

УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ФІСКАЛЬНОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

Заснована 2015 року і є продовженням започаткованої 2001 року
серії «Митна справа в Україні»

Ю. М. Коваленко

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ

Підручник

У двох частинах

Частина 2

**Ірпінь
2019**

УДК 005.915
ББК 65.291.91
К56

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Університету державної фіскальної служби України
(протокол № 13 від 20 грудня 2018 року)*

Рецензенти:

Белінська Яніна Василівна, д.е.н., професор, завідувач кафедри міжнародної економіки Університету державної фіскальної служби України;

Шірінян Лада Василівна, д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансів Національного університету харчових технологій;

Квасницька Раїса Степанівна, д.е.н., професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування Хмельницького національного університету.

Коваленко Ю. М.

К56

Управління фінансовими активами : підручник :
у 2-х ч. Ч. 2. / Ю. М. Коваленко. — Ірпінь : Університет
ДФС України, 2019. — 442 с. — (Серія «Податкова та ми-
тна справа в Україні», т. 131).

ISBN 978-966-337-547-2

У підручнику всебічно висвітлено сутність фінансових активів, їх види, процес управління фінансовими активами, специфіку портфельних теорій і портфельного інвестування, управління фінансовими активами учасниками фінансового ринку, зокрема інституційними інвесторами.

Положення підручника ґрунтуються на сучасній нормативно-правовій базі, використанні та аналізі набутого вітчизняного й зарубіжного досвіду.

Призначений науковцям, викладачам і здобувачам вищої освіти, практикам у сфері фінансової та страхової діяльності, фахівцям з управління активами, а також широкому загалу читачів, які цікавляться проблемами функціонування фінансового ринку, зокрема управління фінансовими активами.

УДК 005.915
ББК 65.291.91

ISBN 978-966-337-547-2

© Коваленко Ю. М., 2019
© Університет державної фіскальної
служби України, 2019

ЗМІСТ

РОЗДІЛ 9. ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА ТА СТРАТЕГІЯ В УПРАВЛІННІ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ	5
9.1. Портфельне управління і вибір фінансових активів	5
9.2. Фіксоване, стратегічне і динамічне розміщення активів	14
9.3. Тактичне розміщення ресурсів і його моделі	18
9.4. Моделі оптимізації розміщення ресурсів	24
9.5. Стратегії управління портфелем облігацій	37
РОЗДІЛ 10. ВИМІР І ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ	58
10.1. Вимір ефективності управління фінансовими активами	58
10.2. Стандартизація представлення результатів управління фінансовими активами	69
10.3. Оцінювання ефективності управління фінансовими активами	82
10.4. Однофакторні міри оцінювання ефективності фінансових інвестицій і факторний аналіз ефективності управління фінансовими активами	89
РОЗДІЛ 11. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ БАНКІВ.....	110
11.1. Моделі фінансового сектору та інвестиційна діяльність банків	110
11.2. Формування та управління банківським інвестиційним портфелем	124
11.3. Управління банківськими ризиками в процесі фінансового інвестування	138
11.4. Інвестиційні банки та напрями їх діяльності	159
РОЗДІЛ 12. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ	178
12.1. Роль страхових компаній у фінансуванні економіки.....	178
12.2. Використання фінансового потенціалу страхової компанії в інвестиційній діяльності.....	186

Управління фінансовими активами

12.3. Специфіка фінансових інвестицій страхових компаній	202
12.4. Процес розміщення активів і страхових резервів	220

РОЗДІЛ 13. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

	241
--	-----

13.1. Діяльність і організаційна структура пенсійних фондів на розвинених ринках	241
13.2. Система недержавного пенсійного забезпечення в Україні	250
13.3. Інвестиційна діяльність недержавного пенсійного фонду як запорука його стабільності	267
13.4. Інвестиційна політика та управління активами недержавних пенсійних фондів	278

РОЗДІЛ 14. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

	296
--	-----

14.1. Організаційні види інститутів спільного інвестування та їх інвестиційна політика: зарубіжний досвід	296
14.2. Організація діяльності інститутів спільного інвестування в Україні	307
14.3. Діяльність з управління активами в інститутах спільного інвестування	320
14.4. Венчурний бізнес і венчурні фонди	331

РОЗДІЛ 15. ІННОВАЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ ТА ІНСТРУМЕНТИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ

	348
--	-----

15.1. Еволюційні чинники та наслідки розвитку фінансових інновацій на фінансовому ринку	348
15.2. Сутність та напрями фінансового інжинірингу	361
15.3. Інструментарій фінансового інжинірингу	371
15.4. Криптовалюти та технологія блокчейн	385

ТЕРМІНИ ТА ПОНЯТТЯ

	398
--	-----

РОЗДІЛ 9

ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА ТА СТРАТЕГІЯ В УПРАВЛІННІ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ

- 9.1. Портфельне управління і вибір фінансових активів.*
- 9.2. Фіксоване, стратегічне і динамічне розміщення активів.*
- 9.3. Тактичне розміщення фінансових активів і його моделі.*
- 9.4. Моделі оптимізації розміщення ресурсів.*
- 9.5. Стратегії управління портфелем облігацій.*

9.1. Портфельне управління і вибір фінансових активів

Надзвичайно важливим етапом процесу управління фінансовими інвестиціями (після визначення інвестиційних цілей) є формування основних напрямів інвестиційної політики.

Учасники ринку цінних паперів, які професійно займаються інвестиціями в цінні папери, повинні відчувати різницю між пасивним управлінням, під яким розуміється володіння фінансовими інструментами упродовж відносно тривалого часу з незначними та нечастими змінами портфеля, і активним управлінням з частим (іноді щоденним) коригуванням (моніторингом) портфеля.

Пасивне управління (passive management) є характерним для консервативних і поміркованих інвесторів і має такі ознаки:

1. Інвестиції в більшості випадків мають довгостроковий характер.
 2. Відсутність значних оборотів за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів.
 3. Високий рівень диверсифікації, коли можна з високою точністю розрахувати дохідність, ризик і ліквідність.
 4. Відносна в'ялість операцій з фінансовими інструментами.
- Найбільш розповсюдженим стилем пасивного управління є стратегія «купив-і-тримай». Тут потрібно брати до уваги, що ефективність цієї стратегії значною мірою залежить від рівня оцінки цінних паперів і обраного періоду.

Інший різновид стилю пасивного управління – це стратегія індексного фонду (*index funds*). Вона базується на тому, що структура портфеля повинна бути адекватною руху обраного фондового індексу, який характеризує стан всього ринку цінних паперів. Види цінних паперів та їх частка визначаються у такий самий спосіб, що й підрахунок індексу. Основним завданням інвестора є відтворення у своєму портфелі структури ринку з періодичним його коригуванням принаймні через півроку або рік. При цьому управління здійснюється через уточнення відхилення структури портфеля від структури індексу.

Наприклад, пасивному менеджеру потрібно вибрати тільки відповідне співвідношення державних цінних паперів і індексного фонду, яке подібне до ринкового портфеля. Найкраще співвідношення буде залежати від форми і розташування кривих байдужості клієнтів. На рис. 9.1 наведена відповідна ілюстрація.

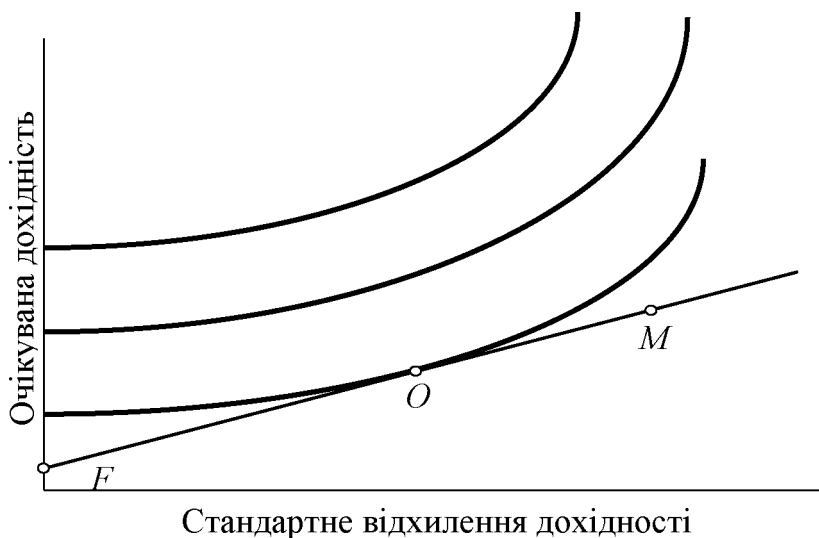


Рис. 9.1. Пасивне управління портфелем цінних паперів

Точка F показує дохідність з нульовим ризиком, яку забезпечують державні цінні папери у сприятливих економічних умовах, а точка M – ризик і очікувану дохідність середньоринкового портфеля, які відповідають загальній думці, що склалась на момент оцінки. Співвідношення двох типів інвестицій показано лінією FM . Відношення клієнта до ризику і дохідності подано набором кривих байдужості, а оптимальне співвідношення дохідності й ризику

міститься в точці O , у якій крива байдужості є дотичною до лінії FM . У цьому прикладі найкраще співвідношення включає як державні цінні папери, так і ринковий портфель. В інших випадках ринковий портфель може об'єднуватися з позиковими коштами, тобто інвестор може позичити кошти для того, щоб поряд з власними коштами використовувати їх для придбання ринкового портфеля.

У разі пасивного управління загальне співвідношення змінюється, тільки коли змінюються: 1) вимоги клієнта; 2) рівень безризикової ставки; 3) загальні прогнози стану ринку і дохідності вихідного портфеля. Менеджер повинен слідкувати за останніми двома змінними та цікавитись думкою клієнта відносно першої змінної.

Щодо **активного управління** (*active management*), то воно передбачає спекуляції на майбутніх процентних ставках, надання дилерських послуг і постійні котирування цін покупця і продавця.

Основними ознаками активного управління є:

- 1) ретельний моніторинг ринку, оперативне придбання фінансових інструментів;
- 2) активна гра на підвищення з недооціненими активами і зниження з переоціненими;
- 3) великі обороти за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів;
- 4) низький рівень диверсифікації;
- 5) висока концентрація окремих високоризикових фінансових інструментів.

Як правило, активні менеджери мають власні прогнози, оскільки прогнози ризику і очікуваної дохідності можуть відхилитись від загальної думки. Одні менеджери можуть бути налаштовані як «бики», інші – як «ведмеді», порівняно з загальною думкою, відносно певного цінного папера. Перші можуть тримати цінні папери в пропорції, що більша за нормальну середньозважену, а інші – в пропорції, що менша за нормальну.

Портфель доцільно формувати з урахуванням двох компонентів: 1) вихідного портфеля; 2) відхилень від вихідного портфеля, який слід використовувати за результатами уточненої

оцінки цінних паперів. Наприклад, портфель можна представити з такою структурою (табл. 9.1).

Таблиця 9.1

Активне управління портфелем цінних паперів

Найменування цінного папера	Питома вага в дійсному портфелі	Питома вага в ринковому портфелі	Активна позиція
<i>S1</i>	0,30	0,45	-0,15
<i>S2</i>	0,20	0,25	-0,05
<i>S3</i>	0,50	0,30	+0,20
	1,00	1,00	0,00

Реквізити другого стовпчика характеризують дійсну питому вагу папера для портфеля з активним управлінням. У третьому стовпчику вказана питома вага папера у вихідному портфелі, який склався за загальною оцінкою і є найбільш прийнятним для пересічного інвестора в сучасних умовах ринку. *Активні позиції (active positions)* можуть бути представлені як різниця між питоною вагою цінного папера в дійсному та вихідному портфелях. Ця різниця виникає тому, що активний менеджер не погоджується з загальним прогнозом відносно очікуваної дохідності й ризику. Якщо врахувати ці розбіжності, то дійсний портфель можна розглядати як інвестування у вихідний портфель і одночасне укладання серій парі на користь одних цінних паперів (таких, як *S3*) або проти інших цінних паперів (таких, як *S1* і *S2*). Звернемо увагу на те, що парі «збалансовані» таким чином, що позитивні парі точно перекривають негативні парі.

Таким чином, інвестиційному менеджеру, який дотримується активного управління, необхідно робити прогнози відносно очікуваної дохідності, стандартного відхилення і коваріації всіх доступних цінних паперів. Це дозволить йому визначити ефективну множину, для якої будуть побудовані криві байдужості, і дасть можливість інвестувати в ті цінні папери, які формують близький до оптимального портфель клієнта (тобто портфель, що відповідає точці графіка, в якій крива байдужості є дотичною до ефективного).

У світовій практиці широкого застосування набула методика інвестиційних стилів під час формування портфельів цінних паперів (рис. 9.2).

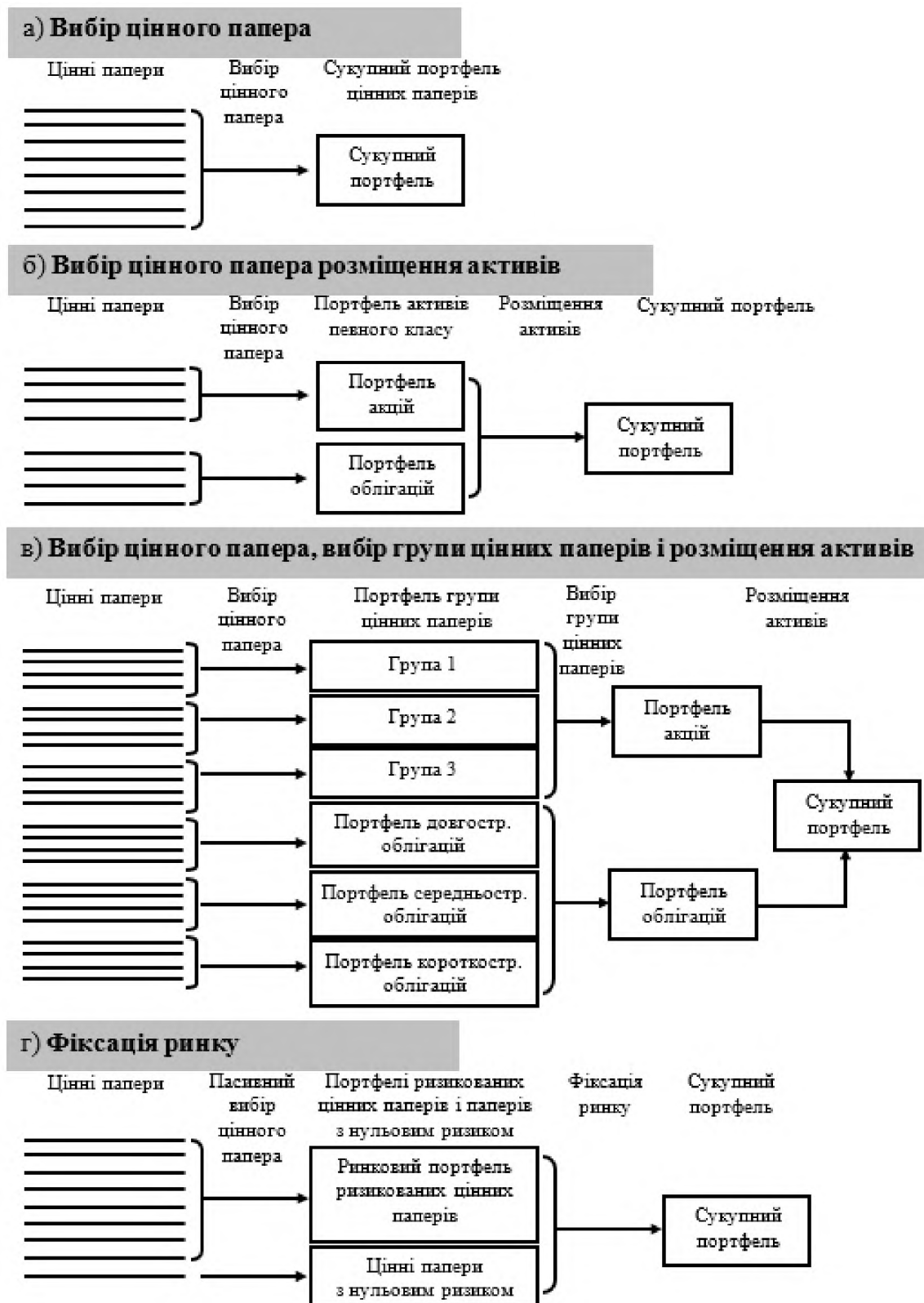


Рис. 9.2. Інвестиційні стилі

Процес *вибору цінного папера (security selection)*, що складається з одного етапу, зображений на рис. 9.2, а. На практиці так роблять рідко, оскільки це пов'язано із занадто високими витратами відносно детальних прогнозів очікуваної дохідності, стандартного відхилення і коваріацій для всіх цінних паперів, що розглядаються окремо, але об'єднуються в портфель, тому для прийняття рішення про придбання певних цінних паперів доцільно поділити цей процес на два або більше етапів.

На рис. 9.2, б надана двохетапна процедура прийняття рішення щодо інвестування коштів клієнта у прості акції та облігації підприємств. За такої схеми показники очікуваної дохідності, стандартного відхилення і коваріації прогнозуються для всіх акцій, що розглядаються. На наступному етапі формується ефективна множина і формується оптимальний портфель облігацій. Процес вибору цінного папера, що використовується відносно кожного з цих двох *класів активів (asset classes)*, прийнято називати «короткозорим», оскільки це означає, що під час складання двох оптимальних портфельів не враховується коваріація між простими акціями і облігаціями підприємств.

Незважаючи на те, що в наведеному прикладі розглядається два класи активів – акції та облігації, варто зазначити, що кількість класів активів може бути значно більшою. Наприклад, до інвестиційного портфеля можуть бути залучені інструменти грошового ринку, акції та облігації зарубіжних емітентів, нерухомість тощо.

Двохетапний процес може бути розширений, якщо ввести групи паперів (іноді їх називають секторами). На рис. 9.2, в представлено три етапи. На першому етапі, що мають назву «вибору цінного папера», інвестиційний менеджер виділяє групи цінних паперів у кожному класі активів. Після цього він формує оптимальний портфель для кожної з цих груп за наступною схемою: до класу простих акцій інвестиційний менеджер відносить всі акції промислових компаній до першої групи, всі акції комунальних компаній – до другої групи, акції транспортних компаній – до третьої групи. У класі облігацій виділяються групи довго-, середньо- і

короткострокових облігацій. У результаті інвестиційний менеджер сформував шість оптимальних портфелів, що поєднують певну групу активів.

На другому етапі триетапного процесу, відомого як *вибір груп цінних паперів (group selection)*, інвестиційний менеджер визначає прийнятну комбінацію груп всередині кожного класу активів. Наприклад, менеджер вирішив, що прийнятна комбінація складається з 70 % акцій промислових компаній, 10 % акцій комунальних компаній і 20 % акцій транспортних компаній. Аналогічним чином менеджер вважає, що прийнятна комбінація облігацій складається на 100 % з довгострокових цінних паперів і не включає середньо- і короткострокові облігації. Таким чином, на цьому етапі менеджер встановлює склад оптимальних, на його думку, портфеля акцій і портфеля облігацій, але ще не визначає, яку частину коштів він розмістить у кожній з них.

На третьому завершальному етапі менеджер здійснює розміщення коштів (активів) і визначає співвідношення між портфелями акцій і облігацій, тобто формує сукупний портфель (рис. 9.2, б).

Активне або пасивне управління можна здійснювати на будь-якому етапі формування портфеля. Наприклад, відносно окремих цінних паперів можна укладати *активні пари*, але при цьому розміщувати кошти за класами активів, виходячи з загальної думки про довгострокові прогнози очікуваної дохідності цих класів. У цьому випадку інвестиційний менеджер може вирішити в довгостроковій перспективі скласти комбінацію з 75 % акцій і 25 % облігацій. Однак залучення окремих акцій і облігацій до інвестування буде час від часу змінюватись у процесі уточнення прогнозів самого менеджера.

Водночас пасивні портфелі деяких цінних паперів, які сформовані, виходячи з прогнозів дохідності певних класів, можуть відрізнятись від тих, які були використані при активному розміщенні коштів в окремі класи активів. Наприклад, інвестиційний менеджер може постійно тримати прості акції в пропорції, що відповідає їх питомій вазі в індексі *S&P 500*, який часто використовується як зразок ринкового портфеля акцій США (типовий

ринковий портфель). Однак частка коштів, інвестованих в акції індексу *S&P 500*, може змінюватись на початку кожного періоду, виходячи із загальних прогнозів динаміки ринків акцій і облігацій. Таким чином, упродовж одного періоду менеджер може тримати 100 % коштів клієнта в акціях з надією на те, що в майбутньому ринок акцій буде швидко зростати. І навпаки, протягом другого періоду менеджер може розмістити 100 % коштів клієнта в облігації через впевненість, що ринок акцій найближчим часом обвалиться.

На рис. 9.2, г зображений стиль, що у світовій практиці одержав назву «**фіксація ринку**» (*market timing*). Він передбачає єдине активне рішення щодо розподілу коштів між типовим ринковим портфелем (зазвичай він складається або з акцій, або з довгострокових облігацій) і активами з нульовим ризиком, такими як державні облігації. Інвестиційний менеджер, який застосовує цей стиль, змінює співвідношення ризикових і безризикових активів у портфелі на підставі власних прогнозів ризику і очікуваної дохідності ринку порівняно з безризиковою ставкою, не зважаючи на прогнози і прагнення клієнта.

Як з'ясовано вище, інвестиційні менеджери, які укладають активні парі відносно окремих цінних паперів, слідують *стилю вибору цінних паперів* (*security selection style*). Ті ж, хто робить ставку на певні класи активів, слідує *стилю розміщення активів* (*asset allocation style*), різновидом якого і є стиль «фіксація ринку». Нарешті, інвестиційні менеджери, які роблять ставку на певні групи цінних паперів, використовують *стиль вибору груп цінних паперів* (*group rotation style*). Деякі менеджери застосовують чистий **інвестиційний стиль** (*investment style*), що означає використання в основному одного з трьох вказаних вище стилів. Інші застосовують різні комбінації стилів, що ускладнює можливість їх чіткого визначення та класифікації.

Інвестиційні стилі відповідають сучасній портфельній теорії, проте для їх застосування можна використовувати й інші новітні технології. Наприклад, згідно з сучасною портфельною теорією, оптимальний портфель акцій (рис. 9.2, б) визначається

на основі прогнозів показників очікуваної дохідності, стандартного відхилення і коваріації в поєднанні з кривими байдужості. Після його знаходження управляючий портфелем визначає розміри інвестицій в окремі види простих акцій. Водночас пошук такого портфеля можна здійснити іншими діями. Нерідко це відбувається з використанням більшою мірою якісних і меншою мірою формальних параметрів.

Крім активного і пасивного управління, існує також структурне управління, яке використовується зазвичай під час формування портфеля облігацій. Структурне управління допомагає сформувати портфель з урахуванням співвідношення майбутнього потоку надходжень від інвестицій і платежів за зобов'язаннями.

Щодо використання активного і пасивного управління, у світовій практиці не існує єдиної точки зору. Застосуванню активної стратегії перешкоджає брак кваліфікованих менеджерів, особливо у країнах, де тільки формується ринкова економіка.

Разом із тим досвід розвинених країн свідчить, що вибір пасивної стратегії обумовлюється зовсім не відсутністю менеджерів і навіть не втручанням регулюючих органів в інвестиційний процес, а розвитком ринку цінних паперів, коли саме пасивне управління набуває нових рис і переваг.

До середини 60-х рр. XX ст. вважалось, що інвестори повинні знайти і використовувати недооцінені цінні папери, а концепції широкої диверсифікації і пасивного управління на практиці не використовувалися. Після появи портфельної теорії *Г. Марковіца* ситуація змінилася так, що різні академічні дослідження висунули тезу про неефективність активного управління, та й самі інституційні інвестори зрозуміли недоцільність його використання. Для прикладу, перший національний індексний фонд з'явився у США у 1971 році. До кінця десятиліття близько \$ 100 млн було інвестовано в індексні фонди. На сьогодні в національні і міжнародні індексні фонди акцій і облігацій інвестовані сотні мільярдів доларів. Навіть індивідуальні інвестори стали віддавати перевагу індексним фондам. Пасивне управління

застосовується до великої кількості інвестиційних продуктів, що пропонують майже всі взаємні фонди.

Таким чином, якщо ринкові зміни роблять портфель інвестицій неадекватним його інвестиційним цілям, то його потрібно змінювати – незалежно від того, який тип управління ним використовується. Через це пасивне управління можна розглядати як варіант активного. Незважаючи на швидке зростання активів, які управляються пасивними інвестиційними менеджерами, багато великих інституційних інвесторів, таких як пенсійні фонди користуються послугами як пасивних, так і активних менеджерів.

