції та облигації іноземних емітентів, які пройшли лістинг на організованих фондових ринках іноземних держав, єдиним нормативом 20% (існуючий сукупний норматив – 40% (20%+20%)) є неприпустимо завищеним як з огляду на частку накопичених активів, так і, особливо, їх очікуваного обсягу). За оцінками Міністерства праці та соціальної політики України, щорічна сума пенсійних внесків до Накопичувального пенсійного фонду перевищуватиме 4 млрд. грн., або становитиме близько 800 млн. дол. США щорічно. Україна не така багата країна, щоб в умовах гострого дефіциту інвестиційних ресурсів експортувати кожний рік понад 300 млн. дол. США для кредитування урядів високорозвинених країн та створення додаткових робочих місць на західних ринках праці. Це виглядає тим більш неприпустимим, що вартість зовнішніх валютних запозичень, які робить Україна на західних ринках капіталу (близько 10-11% річних), майже вдвічі вища, ніж можливі доходи від розміщення пенсійних активів за кордоном, на які можуть розраховувати українські пенсійні фонди (максимум 5-6% річних).

Крім цього, необхідно в межах загального нормативу інвестування пенсійних коштів у цінні папери іноземних емітентів встановити внутрішній норматив 10% загальної вартості пенсійних активів для обмеження інвестицій пенсійних коштів у

цінні папери недержавних компаній (акції та облигації корпорацій) та для обмеження інвестицій пенсійних коштів у державні цінні папери однієї країни.

Проведений огляд проблеми регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів показує, що забезпечення ефективного управління пенсійними активами з метою їх збереження та примноження в інтересах учасників пенсійних фондів – це не стільки внутрішня локальна вимога спеціального пенсійного законодавства, скільки загальне завдання економічної політики держави, яке може бути успішно вирішене лише в комплексі правових, економічних та організаційних заходів, втілюваних одночасно і паралельно із проведенням пенсійної реформи як такої.

Література

1. Указ Президента України «Про Основні напрями реформування пенсійного забезпечення в Україні» від 13 квітня 1998 року №291.
2. Указ Президента України «Про Основні напрями соціальної політики на період до 2004 року» від 24 травня 2000 року №717/2000.
3. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» (проект реєстр. №0993 від 14.05.2002).
4. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (проект реєстр. №2064 від 15.08.2002).
5. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (проект реєстр. №2064-1 від 27.09.2002).
6. Звіт про хід виконання Державної програми приватизації на 2000-2002 роки у 2001 році. – К.: ФДМУ, 2002. – 199 с.
7. Звіт Державної комісії цінних паперів та фондового ринку за 2001 рік. – К.: ДКЦПФР, 2002. – 120 с.
8. Бюлетень Національного банку України, 2002. – №7 (114). – 166 с.
9. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 2000. – XXVIII, 932 с.
10. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 1997. – XII, 1024 с.
11. Роль ринку нерухомості в структурі перехідної економіки. Горемыкин В. А., Бугулов Э. Р. Экономика недвижимости: Учебник. – М.: Информационно-издательский дом «Филин», 1999. – 592 с.
12. Pensions & Investments, January 20, 1992.
13. 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). – P. 9.
14. OECD Insurance and Private Pensions Compendium, the OECD// www.oecd.org/daf/insurance-pensions/
15. «Portfolio limits: pension investment restrictions compromise fund performance»// Pension Reform Primer briefing, the World Bank – 2000.