9.2. Фіксоване, стратегічне і динамічне розміщення активів

Поглиблене вивчення порядку розміщення активів на певних етапах інвестиційного процесу потребує детального аналізу. Так, на другому етапі інвестиційного управління (рис. 9.2, б) відбувається вибір цінного папера і **розміщення активів** (*asset allocation*). Очевидно, що на цьому етапі потрібно одержати прогнози очікуваної доходності й стандартного відхилення для оптимальних портфелів цінних паперів, а також ступеня коваріації між цими портфелями.

Тому розміщення активів передбачає розподіл портфеля між різними категоріями активів (акції, облігації, короткострокові цінні папери, золото, нерухомість тощо) з метою збереження капіталу під час негативних змін ситуації та отримання переваг під час позитивних. Тобто збереження капіталу є захистом від негативного впливу ринку, а використання сприятливого – основною метою схеми розміщення активів. Ця схема базується на тому, що доходність портфеля залежить, передусім, від структури розміщення активів, ніж від самих інвестицій. Дослідження найбільш доходних портфелів доводять, що доходність портфеля більше ніж на 90 % визначається схемою розміщення активів і менш ніж на 10 % – вибором конкретних цінних паперів. Більше того, як встановили вчені, у разі розміщення коштів у різні класи інвестиційних

інструментів більшою мірою скорочується вплив ризику порівняно з їх вкладенням в одну (певну) категорію активів.

Термін «розміщення активів» (ресурсів) може означати різні поняття в різних ситуаціях. Узагалі розміщення ресурсів можна умовно розділити за такими схемами: *фіксоване, стратегічне, динамічне і тактичне розміщення*.

Схеми розміщення активів потребують більш детального дослідження, оскільки їх роль в управлінні портфелями українських інвесторів досі залишається недостатньо обґрунтованою. Теоретичною основою можуть слугувати праці Дж. Гітмана і М. Д. Джонка, Ф. Дж. Фабоцці, де це питання найбільш наближене до практичного застосування.

Розміщення з фіксованою структурою портфеля означає, що в кожній з категорій активів (як правило, їх кількість становить від 3 до 5) розміщується фіксована частина портфеля. Наприклад, якщо є чотири категорії активів, такі як акції, облігації, короткострокові цінні папери і нерухомість, то розміщення за фіксованою схемою могло бути таким (табл. 9.2):

Таблиця 9.2

Розміщення активів з фіксованою структурою портфеля

Категорія	Розміщення, %
Акції	30
Облігації	50
Короткострокові цінні папери	5
Нерухомість	15
Разом портфель	100

Під час такого підходу питомі співвідношення залишаються незмінними в часі, тобто фіксованими. Але ринкова вартість портфеля врешті-решт може змінюватися, і його склад може коригуватися щорічно або в разі серйозних ринкових зрушень для збереження бажаних фіксованих пропорцій.

Стратегічне розміщення ресурсів (*policy asset allocation*) є рішенням про розміщення ресурсів на тривалий час. При цьому

інвестор прагне знайти найбільш прийнятний набір довгострокових «нормальних» активів, що має забезпечувати йому ідеальну комбінацію контрольованого ризику і максимально можливої доходності. Варто пам'ятати, що найбільш перспективні з погляду одержання стійких доходів стратегії є одночасно і найбільш ризикованими. І навпаки, найбільш безпечні стратегії відрізняються тим, що пропонують досить низькі доходи. Балансування між цими суперечними цілями і формує стратегією (чи політику) розміщення ресурсів.

Для прикладу початкове і скориговане розміщення активів могло б базуватися на такій системі гнучкого зважування (табл. 9.3):

Таблиця 9.3

Стратегічне розміщення активів

Категорія	Початкове розміщення, %	Скориговане розміщення, %
Прості акції	30	40
Облігації	50	50
Короткострокові цінні папери	5	10
Нерухомість	15	0
Разом портфель	100	100

Однак навіть у разі такого незначного коригування стратегії розміщення ресурсів є безліч чинників, які повинен врахувати інвестор. Наприклад, *які* ризики і *який* дохід мають розглядатися під час визначення стратегії інвестування? Для інвестора з коротким інвестиційним горизонтом і потребою збереження капіталу (наприклад, депозитної установи) прийнятне визначення ризику буде значно відрізнятися від такого ж визначення, що застосовується для інвестора з довгим інвестиційним горизонтом (наприклад, пенсійного фонду). Розбіжність оцінок стратегії полягає в тому, що найменш ризикова стратегія для інвестора з коротким інвестиційним горизонтом може виявитися найбільш ризикованою для інвестора з довгим інвестиційним горизонтом.

Для багатьох інвесторів на стратегію інвестування може впливати рівень відповідно визначеного ризику. Як відомо, ризик пояснюється як можливість відхилення реального доходу від очікуваного. Але існує і більш загальне поняття ризику, а саме як ризик невиконання кожної з інвестиційних завдань. Цей ризик є *ризиком дефіциту (shortfall risk)*. Наприклад, спонсор пенсійної схеми повинен стежити за мінливістю вартості активів і зобов'язань, мінливістю надлишку (тобто перевищення активів над зобов'язаннями) і коливаннями прибутку в розрахунку на одну акцію, а також за безліччю інших факторів. Але ризик не вичерпується однією лише мінливістю. Згідно з вимогами до ведення пенсійного бухгалтерського обліку для зареєстрованих у США компаній – під ризиком дефіциту розуміється ризик того, що неадекватна структура портфеля фонду призведе до появи незабезпечених зобов'язань в його балансі.

Оцінюючи стратегію розміщення коштів, інвестор має у своєму розпорядженні велику кількість різних допоміжних методик для обґрунтування відповіді на запитання, чи потрібно використовувати оптимізаційні методи з різними «обмеженнями» ризику дефіциту під час стратегічного вибору основних видів активів; як зміниться стратегічний набір активів залежно від різних умов інвестування. Ці питання можуть і повинні бути розглянуті під час вибору рішення про довгострокове розміщення коштів.

Деякі стратегії, що конкурують з традиційними і з'явилися порівняно недавно, називають **динамічними**, або **адаптивними стратегіями** (*dynamic asset allocation*), тобто йдеться про стратегії, що обумовлюють «автоматичну» зміну набору активів відповідно до змін у стані ринку. Найбільш відомим методом щодо цього є портфельне страхування. Воно спрямоване на побудову портфеля, а потім за необхідністю його коригування таким чином, щоб, забезпечуючи базовий (чи мінімальний) рівень доходності, зберігати потенціал його зростання.

Динамічні стратегії можуть застосовуватися для розв'язання низки завдань, що виходять за межі простого портфельного страхування, незважаючи на його потенційні переваги. Завдяки

динамічним стратегіям інвестиційний менеджер має можливість змінити загальну структуру розподілу доходів через контроль співвідношення типів активів, рівня ризику зниження доходності, мінливості надлишку і зрештою привести структуру розподілу доходів до такого вигляду, яка, на його думку, буде найбільш прийнятною. Динамічні стратегії відрізняються своєю механістичною природою і значним впливом на стратегічне розміщення ресурсів. Механістичними їх називають через тісний зв'язок, коли зміна на ринку капіталів безпосередньо відбивається на портфелі активів.

Подібні стратегії спрямовані на розміщення ресурсів, особливо для значних періодів, коли не визначені майбутні зміни ринкових умов. Портфельне страхування притаманне переважно поміркованим інвесторам, які віддають перевагу акціям зростання. Воно може також переслідувати спекулятивну стратегію – пропонувати захист інвесторам їх активів через продаж страхових полісів. Очевидно, що подібні стратегії значно підвищують гнучкість управління інвестиціями і поліпшують контроль за станом портфеля, а також дають можливість для його періодичного удосконалення.

9.3. Тактичне розміщення ресурсів і його моделі

Стратегічне розміщення ресурсів потребує періодичного контролю (моніторингу) відхилень від «нормального» набору активів. Сформований набір довгострокових активів, наприклад, складається у такій пропорції: 60 % акцій і 40 % цінних паперів з фіксованим рівнем доходу. За деяких обставин може допускатися певне відхилення від цього процентного співвідношення. Якщо рішення про відхилення від цього співвідношення ґрунтується на основі суворих об'єктивних критеріїв оцінки активів, то воно зазвичай називається *тактичним розміщенням ресурсів* (*tactical asset allocation (TAA)*). Не можна говорити, що тактичне розміщення ресурсів являє собою єдину чітко визначену методику, оскільки все залежить від намірів інвестора або інвестиційного менеджера.

Концептуальною проблемою розміщення ресурсів є визначення термінів утримання окремих видів цінних паперів у складі портфеля. Так, з одного боку, динамічне розміщення ресурсів передбачає вибір основних видів активів на довгострокову перспективу. Водночас середньостроковий вибір структури портфеля також спрямований на отримання вигоди в певному динамічному просторі. З іншого боку, під цим терміном розуміються агресивні стратегії розміщення ресурсів. Саме поняття «добір нормальних активів» передбачає певну стабільність, якої не можна досягти на практиці. Зміна очікувань інвестора щодо ризику, а також його терпимості (толерантності) до можливих змін його рівня приводить до зміни в стратегічному виборі нормальних активів. Важливо знати, який з елементів ухвалення рішення з розміщення ресурсів обговорюється, а також у якому контексті вживаються слова «розміщення ресурсів». На рис. 9.3 наводиться термінологія щодо розміщення ресурсів.

У широкому розумінні тактичне розміщення ресурсів – це стратегія, метою якої є поліпшення результатів використання портфеля шляхом зміни співвідношень у складі активів адекватно мінливим умовам одержання доходу на ринку капіталів. При цьому використовуються методи оцінки дохідності різних типів активів і вибору їх розміщення з метою одержання якомога більш високих доходів. У різних способах тактичного розміщення ресурсів застосовуються різні інвестиційні горизонти і різні механізми оцінки прийнятого рішення. Вони заслуговують на більш детальний розгляд.

Так, під тактичним розміщенням ресурсів може розумітися як середньостроковий, так і короткостроковий процес. Одні тактичні стратегії засновані на оцінці відносної привабливості найважливіших класів активів, що беруть участь у глобальних (довгострокових) оборотах акцій і облігацій. Інші – за своєю природою більш короткострокові і спрямовані на оцінку привабливості активів, що обертаються в коротші терміни. Процеси тактичного розміщення ресурсів мають кілька загальних властивостей.

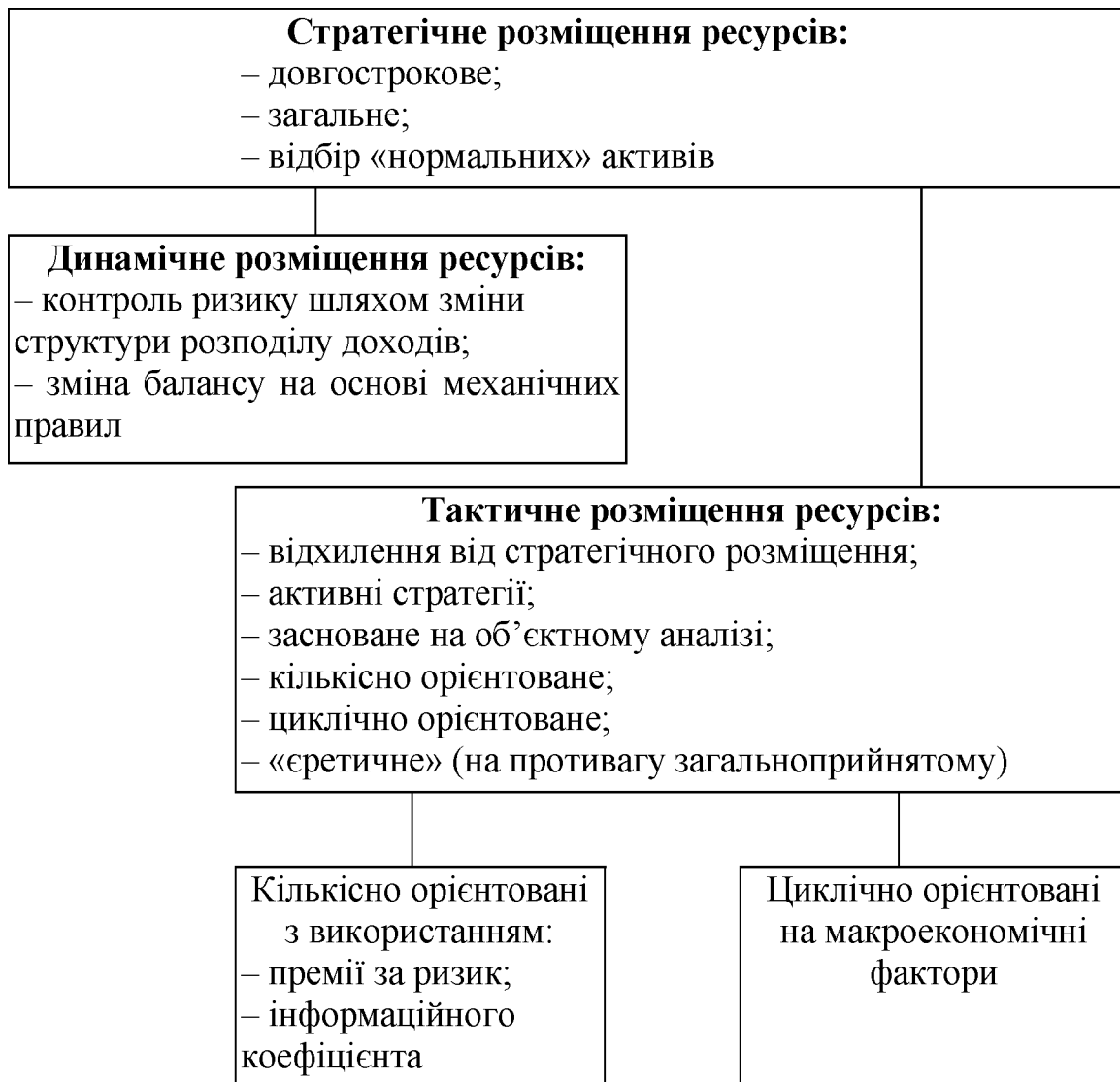


Рис. 9.3. Розміщення ресурсів

По-перше, і той і інший вид стратегій є досить об'єктивним і ґрунтується на аналітичних методах, наприклад регресійному аналізі чи екстраполяції. По-друге, обидві стратегії основну увагу приділяють об'єктивним оцінкам прогнозованих величин – характеристикам класу активів. Інвестори знають дохідність грошового ринку і дохідність до погашення довгострокових облігацій, а рівень дохідності фондового ринку за акціями вельми прогнозований. Використання цих об'єктивних оцінок інвестиційного доходу дозволяє застосовувати кількісно орієнтовані методи розміщення ресурсів.

Нарешті, тактичне розміщення полягає в придбанні активів після зниження цін на них і продаж – після зростання. У цьому

міститься певна розбіжність, яка полягає в тому, що на момент оцінки найкращу перспективу одержання доходу має клас активів, який перебуває в найгіршому стані. При цьому стратегія тактичного розміщення вимагає спрямування інвестицій в непопулярні типи активів. Оцінка цих активів дає можливість врахувати їх «непривабливість» сьогодні, але й очікувати в майбутньому винагороду (премію за ризик). Саме в цьому полягає ефективність методу тактичного розміщення ресурсів.

Основні розбіжності в зміні складу активів портфеля під час тактичного і динамічного розміщення полягає в такому: тактичне розміщення ресурсів спрямоване на збільшення дохідності за рахунок вкладення коштів у ті типи активів, для яких застосовуються об'єктивні оцінки рівня дохідності порівняно з іншими класами активів. При цьому профіль ризику портфеля (характеристики ризику обраних класів активів) може значно змінитися у разі перерозподілу коштів з метою досягнення найбільшої дохідності. У свою чергу, за динамічного розміщення ресурсів основна увага приділяється контролю ризику дефіциту шляхом перерозподілу коштів. Для обох стратегій розміщення ресурсів існує спеціальний порядок, що визначає, у який момент і в якому обсязі перерозподіляти кошти між різними типами активів.

Існує широкий діапазон методів тактичного розміщення ресурсів. Деякі з них засновані на простому порівнянні доходів. Метою інших є підвищення своєчасності і достовірності рішень, прийнятих на основі макроекономічних показників, мір мінливості і навіть деяких показників технічного аналізу. Причому подібно до того, як недооцінені акції можуть ще більше впасти в ціні, так і вартість недооціненого класу активів може ще більше знизитися. Інвестор, який купує певний актив одразу ж після зниження ціни, одержує більш низькі результати порівняно з інвестором, який купує актив того ж класу незадовго до того, як ціна на нього починає зростати.

Узагальнено моделі тактичного розміщення ресурсів можна розділити на такі три групи: 1) оціночні стратегії; 2) циклічні стратегії; 3) комбінація першої і другої стратегій.

Оціночні стратегії. Загалом класи активів, що вважаються дорогими, повинні бути продані, а ті, які вважаються дешевими, – куплені. Але дилема полягає в тому, як визначити, чи є актив дорогим чи дешевим. Мета оціночних стратегій полягає у знаходженні відносної вартості класу активів.

Для визначення моменту купівлі-продажу оціночною стратегією пропонується *метод премій за ризик (risk premium approach)*, або *метод спреда (spread approach)*. Якщо очікувана дохідність акцій відносно дохідності облігацій вище за звичайний рівень, то більша частина коштів вкладається в акції, якщо ж дохідність акцій відносно облігацій нижче за цей рівень, то в акції вкладається менша частина коштів. Існує кілька способів визначення очікуваної дохідності для різних класів активів. У випадку облігацій очікувана дохідність дорівнює дохідності до погашення довгострокових казначейських облігацій, а для грошових інструментів – дохідності короткострокових казначейських векселів. Прогнозування очікуваної дохідності акцій є набагато складнішою проблемою. Для цього необхідно визначити ставку дисконтування фондового ринку, тобто майбутню вартість капіталу. На практиці застосовується кілька методів її визначення.

Премії за ризик, що використовуються для визначення відносної привабливості активів, характеризують відносний ризик активів того чи іншого класу відносно іншого класу. До цих премій належать: 1) премія за ризик за акціями/казначейськими векселями (різниця очікуваних дохідностей за акціями і векселями); 2) премія за ризик за облігаціями/казначейськими векселями (різниця очікуваних дохідностей за облігаціями і векселями); 3) премія за ризик за акціями/облігаціями (різниця очікуваних дохідностей за акціями і облігаціями).

У табл. 9.4 наведено фактичні значення премії за ризик за акціями/казначейськими векселями (з 1951 по 1981 pp.)¹.

¹ За деякими оцінками ця тенденція має місце і в наступні періоди.

Таблиця 9.4

**Премія за ризик* за акціями/казначейськими векселями і
оцінка акцій порівняно з казначейськими векселями США**

Діапазон значень премії	Період спостереження (в міс.)	Середня надлишкова дохідність			Імовірність одержан- ня надлишкової дохідності		
		1 міс.	3 міс.	12 міс.	1 міс.	3 міс.	12 міс.
> 10	10	2,5 %	6,8 %	26,1 %	80 %	80 %	100 %
8–9,9	64	1,9	4,8	16,7	66	78	89
6–7,9	102	0,5	2,0	6,1	57	63	63
5–5,9	64	0,7	1,6	4,8	61	70	67
4–4,9	107	0,4	1,8	2,7	60	64	62
2–3,9	96	(0,1)	(1,4)	2,8	48	42	60
< 2	25	(1,8)	(1,7)	(6,9)	32	36	40
	468	0,5	1,5	5,7	57	61	66

* Очікувана довгострокова дохідність за акціями мінус дохідність за тримісячними казначейськими векселями.

У першому стовпчику наводиться діапазон премій, а в другому – кількість місяців, упродовж яких значення премії потрапило у відповідний діапазон. Наприклад, протягом періоду спостережень було 96 місяців, коли величина премії за ризик становила від 2 до 3,9 % (тобто від 200 до 390 базисних пунктів). У наступних трьох стовпчиках показана середня надлишкова дохідність для трьох тимчасових горизонтів: один місяць, три місяці й один рік. Середня надлишкова дохідність дорівнює різниці фактичних дохідностей за акціями і казначейськими облігаціями. В останніх трьох стовпчиках наводиться процентна частка спостережень з такого діапазону премій з позитивною надлишковою дохідністю у відповідний часовий період.

Циклічні стратегії. Цей підхід впливає з передумови про наявність тісного зв'язку між змінами ціни акцій і дохідністю облігацій, обумовленої дією макроекономічних факторів. Наприклад, змінам стану фондового ринку, як правило, передують зміни економічної кон'юнктури. Прихильники цієї стратегії прагнуть виділити один чи більше загальноекономічних чинників, які можна використовувати як «пріоритетні» індикатори руху

фондового ринку. Як правило, цей підхід використовується під час ретроспективного аналізу для побудови циклічних індексів акцій і облігацій.

Як і у випадку з динамічним розміщенням ресурсів, не існує однозначного вирішення відносно того, чи може тактичне розміщення ресурсів забезпечити підвищену дохідність з урахуванням ризику й операційних витрат.

Важливою проблемою є питання про можливість прогнозування дохідностей для ринку акцій і облігацій. У літературі наводяться емпіричні свідчення відносно того, що ці дохідності можна передбачати для довгострокових інвестиційних горизонтів. Щодо коротких часових інтервалів, такі прогнози також мають місце, однак з меншим ступенем точності.

9.4. Моделі оптимізації розміщення ресурсів

В основу моделювання розміщення ресурсів на ринку цінних паперів було покладено портфельну теорію *Г. Марковіца*, в основі якої лежить метод диверсифікації. При цьому аналіз зосереджений не на окремих цінних паперах, а цілих класах активів. Згодом базова модель *Г. Марковіца* була поглиблена в декількох напрямках, що дало інвесторам змогу використовувати більш загальні методи оцінки ризику, обґрунтовувати бажаний рівень дохідності як засоби реалізації короткострокового і довгострокового розміщення ресурсів.

Для всіх моделей (стратегій) розміщення ресурсів рішення знаходяться за допомогою методів *математичного програмування* (*mathematical programming*). Ці методи спрямовані на вирішення завдань знаходження оптимального (найбільшого чи найменшого) значення деякої величини із заданими обмеженнями або у крайньому разі наближення до такої величини. Найпоширеніші з них — це лінійне програмування, квадратичне програмування, динамічне програмування тощо.

Основні вихідні дані моделей розміщення ресурсів включають: очікувану дохідність; очікувані ставки грошового ринку;

оцінки ризику і кореляції (коваріації) доходів між усіма класами активів, що піддаються аналізу. Оператором цих даних звичайно є інвестиційний менеджер, який постійно стежить за їх змінами. Необхідні дані також можуть бути отримані також за допомогою статистичних звітів компаній, які періодично публікуються в спеціальних виданнях. Зазвичай інвестиційний менеджер використовує власні оцінки рівня дохідності в комбінації з мірами ризику, розрахованими на основі дисперсій і коваріації багаторічних рядів відповідних величин.

Модель розміщення двох класів активів. Для того, щоб мати уявлення про основні принципи дії моделей розміщення ресурсів, доцільно розглянути спочатку тільки два класи активів – акції й облігації. У табл. 9.5 наводяться вихідні дані (очікувана дохідність, дисперсія, стандартне відхилення і кореляція дохідностей за обома типами активів).

Таблиця 9.5

Очікувані вихідні дані для двох класів активів

Клас активів	Очікувана дохідність	Дисперсія дохідності	Стандартне відхилення дохідності
Акції	0,13	0,0342	0,185
Облігації	0,08	0,0036	0,060
Коефіцієнт кореляції між акціями і облігаціями = 0,20			

Формуючи портфель з двох класів активів, його очікувана дохідність дорівнює зваженій середній очікуваних дохідностей за кожним класом активів окремо. Ваговий коефіцієнт для кожного класу активів береться у рівній частці вартості активів цього класу в загальній вартості всього портфеля. Зрозуміло, обидва вагові коефіцієнти в сумі дають одиницю. У свою чергу, дисперсія дохідності портфеля (чи його стандартне відхилення) не дорівнює зваженій середній дисперсії дохідностей двох класів активів, оскільки вона залежить від кореляції (коваріації) дохідностей класів активів.

Таблиця 9.6

Очікувана дохідність портфеля, дисперсія і стандартне відхилення для різних моделей розміщення коштів портфеля в акції і облігації

Розміщення активів*		Очікувана дохідність	Дисперсія	Стандартне відхилення
W_1	W_2	$E(R_p)$	$var(R_p)$	$std(R_p)$
0,0	1,0	0,080	0,0036000	0,0600000
0,1	0,9	0,850	0,0036570	0,0604769
0,2	0,8	0,090	0,0043820	0,0661978
0,3	0,7	0,095	0,0057740	0,0759872
0,4	0,6	0,100	0,0078330	0,0885054
0,5	0,5	0,105	0,0105596	0,1027600
0,6	0,4	0,110	0,0139532	0,1181240
0,7	0,3	0,115	0,0180141	0,1342160
0,8	0,2	0,120	0,0227421	0,1508050
0,9	0,1	0,125	0,0281375	0,1677420
1,0	0,0	0,130	0,0342000	0,1849320

* Клас 1 – акції; клас 2 – облігації.

У табл. 9.6 наводиться очікувана дохідність, дисперсія і стандартне відхилення дохідності портфеля для різних моделей розміщення коштів між двома класами активів. Під час побудови цієї таблиці використовувалися вихідні дані, що наведені в табл. 9.4, і формули розділу 7. На рис. 9.4 графічно зображена очікувана дохідність портфеля і його стандартне відхилення, що наведені в табл. 9.6. За даними з цієї ілюстрації можна зробити такі висновки:

1. Кожна точка кривої XYZ позначає портфель, утворений конкретним розміщенням коштів між акціями і облігаціями.

2. На кривій XYZ знаходяться всі можливі портфелі, утворені двома цими класами активів. Таким чином, крива XYZ являє собою «припустиму множину». Портфелі, що розташовані на кривій XYZ , припускають «короткий продаж» всіх класів активів.

3. Для інвестора невигідне розміщення вкладених коштів між акціями і облігаціями, за якого виявляється портфель, що лежить між точками Y і Z кривої XYZ (за винятком точки B).

Причина цього полягає у такому: для кожного портфеля із сегмента YZ у сегменті XY припустимої множини існує портфель, кращий за своїми характеристиками. Тобто для фіксованого стандартного відхилення портфеля (рівня ризику) інвестор зможе одержати більш високу очікувану дохідність портфеля. Це можна побачити на рис. 9.4 на прикладі портфельів A і A' . Стандартне відхилення цих портфельів однакове, однак очікувана дохідність портфеля A є вищою за дохідність портфеля A' . Отже, всі портфелі, розташовані на відрізку XY припустимої множини, виявляються кращими, ніж портфелі, що знаходяться на відрізку YZ припустимої множини. Відрізок XY називають *ефективною множиною Марковіца*, або ефективною границею. Належний до ефективної множини портфель називається ефективним портфелем.

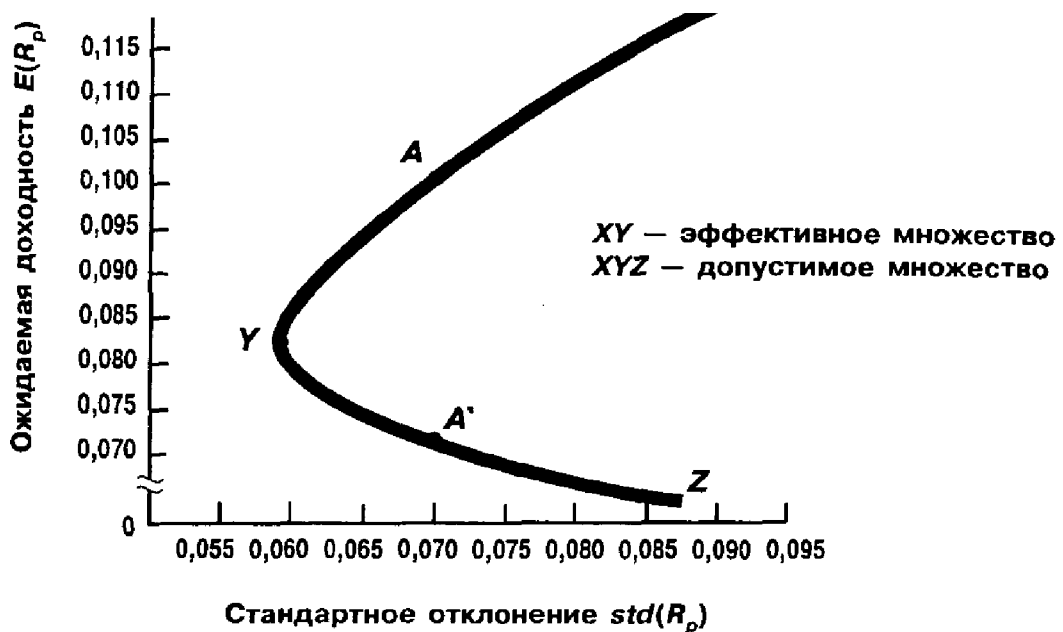


Рис. 9.4. Множина оцінок і ефективна множина портфельів, утворених двома класами активів (акціями і облігаціями)

Ефективна множина вказує на очікуване співвідношення дохідності і ризику (стандартного відхилення), з яким стикається інвестор під час розміщення коштів. Вибір конкретного портфеля з ефективної множини визначається індивідуальними цілями інвестора.

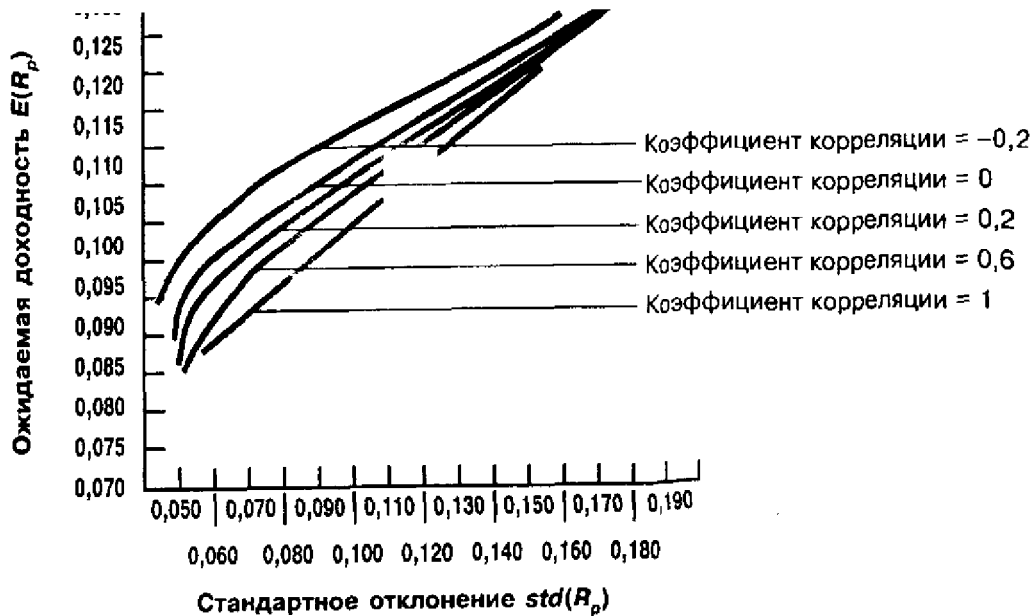


Рис. 9.5. Порівняння ефективних множин для різних значень коефіцієнта кореляції між двома класами активів (акціями і облігаціями)

Для того щоб відчувати вплив кореляції двох класів активів на ефективну множину, на рис. 9.5 наводяться ці множини для різних передбачуваних значень коефіцієнта кореляції доходів акцій і облігацій. Як випливає з рисунка, чим менше коефіцієнт кореляції, тим більше можливостей у інвестора для зниження ризику із заданим рівнем доходності. Зауважимо, що коли коефіцієнт кореляції дорівнює одиниці, ефективна множина зображується прямою лінією, а отже, стандартне відхилення портфеля являє собою зважену середню стандартних відхилень двох класів активів.

Модель розміщення для кількох (більш двох) класів активів. Розглянута вище модель із двома класами активів легко узагальнюється для випадку багатьох класів активів за допомогою загальних принципів портфельного аналізу, викладених у розділі 7.

Графічно ефективна множина портфельів у випадку N класів активів має той самий вигляд, що і для двох класів активів. На рис. 9.6 наводиться множина усіх можливих портфельів для моделі з N класів активів. Цей рисунок виглядає майже так само, як і рис. 9.4. Різниця полягає в тому, що припустима множина для

моделі з двох класів активів не включає точки (портфелі), що лежать «усередині» кривої XYZ . У випадку моделі N класів активів внутрішні точки цієї кривої також є припустимими портфелями (точніше, оцінками припустимих портфелів). Але як і у випадку двох класів активів, що знаходяться на відрізку кривої XY , портфелі виявляються більш вигідними, ніж ті, що лежать у внутрішній частині припустимої множини.

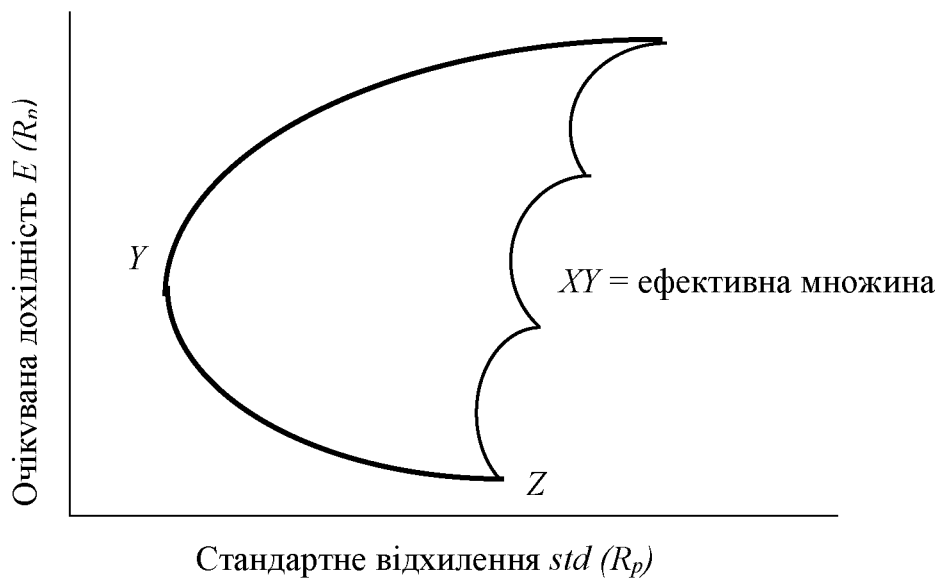


Рис. 9.6. Припустима множина у випадку портфеля, утвореного N класами активів

Для простої моделі двох класів активів ефективна множина знаходиться досить легко, але для випадку, коли інвестиції повинні бути розміщені між декількома класами, його обчислення ускладнюється. Завдання знаходження ефективної множини портфелів для моделі N класів активів можна розв'язати, використовуючи метод математичного програмування, що називають квадратичним програмуванням. За реалізації цього методу можуть враховуватися й інші обмеження, наприклад обмеження обсягу кошів, вкладених у цей клас активів.

Завдання ускладнюється у разі застосування моделі розміщення коштів між трьома класами активів. У табл. 9.7 наявні інвестиційні кошти розподіляються серед трьох таких класів активів: акції, облігації і казначейські векселі. Для двох схем

Управління фінансовими активами

розміщення коштів у таблиці наводяться очікувані значення повної річної і поточної дохідностей, дисперсії, стандартного відхилення і кореляції між трьома класами активів. Складова поточної дохідності активу в загальній очікуваній дохідності є частиною доходу, що надходить у вигляді дивідендів (для акцій) і у вигляді виплат процентів (для облігацій). Отже, різниця очікуваної повної дохідності й очікуваної поточної дохідності буде дорівнювати дохідності, забезпеченої зростанням вартості капіталу.

Таблиця 9.7

Очікувані вихідні дані для двох схем розміщення коштів за двома класами активів

Клас активів	Очікувана дохідність	Очікувана поточна дохідність	Дисперсія	Стандартне відхилення
Схема 1				
Акції	0,13	0,05	0,034200	0,185
Облігації	0,08	0,08	0,003600	0,060
Казначейські векселі	0,06	0,06	0,000016	0,004
Схема 2				
Акції	0,15	0,05	0,034200	0,185
Облігації	0,08	0,08	0,003600	0,060
Казначейські векселі	0,05	0,05	0,000016	0,004
Кореляція для обох схем				
	Акції	Облігації	Казначейські векселі	
Акції	1,00	0,20	-0,15	
Облігації	0,20	1,00	-0,12	
Казначейські векселі	-0,15	-0,12	1,00	

Ефективна множина знаходиться методом квадратичного програмування. У табл. 9.8 наводяться результати, отримані для схеми 1 розміщення активів, причому інвестиційний горизонт був рівним одному року і не накладалося ніяких обмежень. У табл. 9.9 наводяться результати для схеми 2 розміщення активів. Для кожного значення очікуваної дохідності за портфелем і в тій і в

**Розділ 9. Інвестиційна політика та стратегія
в управлінні фінансовими активами**

іншій таблиці наводяться відповідні стандартні відхилення, поточні дохідності й оптимальні (що відповідають мінімальному ризику) ваги для кожного класу активів. Зміст значень у стовпчику «Імовірність, що річна дохідність буде нижчою за...» коротко пояснимо нижче.

Таблиця 9.8

**Оптимальне розміщення активів для схеми 1:
вибірка портфелів з ефективної множини
(інвестиційний горизонт дорівнює 12 місяців)**

Очіку- вана річна дохід- ність	Стан- дартне відхилен- ня	Очіку- вана поточна дохід- ність	Імовірність, що річна дохідність буде нижчою за				Ваги класів активів, яким відповідає мінімальний ризик		
			0 %	5 %	7 %	10 %	Ак- ції	Облі- гації	Казна- чийсь кі век- селі
6,00	0,400%	6,00%	0,9	0,9	99,1	100,0	0,0	0,0	100,0
6,04	0,389	6,02	0,0	0,5	99,0	100,0	0,3	1,0	98,7
6,50	1,097	6,18	0,0	9,7	66,7	99,8	4,1	10,9	84,9
7,00	2,174	6,35	0,1	19,2	50,0	90,0	8,3	21,7	70,0
7,50	3,271	6,52	1,3	23,5	44,3	76,0	12,5	32,4	55,1
8,00	4,368	6,70	3,8	25,8	41,5	66,4	16,6	43,1	40,3
8,50	5,462	6,84	6,6	27,3	39,9	60,0	20,7	53,7	25,6
9,00	6,552	7,04	9,3	28,3	38,8	55,6	24,8	64,2	10,9
9,50	7,649	7,09	11,6	29,0	38,1	52,4	30,4	69,6	0,0
10,00	8,918	6,79	14,1	30,0	37,7	50,0	40,5	59,5	0,0
10,50	10,356	6,48	16,5	31,0	37,7	48,2	50,5	49,5	0,0
11,00	11,895	6,19	18,8	31,9	37,8	46,9	60,5	39,5	0,0
11,50	13,497	5,89	20,8	32,7	37,9	46,0	70,4	29,6	0,0
12,00	15,142	5,59	22,5	33,3	38,0	45,2	80,3	19,7	0,0
12,50	16,813	5,29	24,0	33,9	38,2	44,6	90,2	9,8	0,0
13,00	18,500	5,00	25,2	34,4	38,3	44,2	100,0	0,0	0,0

Для кращого розуміння цих таблиць проінтерпретуємо докладно результати для однієї схеми. Для схеми 1 мінімальний ризик (стандартне відхилення), якому буде піддаватися інвестор, який бажає забезпечити 9-процентну дохідність протягом

12-місячного періоду, становить 6,552 %. Жодне інше розміщення активів у портфелі не дасть 9-процентної дохідності під час стандартного відхилення менше 6,552 %. Цьому ефективному, чи оптимальному, портфелю відповідає наступна схема розміщення активів: 24,8 % вкладається в акції, 64,2 % – в облігації і 10,9 % – у казначейські векселі (через округлення вийшло, що сума окремих частин не дорівнює 100 %). У разі очікуваної річної дохідності в 9 % на поточну дохідність припадає 7,04 %. Отже, 1,96 % загального очікуваного річного доходу утвориться за рахунок зростання вартості капіталу.

Модель розміщення коштів з аналізом ризику збитків. У разі мінімізації ризику портфеля як об'єктивна оцінка цього ризику використовувалася дисперсія (стандартне відхилення). Додатково можна розрахувати імовірність недосягнення очікуваного рівня дохідності портфеля. Цей тип аналізу може бути потрібним у виборі найбільш придатного співвідношення різних класів активів із множини ефективних портфелів.

Цей аналіз називається *аналізом ризику збитків*. У стовпчиках таблиць 9.8 і 9.9 «Імовірність, що річна дохідність буде менша за...» наводяться результати такого аналізу, виконаного для чотирьох річних рівнів. Результати, отримані для очікуваної дохідності в 9 % у схемі розміщення ресурсів 1 (табл. 9.8), інтерпретуються в такий спосіб: існує імовірність 9,3 %, що річна дохідність буде негативною, імовірність 28,3 %, що вона виявиться менша за 5 %, імовірність 38,8 %, що річна дохідність буде менша за 7 %, і імовірність 55,6 %, що вона не перевищить 10 %.

Вибираючи інвестиційну стратегію пенсійного фонду, що керується політикою довгострокового «нормального» розміщення ресурсів, імовірність збитку у разі обраного (еталонного) рівня дохідності для довгострокового інвестиційного періоду може слугувати верхньою границею для коротких періодів. Наприклад, якщо в довгостроковій політиці передбачена 15-процентна імовірність збитку з доходу в 0 %, то можна здійснити короткострокове коригування портфеля, спостерігаючи за тим, щоб імовірність

**Розділ 9. Інвестиційна політика та стратегія
в управлінні фінансовими активами**

збитку для нового набору активів не перевищувала 15 %. Отже, використовуючи переваги короткострокового прогнозу для максимізації дохідності, можна зберегти і довгострокову політику розміщення ресурсів.

Таблиця 9.9

**Оптимальне розміщення активів для схеми 2:
вибірка портфелів з ефективною множини
(інвестиційний горизонт дорівнює 12 місяців)**

Очіку- вана річна дохід- ність	Стан- дартне відхилен- ня	Очіку- вана по- точна дохід- ність	Імовірність, що річна дохідність буде нижчою за				Ваги класів активів, яким відповідає мінімальний ризик		
			0 %	5 %	7 %	10 %	Ак- ції	Облі- гації	Казна- чийсь кі век- селі
5,00	0,400%	5,00%	0,0	50,1	100,0	100,0	0,0	0,0	100,0
5,06	0,389	5,03	0,0	44,3	100,0	100,0	0,3	1,0	98,7
5,50	0,784	5,24	0,0	27,2	95,6	100,0	2,8	7,9	89,3
6,00	1,501	5,47	0,0	26,3	73,5	99,3	5,5	15,7	78,7
6,50	2,248	5,70	0,2	26,3	58,3	92,6	8,3	23,5	68,2
7,00	3,003	5,94	1,2	26,4	50,0	82,3	11,0	31,2	57,7
7,50	3,757	6,17	2,6	26,4	45,0	73,1	13,8	38,9	47,3
8,00	4,509	6,40	4,3	26,5	41,8	65,9	16,5	46,6	36,9
8,50	5,258	6,63	5,9	26,5	39,5	60,4	19,2	54,2	26,6
9,00	6,005	6,85	7,4	26,5	37,8	56,1	21,9	61,8	16,3
9,50	6,750	7,08	8,8	26,6	36,5	52,7	24,6	69,4	0,0
10,00	7,505	7,13	10,0	26,6	35,5	50,0	29,1	70,9	0,0
10,50	8,374	6,91	11,5	36,9	34,9	47,8	36,4	63,6	0,0
11,00	9,345	6,69	13,0	27,4	34,6	46,1	43,6	56,4	0,0
11,50	10,386	6,48	14,5	28,0	34,4	44,8	50,7	49,3	0,0
12,00	11,478	6,26	15,9	28,5	34,4	43,7	57,8	42,2	0,0
12,50	12,605	6,05	17,3	29,0	34,4	42,9	64,9	35,1	0,0
13,00	13,756	5,84	18,5	29,5	34,4	42,2	72,0	28,0	0,0
13,50	14,927	5,63	19,6	29,9	34,5	41,6	79,1	29,9	0,0
14,00	16,109	5,42	20,5	30,3	34,5	41,1	86,1	13,9	0,0
14,50	17,302	5,21	21,4	30,6	34,6	40,7	93,0	7,0	0,0
15,00	18,500	5,00	22,2	30,0	34,7	40,4	100,0	0,0	0,0

Таким чином, завдання мінімальної (*floor*), чи базової, імовірності збитку (*base probability of loss*) встановлює границі, в межах яких можуть прийматися стратегічні рішення про співвідношення дохідності й ризику. До того часу, поки зміни в розміщенні коштів між активами не порушують імовірність збитку, можна домагатися збільшення короткострокової дохідності, використовуючи такі стратегії, як тактичне розміщення ресурсів.

Описана вище модель може бути узагальнена для так званих різноманітних схем розміщення активів. При цьому кожен варіант розміщення реалізує визначену інвестиційну ціль у довгостроковій перспективі. Якщо для кожного варіанта можна визначити імовірність його реалізації, тоді можна побудувати ефективну множину для узагальненої (складеної) схеми. Знаходження варіанта оптимального розподілу активів у багатоваріантних схемах розміщення із взаємно виключаючими варіантами (сценаріями) доволі складно і не є метою цього підручника.

Оптимізаційні моделі розміщення ресурсів з урахуванням зобов'язань. *Мартін Лейбовіц* і його колеги з компанії *Salomon Brothers Inc.* розробили інші оптимізаційні моделі розміщення ресурсів. Ці моделі застосовувалися до активів і зобов'язань різних фінансових установ. Однією з переваг цих моделей є те, що в них враховані зобов'язання. Тобто в оптимізаційній моделі необхідно враховувати потоки платежів, пов'язаних не тільки з активами, але і з зобов'язаннями.

Як приклад розглянемо пенсійний фонд. Спонсор пенсійної схеми стежить за дохідністю активів і підтримкою прийнятного рівня ризику, що вимірюється стандартним відхиленням. Але не тільки це є об'єктом уваги спонсора схеми. Він також стежить за величиною надлишку фонду (тобто різницею між ринковою вартістю коштів і приведеною вартістю зобов'язань) і підтримує прийнятний рівень ризику його зниження. Під час обліку надлишку, а отже, і зобов'язань можна досягти кращого розміщення ресурсів, ніж у тій моделі, де розглядаються тільки одні активи.

М. Лейбовіц і його колеги розробили для пенсійних фондів модель розміщення ресурсів, де знаходиться баланс рівнів дохідності і

ризиків активів, з одного боку, і рівнів надлишку і ризику його зниження – з іншого. Ця модель застосовувалася також до проблеми розміщення ресурсів, з якою зустрічаються компанії, що займаються страхуванням майна і страхуванням від нещасних випадків. У цій моделі аналізується нормативний надлишок.

М. Лейбовіц відзначив також інший важливий момент: під час ухвалення рішення про розміщення ресурсів не можна відносити всі цінні папери з фіксованим доходом до одного класу активів. Навпаки, щодо співвідношення активів і зобов'язань, є континуум фінансових інструментів з фіксованою дохідністю, але з різними дюраціями. Оскільки зобов'язання і, зокрема, облігації часто виявляються чутливими до зміни процентної ставки, а отже, володіють дюрацією, то віднесення всіх облігацій до одного класу активів робить неявним вплив дюрації як міри процентного ризику. Моделі розміщення ресурсів, в яких відбувається облік зобов'язань і нескінченного ряду фінансових інструментів з фіксованою дохідністю, будуть приводити до кращих результатів, ніж ті моделі, що розглядають лише активи або в які всі інструменти з фіксованою дохідністю об'єднуються в один клас активів.

Використання похідних фінансових інструментів для ухвалення рішення про розміщення ресурсів. Результат ухвалення рішення про розміщення ресурсів являє собою розподіл інвестиційних ресурсів за деякими видами активів. Для одержання цього розподілу може знадобитися переміщення коштів між класами активів. Кошти можуть переміщуватися одним із двох способів. Найбільш очевидним з них є продаж чи купівля визначених кількостей відповідних активів на ринку. У разі переміщення коштів у такий спосіб пов'язані з ним витрати включають операційні витрати, спред цін купівлі і продажу і вплив ринку. Більше того, буде мати місце перетинання сфер діяльності інвестиційних менеджерів, відповідальних за вкладені в кожний із класів активів кошти. Так, спонсор пенсійної схеми зазвичай наймає одних інвестиційних менеджерів для управління коштами, що вкладені в акції, а інших – для управління коштами, що вкладені в облігації.

Якщо рішення про розміщення ресурсів вимагає іншого розміщення коштів, то знадобиться вилучення коштів з портфеля одних менеджерів і переміщення їх у розпорядження інших менеджерів. Якщо в рамках рішення про тактичне розміщення ресурсів це переміщення є тимчасовим, то згодом розміщення ресурсів буде переглядатися знову, що, у свою чергу, ускладнить роботу інвестиційних менеджерів.

Альтернативним підходом є використання ринку ф'ючерсів для управління ризиком, що пов'язаний з цим класом активів. Як було пояснено у розділі 5, де описувалися ф'ючерсні контракти на ринкові індекси, процентні ф'ючерси, купівля ф'ючерсного контракту збільшує ризик за класом активів, що лежить в основі даного контракту, тоді як продаж ф'ючерсного контракту знижує цей ризик.

Таблиця 9.10

Використання фінансових ф'ючерсів замість безпосередньої купівлі або продажу активів для розміщення ресурсів

Переваги	Недоліки
Нижчі операційні витрати Більш швидке виконання угод Зменшення витрат, пов'язаних із впливом ринку Сфери діяльності інвестиційних менеджерів не перетинаються	Можливість неправильної оцінки ф'ючерсів

Як показано в табл. 9.10, до переваг використання фінансових ф'ючерсних контрактів відносять таке: 1) зниження операційних витрат; 2) на ф'ючерсному ринку більш швидко відбувається виконання угод; 3) відсутні чи стають меншими витрати, обумовлені впливом ринку, тому що спонсор має більше часу для купівлі і продажу цінних паперів на фінансовому ринку; 4) не перетинаються сфери діяльності найманих спонсором пенсійної схеми інвестиційних менеджерів. Іноді використання пенсійними спонсорами ф'ючерсів у стратегіях розміщення активів з метою «згладжування» діяльності інвестиційних менеджерів називають

оверлейною, чи покриваючою, стратегією (overlay strategy). Для американських менеджерів інвестиційних портфелів, які працюють на грошових ринках за межами США, особливо корисними виявилися ф'ючерсні контракти, що засновані на біржових індексах і процентних ставках цих ринків.

Основний недолік застосування ф'ючерсних контрактів полягає у неправильній оцінці ф'ючерсного контракту: ф'ючерсний контракт на клас активів, що купується, може виявитися занадто дорогим порівняно з його реальною вартістю і/або ф'ючерсний контракт на клас активів, що продається, може видатися занадто дешевим відносно його реальної вартості.

9.5. Стратегії управління портфелем облігацій

Стратегії управління портфелем облігацій, як і стратегії управління портфелем акцій, можуть бути розділені на активні і пасивні. Істотним для всіх активних стратегій є потреба прогнозу очікуваного поведження факторів, що впливають на ефективність управління. Пасивні (індексні) стратегії засновані на мінімальному обсязі вихідної інформації і не вимагають систематичного аналізу і прогнозу поведження ринку.

Активні стратегії базуються на дослідженні різних джерел доходу для портфеля цінних паперів з фіксованим доходом. Як зазначалось вище, такими джерелами є купонний дохід, курсова різниця і дохід від реінвестування. На дохідність портфеля впливають такі фактори: 1) зміни рівня процентних ставок; 2) зміни форми кривої дохідності; 3) зміни спреду дохідності між різними секторами; 4) зміни спреду дохідності (премії за ризик) для окремої облігації.

Інвестиційний менеджер, який додержується активної стратегії, буде будувати портфель так, щоб одержати вигоду від очікуваного поведження процентних ставок. Але до того, як активна стратегія почне втілюватися, необхідно оцінити її очікуваний результат, що характеризується очікуваною повною дохідністю. Основною причиною потреби оцінки потенційного результату є

те, що ринок має деякі очікування з приводу майбутніх процентних ставок і ці очікування «відбиваються» на ринкових цінах облігацій.

У зв'язку з вищезазначеним посилення менеджерів на «оптимальну стратегію», яку потрібно дотримуватись у разі заданого чекання, є несуттєвою інформацією під час прийняття інвестиційних рішень. Якщо ринкові очікування збігаються з очікуваннями менеджера, то ціни облігацій відбивають такі очікування.

1. Стратегії, що базуються на прогнозі процентних ставок. Портфельний менеджер, упевнений у тому, що може правильно передбачити майбутній рівень процентних ставок, буде змінювати чутливість портфеля відповідно до змін процентних ставок. Оскільки дюрація є характеристикою чутливості до змін процентних ставок, то вона збільшується, якщо очікується зниження процентних ставок, і зменшується, якщо очікується їх зростання. Для менеджерів, що вибрали як критерій індекс облігацій, це означає збільшення дюрації портфеля щодо обраного індексу у разі зниження процентних ставок і її зменшення у разі їх зростання. Ступінь, на який дюрація керованого портфеля може відрізнятись від дюрації еталонного індексу, задається клієнтом.

Дюрація портфеля може бути змінена за допомогою свопу (чи обміну) облігацій з портфеля на нові облігації, за допомогою якого досягається обрана дюрація. Такий своп зазвичай називається *свопом із прогнозуванням процентних ставок (rate anticipation swap)*. Ще більш ефективним способом зміни дюрації портфеля облігацій є використання ф'ючерсних контрактів на процентні ставки. Ключовою особливістю цієї активної стратегії є її здатність передбачати зміни майбутніх процентних ставок. Однак дослідження не підтверджують можливість прогнозування процентних ставок, що дозволяють постійно одержувати підвищену з урахуванням ризику і витрат дохідність. Навряд чи, покладаючись лише на прогнози майбутніх процентних ставок, можна в такий спосіб постійно одержувати дохідність, істотно вищу за ринкову.

Навіть якщо менеджер не використовує активну стратегію, засновану на майбутньому поводженні процентних ставок, він може враховувати її для компенсації втрат порівняно з еталонним індексом.

Існують і інші активні стратегії, що покладаються на прогнози рівня процентних ставок. Майбутні процентні ставки, наприклад, впливають на вартість опціонів, вбудованих у відкликані облігації, і на вартість опціону на передплату для іпотечних облігацій. Відкликані корпоративні і муніципальні облігації з купонними ставками, що перевищують очікувану процентну ставку, дають гірші результати, ніж невідкликані чи облігації з низьким купоном.

2. Стратегії, що базуються на зсувах кривої дохідності (*yield curve strategy*), чи **структурні стратегії**. Вони полягають у визначенні портфеля для одержання вигоди від очікуваних змін форми кривої дохідності державних цінних паперів.

Зсувом кривої дохідності називається зміна її форми. *Рівнобіжним зсувом кривої дохідності* (*parallel shift in the yield curve*) є зсув цієї кривої, під час якого зміни дохідності для всіх термінів погашення збігаються. *Непаралельний зсув кривої дохідності* (*non-parallel shift in the yield curve*) означає, що дохідність для різних термінів погашення змінюється на різну кількість базисних пунктів.

На практиці зазвичай спостерігалися два види непаралельного зсуву кривої дохідності: зміна нахилу кривої (обертання) і зміна вершини кривої дохідності (витягування). Всі ці зсуви зображені графічно на рис. 9.7.

Обертання дотичної – це зсув, у разі якого крива дохідності стає або плоскішою, або крутішою. Насправді нахил кривої дохідності вимірюється спредом між дохідністю довгострокових і дохідністю короткострокових державних цінних паперів. Наприклад, одні американські аналітики визначають нахил як різницю між дохідністю 30-річних і однорічних казначейських облігацій, інші – як спред між дохідністю 20- і 2-річних казначейських облігацій.

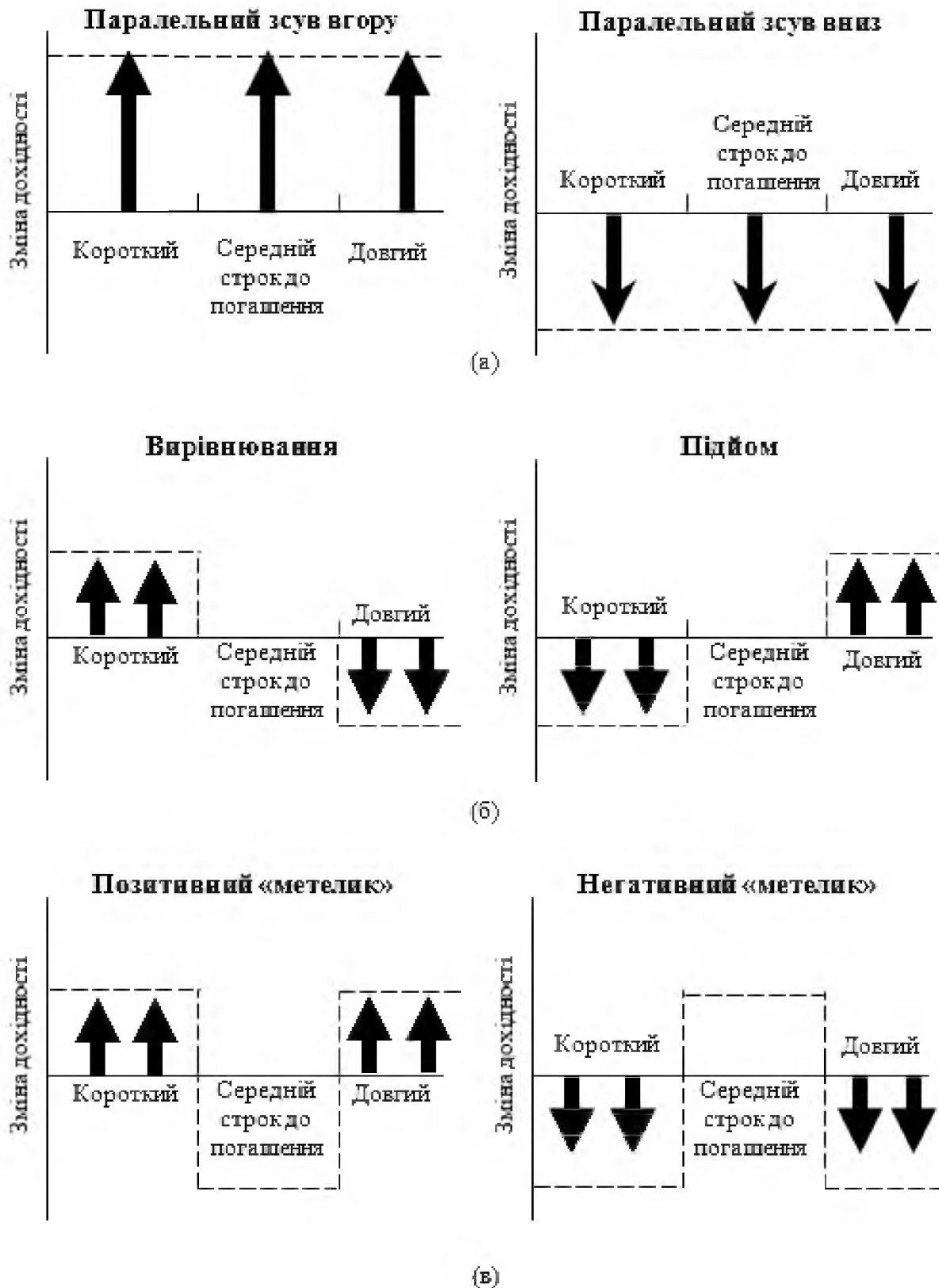


Рис. 9.7. Типи зсуву кривої дохідності: (а) паралельні зсуви; (б) обертання; (в) «метелик»

Незалежно від того, як визначається це поняття *вирівнювання кривої дохідності* (*flattening of the yield curve*) означає, що спред між дохідностями довгострокових і короткострокових казначейських облігацій знижується, а *підйом кривої дохідності* (*steepening of the yield curve*) – спред між дохідностями довгострокових і короткострокових казначейських облігацій зростає. Прикладом іншого виду непаралельного зсуву – зміни вершини кривої дохідності – є так званий зсув типу «метелик» (*butterfly shift*).

Типи зсувів кривої дохідності на практиці проаналізував Френк Джонс. Він довів, що три типи зсувів цієї кривої не є незалежними, причому двома найбільш розповсюдженими типами є: 1) зсув кривої дохідності вниз і в комбінації з її підйомом (крива стає крутішою); 2) зсув кривої вгору в комбінації з вирівнюванням (крива стає плоскішою). Ці два види зсуву кривої дохідності зображені на рис. 9.8. Проведений Д. Джонсом статистичний аналіз показав, що рівнобіжний зсув кривої дохідності вгору і її вирівнювання мають кореляцію 0,41. Це говорить про те, що зсув кривої вгору на 10 базисних пунктів супроводжується (в середньому) її вирівнюванням (тобто зменшенням спреду дохідності «коротких» і «довгих» облігацій) на 2,5 базисних пункта. Більш того, комбінація зсуву вгору і ситуації, коли крива дохідності стає плоскішою, є корельованою з «позитивним метеликом» (зменшенням «горбатості»), тоді як комбінація зсуву вниз і підйому кривої дохідності (вона стає при цьому крутішою) є корельованою з «негативним метеликом» (збільшенням «горбатості»).

Д. Джонс також показав вплив змін кривої на реалізовані дохідності казначейських цінних паперів різних секторів погашення. Він винайшов, що рівнобіжні зсуви й обертання кривої дохідності відповідають за 91,6 % доходу цінних паперів Казначейства, тоді як 3,4 % доходу пов'язані зі зсувом типу «метелик», а 5 % – з іншими факторами. Вищевикладене показує, що стратегії, побудовані на зсувах кривої дохідності, вимагають прогнозів про напрямок зсуву і тип обертання.

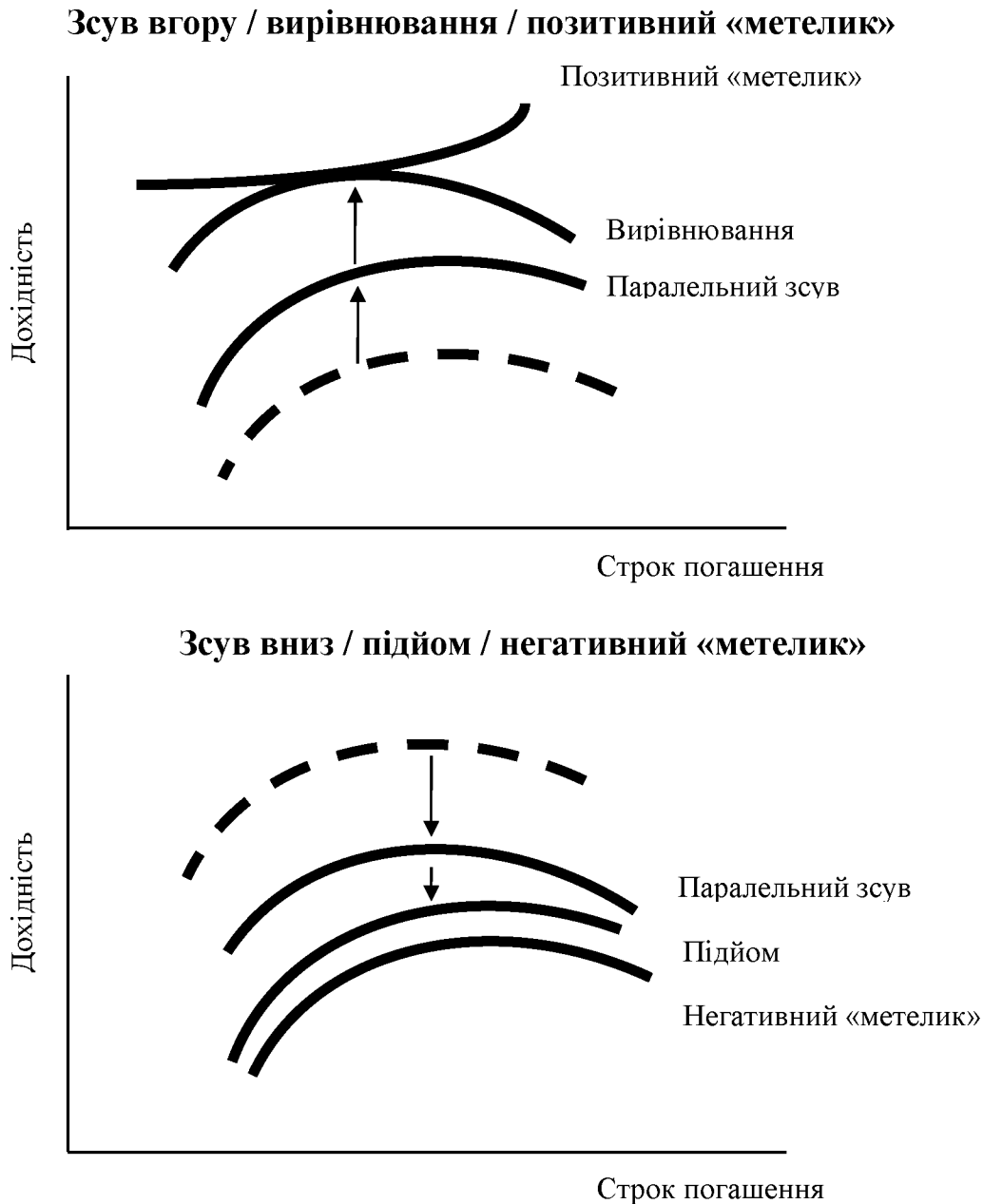


Рис. 9.8. Комбінації зсувів кривої дохідності

За використання цих стратегій менеджер намагається отримати зиск з очікуваних короткострокових змін дохідностей. При цьому основним компонентом повної дохідності є цінова дохідність, обумовлена винятково зміною ціни облігацій. Це означає, що строк погашення цінних паперів, які входять у портфель, має істотний вплив на його дохідність. Наприклад, повна дохідність за річний інвестиційний період для портфеля, що складається з цінних паперів з погашенням через рік, є нечутливою до змін кривої дохідності, яка відбудеться через рік від початкового

моменту. І навпаки, повна дохідність за річний інвестиційний період для портфеля, що складається з цінних паперів з погашенням через 30 років, буде надто чутлива до того, як зміниться крива дохідності до кінця періоду, оскільки через рік від початку періоду вартість портфеля буде залежати від дохідності за 29-річними цінними паперами. Довгострокові облігації мають підвищену цінову мінливість під час зміни дохідності.

Портфель, що складається з рівних часток цінних паперів з погашенням через один рік і 30 років, буде мати повну дохідність за річний інвестиційний період у разі зсувів кривої дохідності, що істотно відрізняється від дохідностей портфельів, розглянутих вище. Ціна однорічних цінних паперів у портфелі нечутлива до змін однорічних ставок, але ціна 30-річних цінних паперів буде надто чутлива до того, як зміняться довгострокові ставки.

Ключовим моментом є те, що для короткострокових інвестиційних періодів розбіжності в термінах погашення облігацій, що складають портфель, будуть мати істотний вплив на повну дохідність. Отже, у стратегії, які використовують криву дохідності, входить вибір розподілу строків погашення облігацій, що включаються в портфель. Існують три стратегії «гри на кривій дохідності»: 1) стиснення; 2) розширення; 3) ступенева (рівномірна).

За використання *стратегії стиснення (bullet strategy)*; дослівно «*стратегія кулі*») портфель формується так, щоб строки погашення цінних паперів портфеля концентрувалися поблизу однієї точки на кривій дохідності. За використання *стратегії розширення (barbell strategy)* строки погашення цінних паперів, що входять у портфель, концентруються у двох точках, що значно віддалені одна від одної. На практиці стратегії стиснення і розширення рідко використовуються ізольовано. Це двоїсті стратегії і перехід від однієї до іншої визначається зміною ринкової тенденції. Наприклад, стиснення може полягати у формуванні портфеля з облігацій, строки погашення яких сконцентровані поблизу 10-річного періоду, а відповідна стратегія розширення – у доборі облігацій з 5- і 20-річними строками погашення. У разі використання *ступеневої стратегії (ladder strategy)* строки погашення

облігацій портфеля рівномірно розподіляються за можливими діапазонами строків. Наприклад, портфель може мати рівну кількість цінних паперів з погашенням через один рік, два роки тощо.

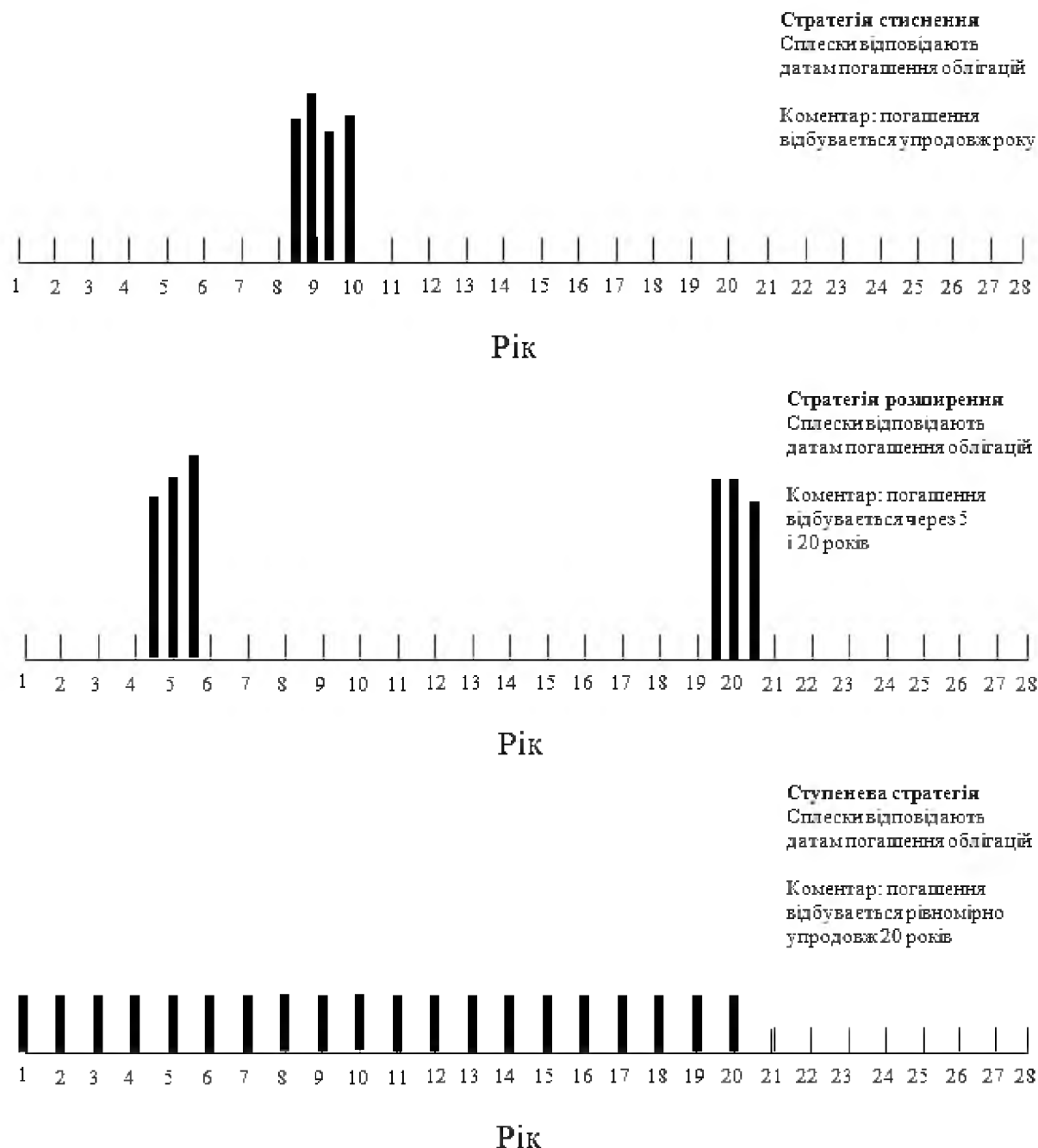


Рис. 9.9. Статегії стиснення, розширення і ступенева

Результати цих стратегій залежать від виду зміни кривої дохідності, причому вони залежать як від типу зсуву, так і від його величини. Таким чином, не існує єдиної оптимальної стратегії, що базується на очікуваних змінах кривої дохідності.

Перед обговоренням того, як аналізуються стратегії, що базуються на зсувах кривої дохідності, повернемося до поняття дюрації і її ролі в оцінці мінливості вартості портфеля облігацій. Дюрація є показником чутливості цін облігацій або їх портфеля до змін ринкових ставок. Наприклад, вартість портфеля з дюрацією 4 зміниться приблизно на 4 %, якщо ставки зростуть на 100 базисних пунктів. Зазначаючи недоліки дюрації як міри мінливості, потрібно вказати, що під час її використання здійснюється цілком визначене припущення про те, як зміниться ринкова дохідність. Але про мінливість яких ставок йдеться, коли стверджується, що ціна портфеля з 5-, 10- і 20-річних облігацій з дюрацією 4 зміниться на 4 % у разі зміни ринкових ставок на 100 базисних пунктів, про 5-, 10- чи 20-річні ставки? Насправді припущення, яке робиться у разі використання дюрації як цінової мінливості портфеля, полягає в тому, що дохідність для всіх термінів погашення зміниться на те саме число базисних пунктів. Таким чином, якщо портфель з трьох облігацій має дюрацію 4, то твердження про 4 % і зміну ціни у разі зміни дохідності на 100 базисних пунктів має на увазі, що кожна з дохідностей 5-, 10- і 20-річних облігацій зміниться на 100 базисних пунктів, тобто передбачається рівнобіжний зсув кривої дохідності.

3. Стратегії, що базуються на спреді дохідності (*yield spread strategies*), чи **секторні стратегії**, включають формування портфеля для одержання вигоди від очікуваних змін спредів дохідності між секторами ринку облігацій. Як зазначалося вище, ринок облігацій поділяється на сектори в такий спосіб: за статусом емітента; за строками випуску й обігу; за способом розміщення тощо.

Обмін однієї облігації на іншу, коли менеджер упевнений у тому, що: 1) переважаючий на ринку спред дохідності між двома облігаціями не узгоджується з історичними даними про спред; 2) спред дохідності зміниться до кінця інвестиційного горизонту – це *міжсекторним свопом* (*intermarket spread swap*).

Спред дохідності є різницею між дохідностями до погашення двох облігацій. Різниця вимірюється в базисних пунктах.

Якщо не зазначене інше, спреди дохідності визначаються зазвичай саме в такий спосіб. Спреди дохідності розраховуються як відношення абсолютного спреду дохідності до рівня дохідності. Такий спред є *відносним спредом дохідності (relative yield spread)*:

$$\text{Відносний спред дохідності} = \frac{\text{Дохідність облигації A} - \text{Дохідність облигації B}}{\text{Дохідність облигації B}}.$$

Іноді облигації порівнюються через *коефіцієнт дохідності (yield ratio)* – співвідношення дохідностей двох облигацій:

$$\text{Коефіцієнт дохідності} = \frac{\text{Дохідність облигації A}}{\text{Дохідність облигації B}}.$$

Якісні, або кредитні, спреди змінюються через очікувані зміни економічних перспектив. Кредитні спреди між випусками казначейських і неказначейських цінних паперів збільшуються у процесі зниження економічної активності і зменшуються під час економічного підйому. Сутність цього ефекту полягає в тому, що у разі зниження економічної активності відбувається падіння доходів населення і фірм, скорочення грошових потоків, що ускладнює виконання емітентами їхніх контрактних боргових зобов'язань. Щоб схилити інвесторів до придбання неказначейських облигацій емітентів з низьким кредитним рейтингом, спред дохідності відносно цінних паперів Казначейства має збільшитися. Під час саме економічної експансії і пожвавлення економічної активності дохід і грошові потоки в економіці зростають, збільшуючи вірогідність того, що корпоративні емітенти виконують свої контракти боргові зобов'язання.

4. Стратегії індивідуального вибору цінних паперів. Існує декілька активних стратегій для визначення недооцінених цінних паперів, що використовуються на практиці. Найбільш розповсюдженими є такі ознаки недооцінки випуску: 1) його дохідність вища, ніж у випусків з аналогічним рейтингом; 2) очікується, що його дохідність знизиться (і, відповідно, ціна зросте), оскільки кредитний аналіз показує, що його рейтинг буде підвищений.

Своп, щодо якого менеджер обмінює одну облігацію на іншу, що практично співпадає з першою за тими самими показниками, що і купон, строк погашення і кредитна якість, але з більш високою дохідністю називається *еквівалентним свопом* (*substitution swap*). Цей своп залежить від наявності ринкових аномалій, тобто відхилень від ефективності ринку. Такі ситуації іноді виникають на ринку облігацій через локальні (тимчасові) ринкові зміни і «фрагментарну природу» ринку неказначейських облігацій (наявність істотних відмінностей у характеристиках випусків різних секторів ринку, що призводять до «роздрібненої» структури ринку). Ризик, з яким стикається портфельний менеджер під час обміну облігації на аналогічну, полягає в тому, що куплена облігація може бути неповністю ідентичною облігації, в обмін на яку вона купувалась. Більш того, зазвичай облігації мають подібні, але не ідентичні строки погашення і купони. Це призводить до відмінностей у випуклості двох облігацій, а в результаті спред дохідності відображає також «вартість випуклості».

Індексна стратегія, індексування або індексація (*bond indexing*) полягає в побудові портфеля, поведінка якого відтворює поведінку обраного індексу облігацій. Ефективність індексної стратегії вимірюється повною дохідністю за цей інвестиційний період, яка включає поточну, цінову реінвестиційну складову.

Менеджер, який обирає індексацію, повинен насамперед визначити, який індекс він буде використовувати як еталон. Існують декілька індексів облігацій у світі, з яких він може вибирати, і ряд чинників, що впливають на вибір. Перший – це схильність інвестора до ризику. Вибір індексу, який включає корпоративні облігації, породжує кредитний ризик. Якщо цей ризик є неприйнятним, то інвестор повинен уникати вибору індексу, який враховує облігації цього сектору.

Другий чинник, який впливає на вибір індексу, – цілі інвестора. Інвестор, який ставить за мету мінімізацію зміни повної дохідності, буде орієнтуватись на індекс з очікуваною низькою мінливістю (тобто індекс, який має меншу дюрацію порівняно з іншими індексами). Крім того, мінливість повної дохідності, як

правило, є несиметричною у разі підйомів і спадів на ринку. Інвестори, які мають певні очікування про майбутній рух процентних ставок, віддадуть перевагу індексу, який буде поводити краще відповідно до цих очікувань.

Весь спектр доступних індексів облігацій можна розподілити на зведені (узагальнені) і спеціалізовані.

Трьома зведеними ринковими індексами широкого спектра зазвичай користуються інституційні інвестори. Сектори цього ринку представлені державними облігаціями, корпоративними облігаціями інвестиційного рівня та іпотечними сертифікатами.

Спеціалізовані ринкові індекси базуються тільки на одному секторі або підсекторі ринку облігацій. Компанії, які не розраховують зведені індекси, можуть розраховувати спеціалізовані. Прикладами таких індексів є *Morgan Stanley Actively Traded MBS Index*, *Donaldson Lufkin & Jenrette High Yield Index*, *First Boston High Yield Index*, *Goldman Sachs Convertible 100* і *Ryan Labs Treasury Index*.

Останнім часом менеджери портфелів облігацій усе частіше використовують так звані *приватні еталони*, або *еталони на замовлення*, (*customized benchmark*), орієнтовані на потреби клієнта і довгострокові цілі.

Брокерські та дилерські фірми розвивають і активно торгують своїми індексами через потенціальний дохід, який вони одержують під час використання індексів в управлінні портфелями. Зазвичай ці фірми беруть плату за користування фірмовим індексом у разі управління і надають менеджерам необхідну інформацію, намагаючись при цьому виконувати роль посередника в угодах з формування і реструктуризації портфелів. Крім того, володіючи виключними правами на індекс, його творці привертають до себе користувачів, отримуючи вигоду від довгострокової співпраці.

Якщо інвестиційний менеджер вирішив використовувати індексацію, то наступним кроком буде формування портфеля, що дублює індекс (зведений, спеціалізований або приватний). Існують три методи формування цього портфеля: 1) метод стратифікаційної

вибірки; 2) оптимізаційний метод; 3) метод мінімізації варіації. Для кожного з цих методів першим питанням, яке має ставити перед собою інвестиційний менеджер, є питання про те, які чинники впливають на поведінку індексу. Кожний з підходів передбачає, що поведінка окремої облігації залежить як від систематичних чинників, що впливають на поведінку всіх облігацій, так і чинників, що є характерними для цього випуску. Останні чинники є диверсифікованими ризиками. Мета всіх трьох методів – створення індексованого портфеля, який зменшує цей ризик.

Згідно з *методом стратифікаційної вибірки (stratified sampling approach to indexing)* індекс поділяється на осередки, кожний з яких являє собою різні характеристики індексу. Найбільш розповсюдженими характеристикам, що використовуються для розбивки індексу, є: 1) дюрація; 2) купон; 3) строк погашення; 4) сектор ринку (державні або корпоративні облігації); 5) кредитний рейтинг; 6) умови відклику; 7) параметри фонду погашення.

Наприклад, менеджер вибирає такі характеристики для розбивки індексу облігацій, які включають облігації внутрішньої державної позики, муніципальні та корпоративні.

Характеристика 1. Ефективна дюрація: 1) менше або дорівнює 5; 2) більше 5.

Характеристика 2. Строк до погашення: 1) менше 5 років; 2) між 5 і 15 роками; 3) більше або дорівнює 15 рокам.

Характеристика 3. Сектори ринку: 1) держава; 2) місцеві влади; 3) підприємства.

Характеристика 4. Кредитний рейтинг: 1) AAA; 2) AA; 3) A; 4) BBB.

Загальна кількість осередків буде дорівнювати $72 (2 \times 3 \times 3 \times 3 \times 4)$.

Мета в цьому випадку полягає у виборі з усіх випусків індексу одного або кількох випусків у кожному осередку, які являтимуть собою весь осередок. Вага (частка вартості) осередку в портфелі має бути пропорційною ринковій вартості всіх випусків індексу, що входять до цього осередку. Наприклад, якщо 40 %

ринкової вартості всіх випусків в індексі становлять корпоративні облігації, то 40 % ринкової вартості індексованого портфеля має припадати на ці облігації.

Оптимізаційний метод (*optimization approach to indexing*) є аналогічним методу стратифікаційної вибірки з тією різницею, що вибір осередків здійснюється згідно з певним критерієм оптимізації і заданими обмеженнями. Метою оптимізації може бути максимізація повної дохідності портфеля або мінімізація варіації дохідності. Обмеження можуть бути розповсюджені на кількість придбаних випусків одного емітента або групи емітентів, встановлення нижніх границь вагів деяких секторів для активного індексування, про яке йтиметься нижче.

Методи побудови оптимальних індексних портфелів – це методи математичного програмування. Коли функція, яку потрібно оптимізувати, є лінійною, то використовується лінійне програмування. Якщо критерій – квадратична функція, то методом оптимізації є квадратичне програмування.

Метод мінімізації варіації (*variance minimization approach to indexing*) є найбільш складним. Цей підхід вимагає використання статистичних даних, що здійснюється за допомогою оцінки цінової функції для кожного випуску облігацій. Ця функція залежить від двох наборів чинників: 1) грошового потоку випуску, дисконтованого за теоретичними спот-ставками; 2) інших чинників, таких як дюрація або характеристики секторів, які вказувалися вище. Цінова функція оцінюється за допомогою статистичних методів з набору даних для великої кількості випусків. Найбільш великою проблемою є те, що розрахунок функції за статистичними даними є досить складним для державних цінних паперів, не наголошуючи вже про корпоративні випуски. Крім того, цінова функція може бути нестійкою (у статистичному сенсі).

Хоча метод страфікаційної вибірки здається найбільш простим у використанні, він є досить складним для застосування, коли за еталон береться великий, значно диверсифікований портфель. У цьому випадку потрібна велика кількість осередків, тому задача стає складною. Також через суб'єктивність вибору випусків,

що являють собою осередки індексу, випуски кожного осередку відбираються вручну, у результаті можуть з'явитись помилки. Застосування оптимізаційних методів може знизити складність задачі, якщо використовувати добре продумані обмеження, які дозволяють аналізувати велику кількість даних.

Вище розглядалось просте, або стандартне, індексування. Основна мета стратегії *активного (поліпшеного) індексування* (*enhanced indexing*) – відслідковування повної дохідності деякого обраного індексу. Однак у разі активності індексування менеджер намагається забезпечити перевищення повної дохідності портфеля над дохідністю індексу на величину, достатню для покриття винагороди і премії за ризик. На відміну від традиційної індексної стратегії, що полягає в отриманні повної дохідності портфеля, максимально наближеної до дохідності індексу, для активної індексації повна дохідність індексу слугує лише нижньою границею, тобто мінімальним рівнем дохідності, який має забезпечити менеджер. Таким чином, активне індексування вносить елементи активних стратегій у процесі управління портфелем, однак воно передбачає використання тільки стратегій з низьким ризиком.

Контрольні запитання

1. Які відмінні риси існують між активним і пасивним портфельним управлінням?
2. На чому базується стратегія індексного фонду? Обґрунтуйте необхідність її застосування.
3. Які компоненти включає портфель цінних паперів з активного управління?
4. Прогнози яких показників має здійснювати менеджер, який дотримується активного управління?
5. Які існують інвестиційні стилі? Назвіть їх характерні ознаки.
6. У чому полягає структурне управління?

7. Яке управління (пасивне чи активне) має використовуватися на українському ринку цінних паперів?
8. Яку роль відіграє визначення інвестиційного горизонту в інвестиційній політиці?
9. Яку роль відіграє схема розміщення активів у дохідності портфеля цінних паперів?
10. Які методи розміщення активів можуть обрати інвестиційні інститути?
11. Назвіть відмінні риси між стратегічним і тактичним розміщенням активів.
12. Що таке оверлейна (покриваюча) стратегія і в чому полягають переваги її використання для спонсорів пенсійних схем?
13. Що розуміють під орієнтованим на оцінку підходом у рамках тактичного розміщення ресурсів?
14. Що таке премія за ризик і які премії оцінює інвестиційний менеджер, який займається тактичним розміщенням ресурсів?
15. Що розуміють під аналізом ризику збитку?
16. У чому полягають обмеженості моделей розміщення коштів, що розглядають тільки активи?
17. Чому під час використання моделей розміщення ресурсів краще не об'єднувати всі цінні папери з фіксованим доходом в один і той самий клас активів?
18. Які три зведених індекси облігацій частіше за все використовуються інституційними інвесторами?
19. Які причини появи помилок в індексних стратегіях?
20. Які види активних стратегій використовуються в активному індексуванні?

Тести

1. До ознак активного управління портфелем фінансових активів відносять:

- а) високий рівень диверсифікації;
- б) низький рівень диверсифікації;

- в) довгостроковий характер інвестицій;
- г) відсутність значних оборотів за операціями купівлі-продажу цінних паперів.

2. До ознак пасивного управління портфелем фінансових активів відносять:

- а) високий рівень диверсифікації;
- б) довгостроковий характер інвестицій;
- в) відсутність значних оборотів за операціями купівлі-продажу цінних паперів;
- г) усі відповіді правильні.

3. Менеджери, які укладають активні парі відносно окремих цінних паперів, слідуєть стилю:

- а) вибору груп цінних паперів;
- б) фіксації ринку;
- в) чистому інвестиційному;
- г) правильної відповіді немає.

4. Динамічні стратегії розміщення активів полягають у:

- а) розміщенні в кожену категорію активів фіксованої частини портфеля;
- б) коригуванні складу портфеля через тривалі терміни часу;
- в) автоматичній зміні набору активів відповідно до змін у стані ринку;
- г) правильної відповіді немає.

5. Стратегічні стратегії розміщення активів полягають у:

- а) розміщенні в кожену категорію активів фіксованої частини портфеля;
- б) коригуванні складу портфеля через тривалі терміни часу;
- в) автоматичній зміні набору активів відповідно до змін у стані ринку;
- г) правильної відповіді немає.

6. Портфель облігацій – це:

а) портфель, що дозволяє забезпечувати високі темпи приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Його різновидом є портфель акцій венчурних (ризикових) підприємств;

б) портфель, який формується для забезпечення високих темпів формування поточного доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, одержання ефекту «податкового щита» в процесі фінансового інвестування;

в) формування такого портфеля здійснюють, як правило, інституційні інвестори шляхом придбання фінансових інструментів, емітованих іноземними суб'єктами господарювання. Зазвичай він націлений на забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків;

г) правильної відповіді немає.

7. Стратегія індексного фонду полягає у:

а) відтворенні у портфелі інвестора структури ринку з періодичним його коригуванням через півроку або рік;

б) включенні у портфель лише «блакитних фішок», що входять до бази обраного індексу фондового ринку;

в) високому рівні диверсифікації через включення у портфель більшості акцій обраного фондового індексу;

г) правильної відповіді немає.

8. Метод розкладання загального ефекту інвестиційного управління на окремі компоненти для визначення того, яким чином був досягнутий отриманий результат, має назву:

а) фундаментальний аналіз;

б) технічний аналіз;

в) інвестиційний аналіз;

г) правильної відповіді немає.

9. Вихідні дані моделей розміщення ресурсів включають:

а) очікувану дохідність;

б) очікувані ставки грошового ринку;

- в) оцінки кореляції доходів;
- г) усі відповіді правильні.

10. Ефективна множина портфелів визначається методом:

- а) квадратичного програмування;
- б) аналізу ризику збитків;
- в) включення похідних фінансових інструментів;
- г) правильної відповіді немає.

Завдання

1. Моделювання портфелів для різних комбінацій акцій і облігацій завжди показує, що розміщення більшої частини коштів в акції приносить і більш високу дохідність, особливо під час збільшення періоду часу. Якщо ви інвестор з великим інвестиційним горизонтом, наприклад більше 10 років, і вас не цікавлять поточні доходи, чи могли ви виправдати наявність будь-яких облігацій у вашому портфелі?

2. Незважаючи на очевидну простоту і потенційні переваги, пасивне управління простими акціями є відносно новим інвестиційним інструментом. За останні 20 років величина активів, що управляються пасивно, зросла практично з нуля до сотень мільярдів доларів. Які можливі причини такого зростання популярності пасивного управління?

3. Часто стверджують (особливо активні менеджери), що пасивне управління передбачає посередні результати. Чи обов'язково правильне це твердження? Чому?

4. Один з досвідчених інвесторів зазначає: «За наявності на фондовому ринку 6 000 цінних паперів, що активно продаються, я розглядаю мій портфель як поєднання порядку 5 950 «коротких» і 50 «довгих» позицій». Поясніть, що має на увазі цей інвестор.

5. Чому одноступеневий підхід до вибору цінних паперів теоретично перевершує двоступеневий? Чому двоступеневий підхід обирає більшість інвестиційних менеджерів?

6. Чому періодично потрібно переглядати навіть портфелі, що управляються пасивно? Які фактори впливають на перегляд портфеля у цьому випадку?

7. Типова компанія, яка управляє грошовими коштами клієнтів і спеціалізується на акціях або облігаціях, формує практично однакові портфелі для всіх своїх клієнтів, незалежно від їх індивідуальних переваг відносно ризику й дохідності. Поясніть, чому інвестиційні менеджери нерідко так вчиняють. Що можуть зробити клієнти для того, щоб портфелі цінних паперів відбивали їхні специфічні переваги відносно ризику й дохідності?

8. Багато клієнтів розміщують свої кошти серед кількох менеджерів. Два раціональних пояснення такого підходу були представлені як «диверсифікація думки» і «диверсифікація стилю». Поясніть сенс цих термінів.

Рекомендовані джерела

1. *Бакаєв Л. О.* Кількісні методи в управлінні інвестиціями : навч посіб. / Л. О. Бакаєв. – К. : КНЕУ, 2000. – 151 с.

2. *Бернстайн П.* Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / П. Бернстайн; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.

3. *Буренин А. Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : учеб. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1 Федеративная книготорговая компания, 1998. – 352 с.

4. *Гитман Л. Дж.* Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк; пер. с. англ. – М. : Дело, 1999. – 1008 с.

5. *Коваленко Ю. М.* Інституціалізація фінансового сектору економіки : монографія / Ю. М. Коваленко; Національний університет ДПС України. – Ірпінь, 2013. – 608 с.

6. *Коваленко Ю. М.* Портфельні теорії крізь призму сучасних кризових явищ / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 8 (110). – С. 5–9.

7. *Коваленко Ю. М.* Розміщення активів і оптимізація портфеля інституційного інвестора в Україні / Ю. М. Коваленко // Вісник Київського інституту бізнесу та технологій. – 2011. – Вип. 3 (16). – С. 97–104.
8. *Коваленко Ю. М.* Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : НУДПСУ, 2010. – 350 с.
9. *Колб Р. В.* Финансовые институты и рынки : учеб. / Р. В. Колб, Р. Дж. Родригес; пер. 2-го амер. изд. – М. : Дело и сервис, 2003. – 688 с.
10. Портфельне інвестування : навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.
11. *Пересада А. А.* Фінансові інвестиції : підруч. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.
12. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями / Ф. Фабоцци; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.
13. *Sharpe W. F.* Capital Asset price / W. F. Sharpe // Journal of Finance. – 1964. – September. – P. 25–442.

РОЗДІЛ 10

ВИМІР І ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ

10.1. Вимір ефективності управління фінансовими активами.

10.2. Стандартизація представлення результатів управління фінансовими активами.

10.3. Оцінювання ефективності управління фінансовими активами.

10.4. Однофакторні моделі оцінювання ефективності фінансових інвестицій і факторний аналіз ефективності управління фінансовими активами.

10.1. Вимір ефективності управління фінансовими активами

Економічна оцінка ефективності інвестицій – це ключове питання, що має надзвичайне значення для всіх учасників інвестиційного процесу. Під час впровадження будь-якого інвестиційного проекту за різними методиками ефект (результат) визначається шляхом порівняння досягнутих результатів (прибутку, доходу) з інвестованим капіталом.

Ефективність фінансових інвестицій є складовою сукупної ефективності і, в першу чергу, визначається як ефективність управління.

Вимір та оцінка ефективності інвестицій мають суттєві розбіжності.

Вимір ефективності інвестицій (performance measurement) полягає у визначенні дохідності, отриманої інвестиційним менеджером упродовж певного періоду, який зветься *періодом оцінки (evaluation period)*. У процесі розробки методології визначення дохідності портфеля необхідно врахувати певні важливі умови. Зважаючи на те, що існують різні методики визначення дохідності, використання яких може призвести до одержання результатів,

що суттєво відрізняються один від одного, то порівняння показників ефективності для різних інвестиційних менеджерів виявляється нелегким завданням. Це призводить до суттєвого викривлення даних, якими оперують менеджери в інтересах наявних і потенційних клієнтів.

Оцінка ефективності управління інвестиціями (performance evaluation), у свою чергу, переслідує дві мети:

1) визначити, чи мав змогу інвестиційний менеджер допомогтися кращого порівняно зі встановленим еталонним рівнем результату;

2) визначити, яким чином був досягнутий цей результат.

Наприклад, менеджер може застосувати одну з декількох існуючих активних стратегій, якою він скористався під час аналізу ринкової кон'юнктури з метою вибору найбільш придатного моменту для купівлі чи продажу цінних паперів, тобто купував акції із заниженою вартістю або продавав акції з низьким коефіцієнтом капіталізації. Метод розкладання загального ефекту інвестиційного управління на окремі компоненти для визначення того, яким чином був досягнутий отриманий результат, називається **факторним** (чи **композиційним**) **аналізом ефективності інвестування** (*performance attribution analysis*). Більше того, в процесі оцінки інвестиційного управління необхідно визначити, чи досяг менеджер гарних результатів, порівняно з еталоном, шляхом умілих дій або внаслідок випадковості.

За теоретичними засадами припускається, що упродовж періоду володіння портфелем цінних паперів поточний дохід за ними не виплачується. На практиці, звичайно, виплата поточного доходу (дивідендів чи процентів) досить поширена. Крім того, частина цінних паперів може бути продана, а виручка від продажу цілком чи частково виплачена їх власникам, тобто частина капіталу може бути вилучена з інвестиційного портфеля (у вигляді виплаченого доходу або виручки від продажу частини портфеля). Тоді портфельний дохід, отриманий за будь-який період оцінки (наприклад, рік, місяць, тиждень), дорівнює: 1) різниці між ринковою вартістю портфеля наприкінці періоду і ринковою ціною

на початок періоду оцінки; 2) поточному доходу, отриманому в цьому періоді. Досить важливо включити в цю суму всі виплати за рахунок приросту капіталу чи поточного доходу клієнта.

Норма дохідності портфеля – це грошовий дохід у ринкових цінах на початок періоду оцінки. Таким чином, дохідність можна розглядати як початкову вартість портфеля, яка у разі незмінності цін може бути отримана наприкінці періоду оцінки. Таку дохідність інвестор (або менеджер) міг би отримати, якби продав усі цінні папери портфеля за ринковими цінами наприкінці періоду. У випадку, коли така реалізація дійсно має місце, зазначають про реалізовану дохідність. Але в інвестиційному менеджменті приведена міра дохідності використовується для оцінки чинного портфеля з метою його удосконалення, оскільки наприкінці періоду вартість його цінних паперів може як зрости, так і знизитися. З точки зору управління інвестиціями ця дохідність є досягнутою (або фактичною) за цей період, оскільки інвестор міг би за бажанням її одержати.

Формула для визначення **дохідності** (*return*) портфеля за певний період має вигляд:

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0}, \quad (10.1)$$

де: R_p – дохідність портфеля за період оцінки; MV_1 – ринкова вартість портфеля наприкінці періоду оцінки; MV_0 – ринкова вартість портфеля на початок періоду оцінки; D – поточний дохід за портфелем, який виплачується інвестору впродовж періоду оцінки.

Наприклад, ринкова вартість портфеля на початок і кінець періоду оцінки становила 25 млн і 28 млн грн відповідно, а з інвестиційного доходу впродовж періоду оцінки інвестор одержав 1 млн грн. Тоді:

$$R_p = \frac{28\,000\,000 - 25\,000\,000 + 1\,000\,000}{25\,000\,000} = 0,16, \text{ або } 16\%.$$

За визначення дохідності за формулою 10.1 можливі три варіанти її реалізації (табл. 10.1).

Таблиця 10.1

**Припущення, що використовуються в рівнянні 10.1
для розрахунку дохідності портфеля**

1. Упродовж періоду оцінки нерозподілений дохід реінвестується в портфель
2. Розподіл отриманого за період доходу здійснюється наприкінці періоду оцінки (або кошти утримуються у вигляді готівки до цього моменту)
3. Упродовж періоду оцінки додаткові кошти в портфель не інвестуються

Наприклад, у першому варіанті отримані упродовж періоду оцінки дивіденди становили 2 млн грн. Ця сума відображена в ринковій вартості портфеля на кінець періоду оцінки. Таким чином, з 2 млн грн поточного доходу 1 млн грн був виплачений інвесторам, і ця сума була врахована як величина D у рівнянні 10.1. Частина, що залишилась, у розмірі 1 млн грн була реінвестована в цінні папери портфеля, і отже, була неявним способом врахована в остаточній вартості портфеля. Таким чином, остаточна вартість портфеля включає як вартість непроданих наприкінці періоду цінних паперів, що були в наявності на початок періоду, так і вартість знову куплених цінних паперів за рахунок нерозподіленого поточного доходу.

Другий варіант полягає в тому, що безпосереднє вилучення (виплати, розподіл) коштів відбувається або наприкінці періоду оцінки, або призначені для виплат кошти утримуються в наявній грошовій формі до закінчення періоду оцінки. У нашому прикладі інвестор одержує 1 млн грн. Але в який момент насправді відбувається ця виплата? Для того щоб зрозуміти важливість моменту виплати, розглянемо два випадки: 1) виплата відбувається наприкінці періоду оцінки (як і передбачається у формулі 10.1); 2) виплата відбувається на початку періоду оцінки. В останньому випадку інвестиційний менеджер може розпоряджатися сумою в 1 млн грн упродовж усього періоду оцінки. У першому ж випадку він, навпаки, позбавлений можливості реінвестування коштів до закінчення періоду оцінки. Отже, момент, коли відбувається розподіл дивідендів і виплата процентів, впливатиме на величину дохідності, однак у рівнянні 10.1 це не враховано.

У третьому варіанті не здійснюються додаткові інвестиції за рахунок знову залучених коштів. Припустимо, наприклад, що в деякий момент часу впродовж періоду оцінки інвестор передає інвестиційному менеджеру в управління додаткові 1,5 млн грн. Тоді ринкова вартість портфеля наприкінці періоду оцінки (у нашому прикладі – 28 млн грн) включатиме внесені 1,5 млн грн. Рівняння 10.1 не враховує той факт, що на остаточну ринкову вартість портфеля вплинули також зроблені інвестором додаткові внески. Більше того, фактична дохідність залежатиме і від моментів часу, в які відбувається надходження наявних коштів у портфель.

Таким чином, за допомогою рівняння 10.1 можна розрахувати дохідність портфеля для будь-якого періоду оцінки – одного дня, одного місяця, року чи п'яти років тощо. З практичної точки зору приведені вище припущення за варіантами дають різну вірогідність прогнозу: чим коротший період оцінки, тим вища вірогідність досягти бажаних результатів, і навпаки – точність розрахунку дохідності, зробленого для значного періоду часу (більше кількох місяців), буде невисока, тому що обчислення здійснюються, як правило, на основі припущення про те, що всі виплати відбуваються наприкінці періоду оцінки.

Формулу 10.1 не можна застосувати для оцінки ефективності управління за різні періоди часу. Порівняння ефективності управління інвестиціями, наприклад, за період в один місяць і три роки не дасть коректних результатів. Таке порівняння може бути можливим, коли дохідність розраховується за один і той самий період, наприклад за рік.

Існує спосіб, за допомогою якого можна уникнути цього ускладнення. Для цього потрібно спочатку розрахувати дохідність за короткі періоди часу, наприклад місяць або квартал. Таку дохідність називають *дохідністю за субперіод (subperiod return)*. А дохідність за весь період оцінки розраховується шляхом її усереднення за субперіоди. Наприклад, якщо період оцінки дорівнює один рік і було знайдено 12 значень дохідностей за кожен місяць, то місячна дохідність розглядається як дохідність за субперіод, а дохідність за рік вважається рівною їхньому середньому значенню.

Якщо обчислюється дохідність за три роки і при цьому можна розрахувати 12 кварталних дохідностей, то дохідність за квартал вважається дохідністю за субперіод, а дохідність за три роки одержують шляхом усереднення кварталних дохідностей.

На практиці використовують три способи усереднення дохідностей за субперіод:

- 1) середньоарифметична дохідність;
- 2) зважена за часом дохідність (середньоггеометрична дохідність);
- 3) грошово-зважена дохідність.

У табл. 10.2 наведені порівняльні характеристики цих видів усереднення.

Середньоарифметична дохідність (*arithmetic average (mean) rate of return*) розраховується звичайним способом.

Якщо, наприклад, дохідності за портфелем (знайдені за допомогою рівняння 10.1) дорівнювали 10, 20 і 5 % у липні, серпні і вересні, відповідно, то середньоарифметична щомісячна дохідність становитиме 5 %:

$$R_A = \frac{-0,10 + 0,20 + 0,05}{3} = 0,05, \text{ або } 5 \, \%.$$

За використання середньоарифметичної дохідності виникає важлива проблема. Щоб її зрозуміти, припустимо, що початкова ринкова вартість портфеля дорівнює 28 млн грн, а ринкова вартість наприкінці наступних двох місяців становила, відповідно, 56 млн і 28 млн грн. Крім того, наприклад, що за ці місяці не відбувалося ні перерахування коштів клієнту, ні їх внесення з його боку. Тоді, використовуючи рівняння 10.1, одержимо, що дохідність за субперіод для першого місяця (R_{P1}) становитиме 100 %, а для другого місяця (R_{P2}) вона буде дорівнювати 50 %. З рівняння середньоарифметичної дохідності випливає, що вона дорівнює 25 %. Це насправді непогана дохідність. Початкова ринкова вартість портфеля дорівнювала 28 млн грн. Через два місяці його ринкова вартість виявилася знову 28 млн грн. Зрозуміло, що дохідність за період оцінки (тобто за два місяці) дорівнює нулю.

Однак з рівняння середньоарифметичної дохідності випливає, що вона зросла до 25 %.

Таблиця 10.2

Методи усереднення дохідності

Метод	Сутність	Розрахунок	Обмеження
Середня арифметична (R_A)	Середня накопичена сума коштів, яка може бути отримана наприкінці кожного субперіоду	$R_A = \frac{R_{p1} + R_{p2} + \dots + R_{pN}}{N},$ <p>де R_{pk} – дохідність портфеля в k-му субперіоді, яка розраховується за формулою 9.1, де $k = 1-N$; N – кількість субперіодів у періоді оцінки</p>	<p>1. Передбачається, що значення початкової ринкової вартості повинне зберігатися на одному й тому самому рівні.</p> <p>2. Якщо дохідності за субперіоди значно відрізняються одна від одної, то цей метод може призвести до завищення значення сукупної дохідності</p>
Зважена за часом (R_T)	Середній за субперіод темп зростання початкової вартості портфеля упродовж періоду оцінки	$R_T = [(1 + R_{p1})(1 + R_{p2}) \dots (1 + R_{pN})]^{1/N} - 1,$ <p>де R_{pk} і N – дохідність портфеля у k-му періоді і кількість субперіодів</p>	Передбачається реінвестування всіх коштів, що надійшли
Грошово-зважена (V_0)	Ставка, за якої сума поточних вартостей грошових потоків за всіма субперіодами оцінки і ринкової вартості портфеля наприкінці цього періоду буде дорівнювати початковій ринковій вартості портфеля	$V_0 = \frac{C_1}{(1 + R_D)} + \frac{C_2}{(1 + R_D)^2} + \dots + \frac{C_N + V_N}{(1 + R_D)^N},$ <p>де V_0 – ринкова вартість портфеля на початок періоду оцінки; V_N – ринкова вартість портфеля наприкінці періоду оцінки; R_D – грошово-зважена дохідність; C_k – грошовий потік портфеля (надходження коштів мінус виплати коштів) за субперіод k, де $k = 1, 2, \dots, N$</p>	Вплив на дохідність обумовлений коштами, які вносяться і вилучаються клієнтом, і тому вона перебуває поза контролем інвестиційного менеджера

Тому було б неправильним інтерпретувати середньоарифметичну дохідність як міру середньої дохідності упродовж періоду оцінки. Правильна інтерпретація цієї величини виглядає так: вона являє собою середню накопичену суму коштів, що виражається в частках початкової ринкової вартості портфеля, що може бути отримана наприкінці кожного субперіоду за умови постійності його початкової вартості. У першому з наведених вище прикладів, де середньомісячна дохідність дорівнювала 5 %, інвестор має додати 10 % початкової вартості портфеля наприкінці першого місяця, а наприкінці другого – він може вилучити 20 % початкової вартості портфеля і наприкінці третього місяця – 5 % цієї вартості. У другому прикладі середньомісячна дохідність в розмірі 25 % означає, що наприкінці першого місяця може бути вилучена сума, що дорівнює 100 % початкової ринкової вартості (28 млн грн), але наприкінці другого місяця має бути додатково внесено 50 % початкової ринкової вартості портфеля.

Зважена за часом дохідність (*time-weighted rate of return*) є мірою *середнього темпу зростання* (*compounded rate of growth*) початкової вартості портфеля за період оцінки з припущення, що весь поточний дохід реінвестується в портфель. Зазвичай цю дохідність називають **середньою геометричною дохідністю** (*geometric mean return*), оскільки вона розраховується як середнє геометричне отриманих за субперіод дохідностей портфеля.

Наприклад, якщо в липні, серпні і вересні дохідність портфеля становила 10, 20 і 5 %, відповідно (як і в першому з наведених вище прикладів), то зважена за часом дохідність дорівнюватиме:

$$R_T = \{[1 + (-0,10)](1 + 0,20)(1 + 0,05)\}^{1/3} - 1 = (0,90 \times 1,20 \times 1,05)^{1/3} - 1 = 0,043.$$

Оскільки зважена за часом дохідність становила 4,3 % на місяць, то одна гривня, вкладена в портфель на початку липня, упродовж трьох місяців періоду оцінки приносила щомісячний дохід у розмірі 4,3 %.

У другому прикладі зважена за часом дохідність, як і очікувалося, дорівнює 0 %:

$$R_T = \{(1 + 1,00)[1 + (-0,50)]\}^{1/2} - 1 = (2,00 \times 0,50)^{1/2} - 1 = 0 \, \%.$$

У загальному випадку середня арифметична і зважена за часом дохідності для одного періоду оцінки будуть відрізнятися одна від іншої. Під час розрахунку середньоарифметичної дохідності передбачається, що інвестовані кошти підтримуються за допомогою виплат чи внесення додаткових коштів у портфель на рівні початкової ринкової вартості портфеля. При цьому зважена за часом дохідність являє собою дохідність портфеля, розмір якого змінюється через припущення про реінвестування всіх отриманих доходів.

Зазвичай середньоарифметична дохідність перевищує зважену за часом дохідність. Виключення становить особлива ситуація, коли за всіма субперіодами виходить однакова дохідність, у цьому випадку обидва середніх значення будуть рівні. Різниця між двома середніми показниками буде тим меншою, чим меншою дисперсія дохідностей, отриманих за субперіоди упродовж періоду оцінки. Наприклад, період оцінки становить чотири місяці, в кожному з яких отримана дохідність у розмірі:

$$R_{P1} = 0,04, R_{P2} = 0,06, R_{P3} = 0,02 \text{ і } R_{P4} = -0,02.$$

Середньоарифметична дохідність дорівнює 2,5 %, а середньозважена за часом дохідність становить 2,46 %. Як видно, різниця між ними невелика. В одному з попередніх прикладів, коли була отримана середньоарифметична дохідність у 25 %, а середньозважена за часом дохідність дорівнювала 0 %, таке велике розходження показників пояснюється значною дисперсією дохідності за два наступні місяці.

Грошово-зважена дохідність (*weighted rate of return*) перебуває як процентна ставка, за якої сума приведеної вартості грошових потоків за всіма субперіодами періоду оцінки і ринкової вартості портфеля наприкінці періоду оцінки дорівнюватиме початковій ринковій вартості портфеля. Грошовий потік у кожному субперіоді відбиває нетто-результат від надходження поточного інвестиційного доходу, нових вкладень клієнта в портфель і виплат клієнту. Для обчислення грошово-зваженої дохідності не обов'язково знати ринкову вартість портфеля для кожного окремого субперіоду.

Формула, яка визначає грошово-зважену дохідність, являє собою простий вираз для внутрішньої норми дохідності потоку платежів, тому цю дохідність також називають *внутрішньою дохідністю (internal rate of return)*.

Наприклад, розглянемо портфель, ринкова вартість якого на початок липня становила 100 000 грн. Наприкінці липня, серпня і вересня з портфеля було вилучено 5 000 грн, у жодному з розглянутих місяців додаткових коштів від клієнта не надходило, наприкінці вересня ринкова вартість становила 110 000 грн. Тоді:

$$100\,000 = \frac{5\,000}{(1 + R_D)} + \frac{5\,000}{(1 + R_D)^2} + \frac{5\,000 + 110\,000}{(1 + R_D)^3}.$$

Розв'язанням цього рівняння є процентна ставка 8,1 %, яка являє собою грошово-зважену дохідність для цього прикладу.

Грошово-зважена дохідність дорівнює зваженій за часом дохідності в тому випадку, якщо упродовж періоду оцінки не відбувалося ні додавання, ні вилучення коштів, а інвестиційний дохід цілком реінвестувався. З грошово-зваженою дохідністю пов'язана така проблема: вона підвладна впливу факторів, що перебувають поза контролем інвестиційного менеджера. Будь-які внесені клієнтом кошти або виплати, зроблені на його користь, впливатимуть на розраховане значення дохідності. Тому стає складним порівняння показників ефективності діяльності двох менеджерів.

Наприклад, інвестор найняв двох інвестиційних менеджерів і віддав 10 тис. грн у розпорядження менеджера А і 200 тис. грн у розпорядження менеджера В. Припустимо, що:

1) обидва менеджера вкладають кошти в однакові портфелі (тобто портфелі утворені тими самими цінними паперами в однаковій пропорції);

2) упродовж наступних двох місяців дохідність для обох портфелів становила 20 % для першого місяця і 50 % для другого місяця;

3) інвестиційний дохід був одержаний готівкою.

Припустимо також, що інвестор не направляє додаткових коштів жодному менеджеру. Отже, за таких припущень показники

ефективності для обох менеджерів повинні виявитися однаковими. Тепер припустимо, що наприкінці першого місяця інвестор вилучає 4 тис. грн з портфеля менеджера *A*. Це означає, що менеджер *A* не зможе цілком реінвестувати кошти наприкінці першого місяця і досягти 50 %-го приросту початкової вартості портфеля. Чистий грошовий потік виявиться таким: у першому місяці він буде дорівнювати 2 тис. грн, оскільки у вигляді інвестиційного доходу було отримано 2 тис. грн, але 4 тис. грн інвестором було вилучено. Тоді грошово-зважена дохідність впливає з рівняння:

$$10 \text{ тис. грн} = -2 \text{ тис. грн} / (1 + R_D) + 12 \text{ тис. грн} / (1 + R_D)^2,$$

звідки $R_D = 0 \%$.

Для менеджера *B* надходження в першому місяці становитимуть 40 тис. грн (20 % від 200 тис. грн), а наприкінці другого місяця вартість портфеля дорівнюватиме 360 тис. грн (240 тис. грн $\times 1,5$). Грошово-зважена дохідність задовольняє рівнянню:

$$200 \text{ тис. грн} = -40 \text{ тис. грн} / (1 + R_D) + 360 \text{ тис. грн} / (1 + R_D)^2$$

і, отже, $R_D = 44,5 \%$.

Таким чином, двома менеджерами з однаковими показниками ефективності управління були отримані різні результати. Проведене інвестором вилучення коштів і його розмір щодо вартості портфеля відчутно вплинули на розмір отриманого доходу. Якби на початку другого місяця інвестор вилучив 4 тис. грн з портфеля, що перебував в управлінні менеджера *B*, то це не призвело б до значної зміни внутрішньої дохідності. Така сама проблема виникла б, якщо б дохідність за другий місяць становила – 50 %, і замість того, щоб вилучити 4 тис. грн з портфеля менеджера *A*, інвестор вніс би в нього додаткові 4 тис. грн.

Незважаючи на все вищевикладене, грошово-зважена дохідність є джерелом корисної інформації. Вона показує темп приросту фонду і тому може виявитися корисною клієнту. Однак цей приріст не є адекватною характеристикою ефективності управління портфелем, тому що мають місце вилучення і додаткові вкладення коштів.

Приведення дохідності до річного проміжку. Період оцінки може бути менше чи більше одного року, однак, як правило, у звіті наводяться середньорічні показники дохідності. Для цього потрібно на основі показників дохідності за субперіоди одержати її величину за рік. За згаданими вище причинами значення дохідності за субперіод зазвичай перебувають для проміжків часу, що не перевищують одного року. Тоді одержати дохідність за рік можна за допомогою формули:

$$\begin{aligned} & \text{Дохідність за рік} = \\ & = (1 + \text{Середня дохідність за період})^{\text{Кількість періодів у році}} - 1. \quad (10.2) \end{aligned}$$

Наприклад, період оцінки дорівнює три роки, значення дохідності розраховані за кожний місяць, середньомісячна дохідність становить 2 %. Тоді дохідність за рік дорівнюватиме:

$$\text{Річна дохідність} = (1,02)^{12} - 1 = 26,8 \, \%.$$

Нехай тепер дохідність перебуває для кожного кварталу і середньоквартальна дохідність становить 3 %. Тоді дохідність за рік дорівнює:

$$\text{Річна дохідність} = (1,03)^4 - 1 = 12,6 \, \%.$$

10.2. Стандартизація представлення результатів управління фінансовими активами

Стандартизація правил та процедур для учасників інвестиційних процесів дозволяє нівелювати вплив специфічних національних особливостей і зосередитися на вирішенні основних питань – де капітал працюватиме з максимальною ефективністю, де можна досягти бажаного компромісу цілей інвестора і підприємства.

Щодо представлення даних і звітів з ефективності управління інвестиціями не існує відпрацьованих положень індустрії інформаційних послуг. Споживачі інформації щодо управління фінансовими інвестиціями чекають від інвестиційних менеджерів

вірогідних і основне результативних матеріалів, розраховуючи на чесність і порядність останніх. Відсутність чітких критеріїв оцінки діяльності менеджерів призводить до значних втрат доходів в інвестиційній сфері, в тому числі довірчому управлінні активами.

Першу спробу боротьби із шахрайством було розпочато в законі про інвестиційних консультантів 1940 р. (*Investment Advisors Act*). Комісією з цінних паперів і бірж США (*SEC*) були прийняті стандарти, що регламентували рекламу ефективності інвестицій. Однак ухвалені *SEC* правила представлення результатів діяльності інвестиційних консультантів не були конкретними. Тому *Комітетом зі стандартів представлення результатів інвестування* (*Committee for Performance Presentation Standards (CPPS)*) було доручено розробити стандарти для представлення компанією інформації про свої операції. Ці стандарти потім були затверджені *Асоціацією інвестиційного менеджменту і досліджень* (*Association for Investment Management and Research (AIMR)*) і набрали сили 1993 р. Вони ґрунтуються на етичних принципах, спрямованих на представлення менеджерами повної і вірогідної інформації у звітах про отримані результати інвестування. Прийняті стандарти базуються на однорідному і співставному представленні результатів, що дозволяє клієнту легко порівнювати показники діяльності різних інвестиційних менеджерів. Ці результати мають обов'язково періодично оприлюднюватися.

Нині світове фінансове співтовариство (в особі відповідних об'єднань та асоціацій) проводить активну роботу у сфері стандартизації й уніфікації ключових аспектів інвестиційної діяльності. Зокрема, 10 жовтня 1999 р. на засіданні вищого координаційного органу конфедерацій фінансових аналітиків – Міжнародної ради інвестиційних асоціацій (*ICIA*) – обговорювалося питання впровадження в Європі Глобальних стандартів інвестиційної діяльності (*Global Investment Performance Standards, GIPS*).

Представники асоціацій Азії (*ASAF*), Європи (*EFFAS*), Південної Америки (*IASSA*), а також Асоціація з інвестиційного менеджменту та досліджень (*AIMR*) узгодили порядок роботи Ради з

інвестиційної діяльності (*International Performance Committee, IPC*), основною метою якого буде впровадження і підтримання *GIPS*. Глобальні Стандарти інвестиційної діяльності — не єдиний напрям уніфікації та стандартизації у галузі фінансів та інвестицій. У цьому зв'язку необхідно також зазначити *Міжнародний етичний кодекс*, заснований з ініціативи *ICIA* та узгоджений практично з усіма об'єднаннями фахівців у галузі фінансів та інвестицій. Крім того, Міжнародний комітет зі стандартів бухгалтерського обліку (*IASC*) веде складну роботу з погодження позицій послідовників міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (*IAS*) та американського стандарту *GAAP* (остаточне введення в дію яких очікується через 2–4 роки). Посилюється взаємодія *ICIA* та міжнародною організацією, яка об'єднує національні комісії з цінних паперів (*IOSCO*). Хоча *IOSCO* ще й не є дійсно міжнародним регулюючим органом, однак ця організація розвиває активність за багатьма істотними напрямками.

На зустрічі Регіонального комітету країн Європи, Близького Сходу та Африки з результативності інвестування (*RIPS EMEA*), що проходила 2007 р. у м. Кейптауні (Південно-Африканська республіка), Україну обрано 27-м членом цього комітету, а Українську асоціацію інвестиційного бізнесу (УАІБ) затверджено офіційним Спонсором в Україні з прийняття Глобальних стандартів результативності інвестування *GIPS*.

Завданням УАІБ як Спонсора *GIPS* в Україні є: 1) сприяння інтересам національних інвесторів шляхом впровадження і підтримки кращих стандартів у сфері розрахунків і оцінки результативності інвестування; 2) поширення стандартів *GIPS* тощо. Пріоритетним завданням КУА є захист інтересів інвесторів ІСІ, в першу чергу, економічних.

Базовими принципами *GIPS* є справедливе подання і повне розкриття інформації. Вони є обов'язковими до втілення в національних стандартах результативності інвестування, становлять їхню основу. Саме це дозволяє *GIPS* стати основою для єдиної в усьому світі системи оцінки ефективності інвестицій. Також *GIPS* містять рекомендаційні положення, що можуть не входити або

видозмінюватися в національних стандартах. Хоча в цілому максимальне розкриття інформації вітається, *GIPS* не містять конкретних технологій подання даних, які у деталях можуть відрізнятися.

У цілому *GIPS* притаманні такі переваги:

1) інвестор одержує інформацію про функціонування міжнародних фінансових ринків і може собі дозволити вищий ступінь ризику й одержати, таким чином, більш високу довгострокову дохідність;

2) інвестиційні менеджери одержують можливість справедливої конкуренції, особливо на міжнародному рівні;

3) фінансовий ринок стає більш професійним та етичним і, отже, менше потребує втручання ззовні з метою його регулювання;

4) кращі менеджери-професіонали можуть запровадити прогресивні інвестиційні рішення й одержати відповідну винагороду.

Основна ідея *GIPS* виходить з того, що інвестиційна практика і регулювання в різних країнах розрізняються. У деяких країнах до цього часу ще взагалі не склався комплекс стандартних процедур щодо розкриття інформації, вирішення конфліктів, методології оцінки ринкової вартості тощо як з боку емітентів, так і інвесторів та професійних учасників ринку. Серед згаданих в офіційному документі цілей *GIPS* можна зазначити такі:

– сприяння всесвітньому визнанню стандартів розрахунку і представлення результатів інвестиційної діяльності в неспотвореному і порівняльному вигляді, що дає можливість досягнення повної відкритості;

– забезпечення акуратності і послідовності даних про інвестиційну діяльність для звітності, зберігання, вивчення та представлення даних кінцевим споживачам;

– заохочення чесної і загальної конкуренції між інвестиційними фірмами на всіх ринках і зняття бар'єрів на шляху вступу в цей процес нових фірм;

– заохочення саморегулювання інвестиційної діяльності в міжнародних масштабах.

Впорядкування інвестиційних стандартів у рамках *GIPS* дозволить порівнювати результати діяльності інвестиційних менеджерів незалежно від їхнього географічного розташування, а також полегшить діалог між менеджерами і клієнтами на предмет того, як були досягнуті певні результати, і як менеджер збирається досягати прогнозованих результатів у майбутньому.

Отже, *GIPS* – це стандарт розкриття повної та вірогідної інформації про результати інвестиційної діяльності певного інвестиційного менеджера; це мінімальний (базовий) стандарт, який дає можливість країнам зі слабким законодавством у цій сфері використати світовий досвід.

Цей стандарт може бути посилено (доповнено) місцевим регулюючим органом. Якщо *GIPS* вступають у протиріччя з місцевим законодавством, компанії повинні підкорятися останньому і відкрито декларувати ці протиріччя. Вимога розкриття інформації (за винагороду) за управління портфелями з подібними стратегічними та/або інвестиційними цілями за період не менше 5 років за стандартними методиками розрахунку параметрів. Поточна редакція *GIPS* містить не тільки обов'язкові, але й рекомендаційні положення. Стандарти не охоплюють усі без винятку аспекти інвестиційної діяльності і надалі будуть удосконалюватися (рекомендована частина, можливо, стане обов'язковою).

При цьому *GIPS* – це не тільки стандарти, але й певна процедура, яку повинні пройти інституційні інвестиційні менеджери, щоб бути прозорими і зрозумілими для формування міжнародного попиту на свої послуги. Компанії, які повністю підготують звіт про результати своєї інвестиційної діяльності відповідно до *GIPS*, зможуть використовувати офіційне формулювання «Компанія ... підготувала і надає цей звіт відповідно до глобальних стандартів інвестиційної діяльності». Споживачі цієї інформації будуть упевнені, що інформація про результати діяльності представлена повністю і без викривлення. Таким чином, очікується, що основний відгук на прийняття *GIPS* повинен надійти від місцевих регулюючих організацій, на яких полягає обов'язок перевірки відповідності *GIPS* і місцевого законодавства (у тій частині, в якій вона розроблена).

Стандарти *GIPS* поділені на вісім розділів, які відображають основні елементи, що стосуються подання результативності інвестування: основні принципи відповідності *GIPS*, вихідні дані, методологія розрахунків, побудова композитів, розкриття інформації, презентація результатів і звітність, нерухомість і прямі інвестиції.

Інституційні інвестори заохочуються до проходження процесу верифікації, який визначається як атестація процесів і процедур виміру результативності інвестування *ICI*, що виконана третьою стороною – незалежним верифікатором. У табл. 10.3 наведено підходи до оцінки інвестиційного портфеля відповідно до стандартів *GIPS*.

Таблиця 10.3

**Підходи до оцінювання інвестиційного портфеля
відповідно до стандартів *GIPS***

Об'єкт оцінки	Метод оцінки	Періодичність оцінки
Композит	Ринкова (справедлива) вартість	Мають бути погоджені дати початку й закінчення періоду для річної оцінки вартості
Портфель фінансових інструментів	Ринкова вартість	Не менше одного разу на місяць (на календарний кінець місяця або останній робочий день місяця) та станом на дату кожного великого потоку коштів
Цінні папери з фіксованим доходом і будь-які інші активи, для яких нараховується процентний дохід	Метод нарахувань	Рекомендується здійснювати оцінку вартості на календарний кінець місяця або на останній робочий день місяця. Ринкова вартість має включати нарахований дохід
Дивіденди		
Прямі приватні інвестиції	Справедлива вартість	Щокварталу, але як мінімум щорічно

Основна мета верифікації – установити, що *ICI*, який заявляє про відповідність стандартам *GIPS*, дотримується цих стандартів. Вона сприяє поліпшенню розуміння й професіоналізму команди,

що відповідає за вимір результативності, а також погодженість подання результатів. Випускається єдиний звіт про верифікацію стосовно інституційного інвестора; верифікація не може виконуватися для окремого композита. Первинна мета верифікації – встановити, що інвестор, який заявив про відповідність стандартам *GIPS*, фактично дотримується стандартів.

Сутність стандартів полягає в тому, що вони базуються на розрахунку дохідності, яка не включає додаткове наповнення інвесторів та виплату винагороди. Зміст підходу передбачає об'єднання портфелів, що мають однакові стратегії інвестування у єдиний композит.

Композит являє собою об'єднання фінансових інструментів за принципом єдності інвестиційної стратегії. Кожний композит має еталон, який дозволяє оцінити ефективність управління композитом. Причому її критерієм виступає відхилення фактичних показників результативності інвестування від еталонних.

Портфель з позиції міжнародних стандартів оцінки інвестиційної діяльності – індивідуально керований набір активів, що може бути частиною іншого портфеля, рахунком або об'єднаним фондом. Прибутковості композитів мають бути розраховані шляхом зважування за активами прибутковостей окремих портфелів з використанням оцінок на початок періоду або методу, що відображає вартість на початок періоду та зовнішні потоки коштів.

Доходи від грошових коштів і грошових еквівалентів, що перебувають у складі портфеля, повинні включатися в розрахунок загальної прибутковості. У разі подання прибутковості ІСІ варто нараховувати винагороду інвестиційного керуючого. Усі прибутковості повинні розраховуватися після відрахування всіх фактичних торговельних витрат, понесених за період. Використання розрахункових торговельних витрат не допускається. Для періодів, починаючи з 1 січня 2010 р., прибутковість композитів повинна розраховуватися шляхом зважування за активами прибутковостей окремих портфелів як мінімум щомісяця.

Прибутковість варто розраховувати за винятком безповоротних утримуваних податків на дивіденди, відсотків і приросту

вартості капіталу. За утримуваними податками, що повертаються, варто здійснювати нарахування.

Усі діючі портфелі, що перебувають під управлінням за винагороду, повинні бути включені у принаймні один композит. Хоча портфелі, що перебувають під управлінням без винагороди, також можуть включатися в композити (з відповідним розкриттям інформації), портфелі, що не перебувають під управлінням, не допускаються до включення в композити інституційного інвестора. Композити повинні визначатися відповідно до подібності інвестиційних цілей і/або стратегій. Повне визначення композита має надаватися за запитом.

Нові портфелі повинні вчасно й послідовно включатися в композити після прибуття портфеля під управління, крім випадків одержання від клієнта особливих вказівок. Портфелі, що припинили існування, повинні включатися в історичну прибутковість відповідних композитів до закінчення останнього повного періоду виміру, впродовж якого портфель перебував під управлінням. Не допускається переміщення портфеля з одного композита в іншій, за винятком випадків, коли таке переміщення було обумовлено документально підтвердженою зміною в керівних приписах клієнта або перевизначенням композита. Історичні дані для портфеля повинні залишатися у відповідному композиті.

Конвертовані та інші гібридні цінні папери в рамках композита мають трактуватися одноманітно незалежно від періоду часу. Сегменти виділених активів, що не включають грошові кошти, не допускаються до використання для подання даних у портфель, що перебуває під управлінням, і, таким чином, не допускаються до включення у прибутковість композита. Якщо з портфеля, що містить активи декількох класів, виділяється один клас активів і потім він використовується для подання даних стосовно прибутковості композита, що містить цей єдиний клас активів, кошти повинні бути розподілені на виділені активи для розрахунку прибутковості на послідовній основі та з ув'язуванням у часі.

Композити повинні включати тільки активи, що перебувають під управлінням певної КУА. Не допускається, щоб інституційні інвестори зв'язували штучні або модельні портфелі з фактичною результативністю інвестування. Якщо ці інвестори встановлюють рівень активів для портфелів, що включаються в композит, у нього не повинні включатися портфелі, активи яких перебувають нижче цього рівня. Не допускаються будь-які зміни заднім числом у заданому для композита мінімальному рівні активів.

Щоб усунути вплив значних зовнішніх потоків коштів, рекомендується використання тимчасового нового рахунку (на противагу до адаптованої побудови композитів шляхом видалення портфелів із суттєвими зовнішніми потоками коштів). Інституційним інвесторам не варто проводити маркетинг композита потенційним клієнтам, що мають у своєму розпорядженні активи менші, ніж мінімальний рівень активів композита.

Необхідною вимогою є розкриття інформації про:

- доступність повного списку композитів та їхні описи;
- мінімальний рівень активів, якщо такий існує, нижче якого портфелі не включаються в композит;
- будь-які зміни у мінімальному рівні активів; валюту, у якій виражені результати інвестування;
- наявність, використання й розмір позикових коштів або похідних інструментів (якщо вони суттєві), включаючи опис щодо використання, його частоти та характеристик відповідних інструментів для визначення рівня ризику.

Інституційні інвестори повинні чітко позначати прибутковість як прибутковість до відрахування винагороди або прибутковість після відрахування винагороди, а також утримувані податки на дивіденди, процентний дохід і приріст капіталу. За використання індексів, очищених від податків, визначати податковий базис еталону порівняно з податковим базисом композита.

Для кожного поданого композита має бути опублікована інформація:

- 1) про результати інвестування за період не менше 5 років (або історична результативність за період від моменту відкриття

інституційного інвестора або композита, якщо ICI або композит існує менше 5 років);

2) річні прибутковості за всі роки;

3) кількість портфелів, величину активів композита, а також або частку композита у загальних активах інвестора, або величину загальних активів на кінець кожного річного періоду. Якщо композит містить менше 5 портфелів, наведення кількості портфелів не вимагається;

4) вимірники дисперсії прибутковості окремих портфелів для кожного річного періоду.

Не допускається перерахування на рік прибутковості портфелів і композитів за періоди, менші одного року.

Загальна прибутковість еталона (або еталонів), яка відповідає інвестиційній стратегії або приписанню, що задають композит, повинна бути подана за кожний річний період. Якщо інвестор змінює еталон, який використовувався для подання результативності деякого композита, він повинен розкрити дату і причини зміни. Якщо використовується спеціально розроблений еталон або комбінація декількох еталонів, передбачається опис процесу створення й перебалансування еталона.

У загальних стандартах оцінки виокремлюються *прямі приватні інвестиції* – це інвестиції, зроблені в активи венчурного капіталу або прямих приватних інвестицій (тобто не за допомогою партнерства або фонду). За ними інвестори повинні розраховувати внутрішню ставку прибутковості від заснування в річному обчисленні (*SI-IRR*) з використанням або щоденних, або щомісячних потоків коштів і оцінки на кінець періоду нереалізованих володінь, які залишилися. Розподіл паїв повинен оцінюватися на момент розподілу. Для інвестиційних консультантів усі результати повинні бути очищені від винагород усіх підконтрольних товариств і/або винагород фонду та фіксованої частки винагороди.

Під *справедливою оцінкою прямих приватних інвестицій* варто розуміти суму, за яку актив міг бути придбаний або проданий у поточній угоді між зацікавленими сторонами, у якій кожна зі сторін діє інформовано, обачно і без примусу. Прямі приватні

інвестиції мають перебувати в окремому композиті відповідно до стратегії і стартового року. Для всіх закритих (припинених) композитів інвестори повинні розкрити дату кінцевої реалізації (ліквідації) композита, нереалізоване подорожчання/знецінення і загальний відкладений капітал композита для останнього періоду.

Для останнього періоду КУА розкривають методики оцінки, які використовувалися ними для оцінювання портфеля інвестицій. Якщо у портфелі відбувається будь-яка зміна (або в основі оцінки, або в методиці), ці зміни повинні бути розкриті та задокументовані в частині зведення процедур оцінювання й розкриття і вказувати, що опис цих процедур надається за запитом; розкрити визначення інвестиційної стратегії композита (наприклад «початкова стадія», «розвиток», «викуп», «загальна інвестиція», «мезонінна», «географічна», «середні підприємства» і «велика угода»). Якщо використовується еталон, передбачається розкриття методики розрахунків, яка використовується для еталона. Якщо для оцінки інвестицій у межах композита використовуються інші засади, крім справедливої вартості, інвестори повинні для останнього періоду розкривати обґрунтування того, чому ця оцінка не застосовна. Додатково інвестори повинні розкривати:

- поточну вартість інвестицій, що оцінені не на основі справедливої вартості відносно загального капіталу;
- кількість володінь, що оцінені не на основі справедливої вартості;
- абсолютну величину інвестицій, для оцінки яких не використовуються засади справедливої вартості.

Інституційні інвестори повинні розкривати, чи використовують вони щоденні або щомісячні потоки коштів за розрахунками *SI-IRR*. Якщо кінець звітного періоду інвестора не збігається з календарним роком, під час розкриття інформації повинно бути зазначено, який кінець звітного періоду використовується.

Кумулятивна *SI-IRR* має бути подана у річному обчисленні для композита як до відрахування винагороди, так і після її відрахування для кожного року від заснування.

Для кожного поданого періоду інвестор повинен повідомити: виплачений донині капітал (сукупне використання капіталу); поточне значення загального інвестованого капіталу; сукупний розподіл до сьогодні. Також він має включити у звіт такі коефіцієнти: загальна вартість до виплаченого капіталу (інвестиційний коефіцієнт або *TVPI* – цей коефіцієнт подає відношення загальної прибутковості інвестицій до початкових інвестицій без урахування часу інвестування. Загальна вартість може бути знайдена шляхом додавання залишкової вартості та розподіленого капіталу); сукупний розподіл до виплаченого капіталу (коефіцієнт реалізації або *DPI*); виплачений капітал до вкладеного капіталу (коефіцієнт *PIC*); залишкова вартість до виплаченого капіталу (*RVPI*).

Якщо наводяться результати для еталона, то кумулятивна *SI-IRR* у річному обчисленні для еталона, що відповідає стратегії й стартовому року композита, повинна бути подана для тих самих періодів, для яких подаються результати для композита. Якщо еталон не наводиться, у презентації має бути пояснено, чому не розкриті дані за еталоном.

Наприклад, для Пайового венчурного інвестиційного фонду недиверсифікованого виду закритого типу (ПВІФНВЗТ) «Дніпровський інвестор універсальний» пропонується формування двох композитів (табл. 10.4). Перший складається з портфеля облігацій і портфеля грошових фондів, які управляються методом облігаційного «свопу» (операції заміни облігацій), що збільшує дохідність портфеля.

Аналіз статистичних даних свідчить про втрату впливу державного регулювання на структуру спільного інвестування, водночас спостерігається зростаючий вплив на фінансову політику міжнародних фінансових установ. Це явище носить характер об'єктивного процесу, і в подальшому розробка відповідних заходів повинна ґрунтуватися на концепції регуляторної політики спільного інвестування, яка повинна забезпечувати подальше удосконалення нормативно-правової бази діяльності.

**Розділ 10. Вимір і оцінювання ефективності
управління фінансовими активами**

Таблиця 10.4

**Приклад складу композитів
ПВІФНВЗТ «Дніпровський інвестор універсальний»**

Назва	Склад	Назва фін. інструменту	ISIN (назва банку, дебітора)	Вартість, грн		Питома вага в активах, %	Мета управління композитом
				номіналь-на	оцінна		
Композит 1	Портфель облігацій	ТОВ «Лого Сфера»	UA4000060719	300 000	369 732	0,24	Активне управління на основі облігацій-ного свопу (операція заміни облігацій)
		ТОВ «Лого Сфера»	UA4000060685	805 000	808 308,55	0,53	
		ТОВ «Лого Сфера»	UA4000060701	7 154 000	7 322 190,5	4,76	
		ТОВ «Промінь НІК»	UA4000060677	31 180 000	31 966 048	20,78	
		ТОВ «Промінь НІК»	UA4000060651	517 000	631 448,29	0,41	
	Портфель грошових коштів	Поточний рахунок	ПАТ АБ «Укргазбанк»	1 570,04	1 570,04	0,00	
		Поточний рахунок	ПАТ «УПБ»	36 428,03	36 428,03	0,02	
		Депозитний рахунок	ПАТ АБ «Укргазбанк»	1 000	1 000	1000	
Разом				39 994 998	41 136 725	26,75	
Композит 2	Борговий портфель	Дебіторська заборго-ваність	ПрАТ «ВДЦП»	1 719,46	1 719,46	0,00	Максими-зація дохідності активів, у т.ч. шляхом оформлен-ня дебітор-ської забор-го-ваності векселями
			ТОВ «Лого Сфера»	76 658 065	76 658 065	49,84	
			ТОВ «ІК «ФГ Капітал»	14 300 000	14 300 000	9,30	
			ТОВ «Космо Плаза»	19 074 429	19 074 429	12,40	
		Векселі прості іменні		2 262 448,4	2 262 448,4	1,47	
	Пайовий портфель	Корпора-тивні права	ТОВ «Спіро Капітал»	373 306,24	373 306,24	0,24	
Разом				112 669 968	112 669 968	73,25	
Усього активи				153 806 705			

10.3. Оцінювання ефективності управління фінансовими активами

Інвестиційні (портфельні) менеджери можуть керуватись значною кількістю інвестиційних стратегій. У підрозділах 10.1 і 10.2 було розглянуто питання виміру результатів інвестування і стандарти представлення останніх. Однак тільки вимір результату не дає повної відповіді на такі два запитання:

1) якою мірою досягнутий результат є заслугою інвестиційного менеджера?;

2) яким чином менеджеру вдалось досягти зазначеного в звіті результату, тобто чи повністю він використав усі резерви у відношенні дохідність/ризик?

Власний внесок менеджера в загальну справу визначається шляхом порівняння показників його діяльності з еталонними. За першим запитанням можна з'ясувати, чи відповідає досягнута менеджером дохідність існуючому ризику.

Відповідь на друге запитання покаже, чи дійсно менеджер одержав підвищену дохідність відповідно до заздалегідь передбаченої стратегії. У той час, як клієнт очікує, що будь-яке підвищення дохідності над середньостроковим рівнем є закономірним результатом прийнятої стратегії дій, у реальності це не завжди так. Наприклад, менеджер домігся права на управління коштами клієнта, стверджуючи, що може забезпечити підвищену дохідність за допомогою добору недооцінених акцій, і йому дійсно вдалось одержати підвищену дохідність порівняно з індексом. Але пересічний інвестор не може задовольнитись лише повідомленням про досягнення такого результату. Він хоче бути впевнений, що саме заявлена менеджером стратегія привела до такого результату, а не якісь інші стратегії, наприклад відстеження ринку (перегляд «бети» портфеля за прогнозованих ринкових змін), що не має відношення до недооцінених акцій. У цьому випадку менеджер, можливо, перевершив індекс (навіть після врахування ризику), але зробив це за допомогою не тієї стратегії, застосування якої було обіцяно інвестору.

Оцінка реалізованої дохідності передбачає різні методи врахування ризику для того, щоб: 1) визначити, чи була дійсно отримана підвищена (з урахуванням ризику) дохідність; 2) провести аналіз фактичної дохідності портфеля для того, щоб виявити джерела і причини її одержання. Цей аналіз називається оцінкою ефективності інвестування.

Еталонні портфелі. Для того щоб оцінити діяльність інвестиційного менеджера, клієнту необхідно вибрати деякий еталонний показник, щодо якого буде проводитися порівняння. Практика показує, що доцільно використовувати певний еталонний портфель, а не узагальнений (зведений) індекс, як, наприклад, *S&P 500* у США.

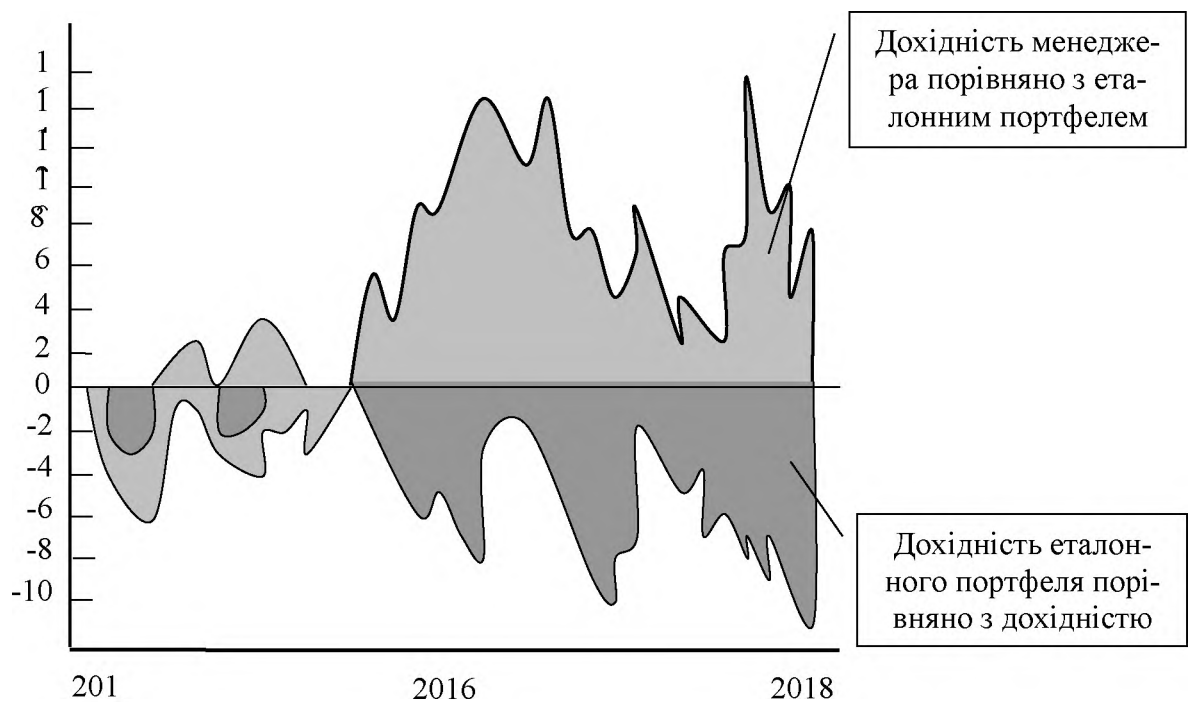


Рис. 10.1. Накопичена надлишкова дохідність, що одержана управляючим пенсійним фондом компанії X

На рис. 10.1 наведена гіпотетична накопичена надлишкова дохідність за період із січня 2014 до червня 2018 р. Наведені дані були отримані за результатами роботи одного із зовнішніх управляючих, які співробітничать з пенсійним фондом компанії X. Цей управляючий належить до категорії менеджерів зростання

(*growth manager*). Як видно, результати цього менеджера виявилися кращими за ті, що були отримані відповідно до обраного спонсором пенсійної схеми еталонного портфеля. Отже, менеджер домогся відносного збільшення вартості активів фонду. Однак дохідність еталонного портфеля виявилася істотно нижчою за дохідність індексу *S&P 500*. Рішення про вибір менеджера приймалося спонсором схеми і, можливо, воно не було виваженим.

На практиці використовують чотири типи еталонних показників:

- 1) ринкові індекси (розділ 3);
- 2) індекси інвестиційного стилю;
- 3) показники *Шарпа*;
- 4) нормальні портфелі.

Індекси інвестиційного стилю розробляються консалтинговими фірмами і використовуються як критерії ефективності різних інвестиційних стилів. Так, наприклад, розроблені в компанії *Frank Russel* індекси (*Russel Style Indexes*) включають стиль зростання, ринковий стиль і орієнтований на вартість, чи оцінний, стиль (*value styles*).

Пов'язана з цими індексами проблема полягає в тому, що найчастіше важко віднести стиль роботи менеджера до одного визначеного класу. Наприклад, припустимо, що на однакові суми інвестиційний менеджер купує 80 акцій, причому 40 з них мають найвищі дивідендні дохідності (за індексом *Russell 1000*), а інші 40 – найменші відношення ціни до прибутку (*P/E*-коефіцієнт) (за індексом *Russell 2000*).

Індекс *Russell 1000* включає акції з найбільшою капіталізацією, тобто, у першу чергу, цей менеджер дотримується стилю високої капіталізації. Однак включені в цей індекс акції мають високу дивідендну дохідність, тому вони орієнтовані на вартість. Таким чином, можна констатувати, що інвестиційний стиль цього менеджера належить також і до цієї категорії стилів. Нарешті, половина портфеля утворена акціями, включеними в індекс *Russell 2000* (акції з найменшою капіталізацією), отже, можна вважати, що менеджер слідує і цьому інвестиційному стилю.

Еталонні показники Шарпа. Зважаючи на те, що стиль інвестиційного менеджера важко віднести до певного типу інвестиційних стилів, Вільям Шарп запропонував використовувати для побудови еталонних показників множинний регресійний аналіз, що базується на різних спеціалізованих ринкових індексах. Такий підхід дозволить потенційним інвесторам сконструювати комбінацію зміщених (*lilted*) індексованих фондів, за допомогою якої можна керуватись певним інвестиційним стилем. За допомогою статистичних методів можна сконструювати еталон, що характеризує особливості інвестиційного стилю менеджера. Такий еталон називається *показником (чи індексом) Шарпа (Sharpe benchmark)*.

Для диверсифікації активів В. Шарп запропонував використовувати 10 таких індексів: 1) *Russell Price-Driven Stock Index* (індекс для акцій з великою вартістю); 2) *Russell Earnings-Growth Stock Index* (індекс для акцій з високими темпами зростання); 3) *Russell 2000 Small Stock Index* (індекс для акцій малих компаній); 4) *Salomon Brothers 90-Day Bill Index* (індекс для 90-денних векселів); 5) *Lehman Intermediate Government Bond Index* (індекс для середньострокових державних облігацій); 6) *Lehman Long-Term Government Bond Index* (індекс для довгострокових державних облігацій); 7) *Lehman Corporate Bond Index* (індекс для корпоративних облігацій); 8) *Lehman Mortgage-Backed Securities Index* (індекс для іпотечних облігацій); 9) *Salomon Brothers Non-U.S. Government Bond Index* (індекс для іноземних державних облігацій); 10) *Financial Times Actuaries Euro-Pacific Index* (глобальний індекс Файненшл Таймс та Інституту актуаріїв).

Наприклад, показник Шарпа використовувався в оцінці якості управління реальним портфелем простих акцій, який перебував в управлінні компанії *Aronson & Fogler* (Філадельфія). Оцінка проводилася за період із січня 1981 р. до липня 1988 р. Значення показника Шарпа, отримане на основі щомісячних спостережень, становило:

$$\begin{aligned} \text{Показник Шарпа} &= 0,43 (\text{Ціновий індекс FRC}) + \\ &+ 0,13 (\text{Індекс зростання FRC}) + 0,44 (\text{Індекс FRC 2000}), \end{aligned} \quad (10.3)$$

де *FRC* – індекс, що побудований компанією *Frank Russell*.

Зауважимо, що сума трьох вагових коефіцієнтів виразу дорівнює 1. Коефіцієнт детермінації для цієї регресійної моделі становив 97,6 %. Вільний член дорівнює 0,365 %, він є середньо-місячною надлишковою дохідністю.

Віднімаючи місячну дохідність, отриману для відповідного еталонного показника інвестиційного стилю, за місячною дохідністю, одержаною менеджером портфеля, можна оцінити ефективність управління. Ця різниця, яка називається *залишковою додатковою дохідністю*, є величиною, яка характеризує одержане менеджером перевищення над дохідністю трьох «індексних фондів», узятих у відповідній пропорції. Нехай, наприклад, у деякому місяці менеджер одержав дохідність у розмірі 1,75 %. У тому самому місяці дохідність трьох індексів становила: 0,7 % – за цінним індексом *FRC*, 1,4 % – за індексом зростання *FRC* і 2,2 % – за індексом *FRC 2000*. Значення залишкової додаткової дохідності для цього місяця визначається в такий спосіб. Спочатку розраховується значення еталонного показника Шарпа:

$$\text{Показник Шарпа} = 0,43 (0,7 \%) + 0,13 (1,4 \%) + 0,44 (2,2 \%) = 1,45 \%.$$

Тоді залишкова додаткова дохідність дорівнює:

$$\begin{aligned} & \text{Залишкова додаткова дохідність} = \\ & = \text{Фактична дохідність} - \text{Показник Шарпа}. \end{aligned} \quad (10.4)$$

Оскільки фактична дохідність за цей місяць становила 1,75 %, то:

$$\text{Залишкова додаткова дохідність} = 1,75 \% - 1,45 \% = 0,3 \%.$$

Якби результати цього менеджера порівнювалися з індексом тільки одного інвестиційного стилю (наприклад, тільки з індексом зростання *FRC*), то маржа між реалізованою менеджером та еталонною дохідністю виявилася більшою (1,05 %). Однак якщо як показник порівняння використовувався індекс *FRC 2000*, то результати менеджера виявилися нижчими на 0,45 %.

На рис. 10.2 наводиться графік щомісячних значень залишкових додаткових дохідностей. За допомогою такого підходу можна наочно представити ризик того, що показники менеджера

опусяться нижче середніх. Стандартне відхилення становило 0,797 %, тому тільки в 15 % місяців можна очікувати падіння рівня місячної дохідності до 80 базисних пунктів нижче середньої надлишкової дохідності (тобто 0,365 %).

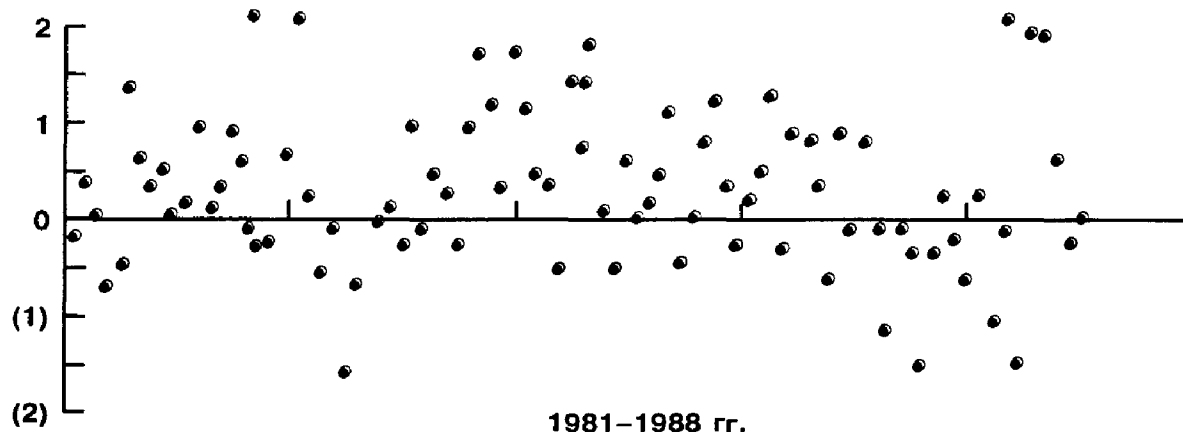


Рис. 10.2. Щомісячні значення залишкової додаткової дохідності порівняно з еталонним показником

Нормальний портфель (normal portfolio) являє собою спеціальний еталонний портфель цінних паперів, який визначив для себе менеджер з типовими для цього менеджера вагами. Отже, нормальний портфель – це спеціалізований індекс, що відповідає індивідуальному інвестиційному стилю менеджера. Вважається, що нормальні портфелі є більш прийнятними як еталонні показники, ніж ринкові індекси, оскільки вони більш точно характеризують обраний стиль інвестиційного менеджменту. Цей підхід можна розглядати як «виклик» менеджеру, що полягає у спробі перевершити свої власні «середні» результати.

Побудова нормального портфеля для конкретного інвестиційного менеджера є досить складним завданням, яка ґрунтується на аналізі колишньої інвестиційної діяльності менеджера, що дає можливість на основі вивчення структури колишніх портфелів виявити переваги менеджера під час створення майбутнього портфеля як у виборі активів, так і їх структури.

Для побудови нормального портфеля необхідно:

- 1) визначити перелік акцій, які мають увійти в цей портфель;

2) встановити ваги, що будуть привласнені цим акціям (тобто чи будуть акції рівнозваженими чи зваженими з урахуванням капіталізації).

Визначення набору активів для включення в нормальний портфель починається із зустрічі клієнта і менеджера, у ході якої визначається інвестиційний стиль останнього. Із сукупності всіх акцій, що перебувають в обігу, складається набір, що здається менеджеру найкращим відповідно до його інвестиційного стилю. Наприклад, якщо інвестиційний стиль менеджера спрямований на вкладення коштів виключно в ті акції, що мають більш низьке відношення ціни до прибутку, ніж у середньому для всіх акцій, що перебувають в обігу, то в нормальний портфель увійдуть тільки ті акції, що задовольняють цій умові.

Встановлення ваг для акцій, що увійдуть у нормальний портфель, здійснюється, як правило, на пропорційній основі зі зважуванням з урахуванням капіталізації.

Для визначення ваг користуються різними методиками. Зазвичай ці методики передбачають проведення статистичного аналізу колишніх портфелів інвестиційного менеджера і пов'язаних з ними ризиками. Наприклад, американська компанія *Bell Atlantic* під час визначення ваг орієнтується на оцінки стану портфелів менеджерів наприкінці кожного місяця упродовж останніх п'яти років.

Отримані оцінки чутливості використовуються як «нормальні коефіцієнти» для вибору ваг нормального портфеля.

Над конструюванням нормального портфеля для менеджера інвестори можуть працювати разом з консультантами. Використовуючи пакети програм статистичного аналізу й оптимізації, консультанти створюють портфель, що «максимально точно» відтворює стиль менеджера. Інвестору необхідно мати на увазі, що з розробкою і застосуванням нормального портфеля будуть пов'язані певні витрати.

Існує думка, що за розробку нормальних портфелів має відповідати інвестиційний менеджер. Однак більшість клієнтів не погоджується з цим, оскільки вважають, що менеджери створюватимуть недосконалі еталонні портфелі, які буде легко перевершити

(їх називають «повільними кролями» – *slow rabbit*). Проте існує й інша думка. Деякі автори рекомендують інвесторам дозволяти своїм інвестиційним менеджерам складання еталонних портфелів і одночасно сконцентрувати свої зусилля на контролі якості обраних еталонних показників та оцінці ефективності стратегій активного управління, якими користується їх менеджер.

З теоретичної точки зору нормальні портфелі є «ідеальними» еталонними показниками, однак на практиці вони час від часу підлягають критиці за складність створення і значні витрати. Нормальні портфелі не завжди адекватні інвестиційному стилю менеджера, але за оцінки результатів інвестування вони не кращі і не гірші за індекси інвестиційних стилів, що використовуються для цієї ж мети.

10.4. Однофакторні моделі оцінювання ефективності інвестицій і факторний аналіз ефективності управління фінансовими активами

У 60-ті рр. для оцінки відносних результатів інвестиційних менеджерів застосовували ряд однофакторних моделей. Ці моделі не давали ніякої інформації щодо того, яким чином і з якої причини інвестиційному менеджеру вдалося перевершити еталон чи не досягти його. Найбільш розповсюдженими були три показники, чи індекси: індекс Трейнора, індекс Шарпа та індекс Дженсена. Усі вони будуються на припущенні, що між дохідністю портфеля й зведеним ринковим індексом існує лінійна залежність.

У ранніх дослідженнях ефективності діяльності інвестиційних менеджерів ці індекси використовувалися для оцінки результатів діяльності взаємних фондів. Однак у наші дні за оцінки роботи менеджерів ці індекси знаходять досить обмежене застосування, оскільки значний розвиток одержали моделі факторного аналізу.

Індекс Трейнора (Treynor Index) являє собою розмір отриманої надлишкової дохідності з розрахунку на одиницю ризику.

Надлишкова дохідність при цьому визначається як різниця між дохідністю портфеля і безризиковою ставкою дохідності за розглянутий період оцінки. Величиною ризику в індексі Трейнора є відносний систематичний ризик, що зумовлений «бетою» портфеля, оцінка якого може бути отримана на основі характеристичної лінії портфеля (розділ 7). Перевага цього індексу полягає в тому, що для добре диверсифікованого портфеля несистематичний ризик близький до нуля. Індекс Трейнора має такий вигляд:

$$T_P = \frac{E(R_P) - R_F}{\beta_P}, \quad (10.5)$$

де $E(R_P)$ – очікувана дохідність портфеля; R_F – безризикова ставка; β_P – «бета» портфеля.

Індекс Шарпа (*Sharpe Index*) так само, як і індекс Трейнора, ґрунтується на співвідношенні дохідність/ризик. У чисельнику цього індексу містяться ті ж показники, що і в індексі Трейнора, але як величина ризику використовується стандартне відхилення портфеля. Отже, індекс Шарпа поданий так:

$$S_P = \frac{E(R_P) - R_F}{SD(R_P)}, \quad (10.6)$$

де $SD(R_P)$ – стандартне відхилення портфеля.

Отже, індекс Шарпа являє собою відношення надлишкової дохідності до загальної мінливості портфеля.

Індекси Шарпа і Трейнора дозволяють визначити приблизно однакові рейтинги, якщо оцінювані портфелі добре диверсифіковані. В іншому випадку оцінки за цими індексами дадуть результати, що будуть істотно відрізнятись один від одного.

За побудови **індексу Дженсена** (*Jensen Index*) використовується модель оцінки капітальних активів (*CAPM*) (розділ 8), яка дозволяє визначити, чи одержав інвестиційний менеджер більш високі результати порівняно з обраним ринковим індексом. «Емпіричним» аналогом *CAPM* слугує рівняння:

$$E(R_p) - R_F = \beta_p [E(R_M) - R_F] + e, \quad (10.7)$$

де $E(R_p)$ – очікувана дохідність портфеля; R_F – безризикова ставка; β_p – «бета» портфеля; $E(R_M)$ – очікувана середньоринкова дохідність; e – випадкова помилка моделі.

У цьому випадку $E(R_M) - R_F$ є надлишковою дохідністю відносно ринкового індексу.

Якщо отримана менеджером дохідність не більша за розраховану за наведеною формулою, то це означає, що «доданої вартості» отримано не було. Зрештою, «історична бета» портфеля відбиває очікуване значення дохідності незалежно від будь-якої іншої інформації. Для визначення розміру відхилення отриманого результату від еталонного, що описується «бетою», Дженсен ввів у рівняння додатковий фактор – коефіцієнт «альфа» (*alpha*), який слугує мірою ефективності управління портфелем цим менеджером, що описується системою рівнянь регресії:

$$R_{pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p [R_{Mt} - R_{Ft}] + e_{pt}. \quad (10.8)$$

Як індекс Дженсена, використовується коефіцієнт «альфа» (або частка дохідності, що отримана винятково за рахунок дій менеджера), оцінка якого виходить з наведеної вище системи рівнянь регресії. Якщо зі статистичної точки зору «альфа» дорівнює нулю, то це означає, що дії менеджера не призвели до одержання підвищеної дохідності. У разі якщо коефіцієнт «альфа» має позитивне значення, це свідчить про одержання менеджером більш високих результатів порівняно із середньоринковими. Від’ємна величина «альфи» означає, що результати менеджера виявилися гірші за середньоринкові.

Як і індекс Трейнора, індекс Дженсена будується на припущенні про повну диверсифікованість портфеля, яка враховує тільки систематичний ризик.

Додана вартість портфеля простих акцій виникає в результаті використання менеджером однієї чи декількох активних стратегій. За стилем інвестування активних менеджерів можна розділити на такі групи, як «оцінні» менеджери чи «вартові» вартості (менеджери, які орієнтуються на вартість акцій), менеджери

зростання, менеджери групової ротації, «техніки» (менеджери, які використовують технічний аналіз), «вартові» (ті, які стежать за рухом ринку), а також хеджери. Нагадаємо, що дохідність портфеля залежить від факторів, які систематично впливають на дохідність за операціями з цінними паперами.

Загалом ефективність управління портфелем простих акцій досягається шляхом використання менеджером трьох підходів. Перший підхід полягає в активному управлінні портфелем, враховуючи фактори, за якими очікувана дохідність більша, ніж за іншими. Наприклад, якщо менеджер вважає, що акції з низьким відношенням ціна/прибуток будуть поводитися краще, ніж акції з високим показником, то він може «змістити» центр ваги портфеля на користь перших. За другим підходом використовуються переваги очікуваних рухів ринку. Так, менеджер може збільшити «бету» портфеля у разі очікуваного підйому ринку і зменшити її значення, якщо очікується падіння ринку. Третій підхід передбачає придбання акцій, вартість яких значно занижена, і продаж тих акцій (чи скорочувати їхню кількість), вартість яких вважається завищеною.

Відповідно до трьох описаних активних стратегій інвестиційного менеджменту джерелами виникнення підвищеної дохідності за портфелем простих акцій можуть бути такі: *відстеження короткострокових факторних трендів; відстеження ситуації на ринку; аналіз цінних паперів*. Таким чином, щоб зрозуміти природу надлишкової дохідності, потрібно дослідити основні джерела появи цієї дохідності, а саме відстежити значимість короткострокових факторів – ринку цінних паперів та вибраних до портфеля активів. Тож проблемою є визначення, чи є результат статистично значимим, чи він виник суто випадково.

Щоб одержати відповідь на поставлені питання, застосовується **факторний аналіз ефективності управління інвестиціями** (*performance attribution analysis*).

Найбільших успіхів у використанні багатфакторних моделей досягла американська консалтингова компанія *BARRA*, що перебуває в Берклі, штат Каліфорнія. Загальний опис моделі

можна знайти і в академічних виданнях, і в підручниках, зокрема в праці *В. Шарпа, Г. Александера і Дж. Бейлі «Інвестиції»*, де дається короткий опис моделі *BARRA-2*, орієнтованої на американський ринок акцій. З часом *BARRA* створила багатофакторні моделі і для ринків цінних паперів Австралії, Канади, Франції, Німеччини та інших країн. Однією з останніх розробок компанії стала модель *US-E3*, за якою ключовим рішенням про включення акцій у портфель є їхня капіталізація. Основу моделі оцінки становлять 1 500 простих акцій з найбільшою капіталізацією (за виключенням тих, що входять у базу *S&P 500*), а інші акції включаються в модель залежно від досягнення ними певного значення капіталізації.

Модель компанії враховує 13 загальних факторів (індексів ризику): змінність; удача; розмір; торгова активність; зростання; відношення прибуток/ціна; відношення балансова ціна/ринкова ціна; варіація прибутку; «фінансовий важіль»; іноземні вкладення; продуктивність праці; дивіденди; капіталізація. Крім того, існує ще 55 спеціальних факторів, які являють собою коди різних секторів ринку (галузей) і відповідних до них коефіцієнтів «бета» та їх варіацій.

Ця модель має чимало прихильників серед інституційних інвесторів через свій загальний характер і високу точність.

Зупинимося на тому, яким чином можна використовувати модель *BARRA* для аналізу інвестиційних результатів, отриманих управляючими активами.

Прикладом можуть бути показники результативності трьох інвестиційних менеджерів, запрошених компанією *Bell Atlantic*. У табл. 10.5 наводяться результати, отримані цими менеджерами з того моменту, як вони приступили до управління активами *Bell Atlantic*. У дужках наведені показники імовірності досягнення результатів. Ці величини звуться *довірчі рівні (confidence level)*. Чим вищий довірчий рівень, тим більша імовірність того, що одержання відповідного результату залежатиме від техніки менеджера, а не від випадку.

**Підсумки факторного аналізу ефективності
інвестиційного управління для трьох фінансових менеджерів
компанії *Bell Atlantic***

	Менеджер <i>A</i>	Менеджер <i>B</i>	Менеджер <i>C</i>
Фактична дохідність	19,1 %	17,0 %	12,6 %
Дохідність еталонного портфеля	<u>14,9</u>	<u>15,2</u>	<u>12,6</u>
Дохідність від активного управління	4,2 % (99)	1,8 % (53)	0,0 % (3)
Складові дохідності:			
Відслідковування ринку	-0,2 % (40)	-0,6 % (64)	-0,5 % (73)
Галузевий ризик	0,2 (20)	-2,0 (89)	0,3 (34)
Секторне зрушення	2,2 (99)	3,9 (99)	0,3 (51)
Відбір цінних паперів	1,9 (84)	0,6 (43)	0,1 (7)
«Непояснена» дохідність	0,1	-0,1	-0,2

Результат активного управління визначається як різниця між фактичною й еталонною дохідністю портфеля. Внесок активного управління для менеджера *A* становив 420 базисних пунктів, тобто менеджер перевершив еталонний показник. Але з якої причини це відбулося – чи випадково через його вміння управляти інвестиціями? Довірчий рівень в 99 % свідчить про те, що дохідність була отримана завдяки здібностям менеджера. У нижній частині таблиці показано, яким чином була досягнута така величина дохідності. З чотирьох факторних складових дохідності дві є статистично значимими, а саме секторне зрушення, тобто вибір переважного сектору для інвестування (*sector emphasis*) і вибір цінних паперів. Інші дві складові (відслідковування ринку і галузевий ризик) не є статистично значимими. Тобто навички менеджера *A* не мали значного впливу на дохідність портфеля, або він сам не скористався повною мірою цими навичками. І дійсно, з приводу свого стилю інвестування цей менеджер заявив, що він прагнув одержати надлишкову дохідність за рахунок виділення сектору інвестування, що відповідає вибору цінних паперів, нейтралізації впливу ринку і галузевого ризику. Результати проведеного факторного

аналізу досягнутих інвестиційних результатів підтверджують цей інвестиційний стиль.

Аналіз отриманих менеджером *B* результатів показав, що він зумів перевищити еталонний показник на 180 пунктів, але відповідний довірчий рівень становив усього 53 %. Для більшості статистичних критеріїв таке значення довірчого рівня було б свідченням того, що перевищення в 180 базисних пунктів не є статистично значимим. Тобто одержання такої дохідності під час активного управління можна швидше пояснити випадковістю, ніж вправністю менеджера. Однак для компанії *Bell Atlantic* цей довірчий рівень є прийнятним, але його потрібно підвищувати шляхом ретельного спостереження за результатами роботи цього менеджера. Інвестиційний стиль, сформований самим менеджером, полягав у виявленні цінних паперів із заниженою вартістю. Отриманий від добору цінних паперів дохід у розмірі 60 базисних пунктів з довірчим рівнем усього 43 % вказує на те, що одержання додаткової вартості від використання цієї стратегії не відбулося. Цей факт також може слугувати приводом для підвищення контролю за діяльністю менеджера *B*.

Роботу менеджера *C* також необхідно піддати ретельній перевірці, оскільки він не тільки не зміг перевищити еталонний показник, але і жодна з факторних складових отриманої ним дохідності не є статистично значимою. Контракт із цим менеджером буде швидше за все розірваний.

Який же мінімальний рівень внеску в отриману від активного управління дохідність, що компанія *Bell Atlantic* очікує одержати від своїх інвестиційних менеджерів? За деякими розрахунками він дорівнює 1 % на рік у разі інвестиційного горизонту 2,5 роки, причому довірчий рівень має становити не менше 70 %. Крім того, результати факторного аналізу складових дохідності, отриманої менеджером, повинні узгоджуватися із заявленим інвестиційним стилем.

«Непояснена» дохідність (її значення наводяться в останньому рядку табл. 10.5) дорівнює різниці між усією отриманою під час активного управління дохідністю і чотирма її складовими.

Великі значення цього параметра можуть свідчити про те, що використана модель не має стійкості і повноти, достатньої для охоплення всіх факторів, що мають вплив на ефективність управління портфелем. Підсумки факторного аналізу ефективності управління інвестиціями одержані за даними про стан портфелів наприкінці місяця, у них не врахований вплив операцій, що здійснювалися упродовж місяця, і пов'язаних з ними операційних витрат. Разом із тим у портфель можуть бути включені боргові інструменти (високодохідні облігації, гібридні цінні папери тощо), дохідність яких залежить від інших факторів, таких як рівень процентних ставок і спредів дохідності для різних секторів ринку облігацій (залежно від терміну погашення, рейтингу тощо).

Моделі факторного аналізу ефективності управління інвестиціями для портфелів активів з фіксованою дохідністю. Мета таких моделей, як і попередніх, полягає в оцінці рішень активного управління й отриманого позитивного внеску в дохідність портфеля. Існують чотири стратегії активного управління портфелем активів з фіксованою дохідністю, а саме: стратегії очікуваних процентних ставок, стратегії очікуваної форми кривої дохідності, стратегії спреду дохідностей і стратегії вибору окремих цінних паперів.

Для прикладу можна розглянути методику факторного аналізу ефективності управління інвестиціями, що застосовується фірмою *Gifford Fong Associates* (штат Каліфорнія), що носить назву *BONDPAR*. Ця методика розділяє отриману дохідність на складові, що перебувають поза контролем менеджера – загальний рівень процентних ставок, накладені клієнтом обмеження на дюрацію (*duration policy constraints*) і складові, що піддаються контролю – управління процентними ставками, вибір окремих облігацій тощо.

Система *BONDPAR* дозволяє з'ясувати:

- 1) як співвідноситься кожний елемент отриманої менеджером дохідності з відповідними елементами еталонного показника;
- 2) які витрати пов'язані з роботою на ринку облігацій;
- 3) як впливає політика дій клієнта на дохідність портфеля;

4) чи зумів менеджер правильно передбачити зміни процентних ставок;

5) чи правильно менеджер визначив сектор економіки, до якого належать цінні папери, обрані до складу портфеля, а також їх кількість і вплив на ефективність управління;

6) чи є збільшення отриманої менеджером дохідності наслідком вибору окремих облігацій на основі загального фінансового положення компанії.

Проілюструємо результат роботи системи *BONDPAR* для гіпотетичного портфеля за період з 28 лютого 2019 р. до 31 березня 2019 р., вказавши при цьому відповіді на шість перерахованих вище питань. У табл. 10.6 наводиться структура портфеля і пов'язаний з ним грошовий потік за розглянутий період. Для кожного цінного папера наводиться вартість у частках номіналу на початок і кінець періоду, дохід від продажу, накопичена вартість, виплачені за період оцінки проценти, а також приріст (збиток) вартості портфеля.

Звернемо увагу на перші три стовпці таблиці. У стовпці «Дохідність за період оцінки» наводиться отримане за період оцінки значення дохідності портфеля і її складових. Стовпець «Річна еквівалентна дохідність» містить наведені до річного проміжку значення дохідності портфеля і її компонентів. У стовпці «Індекс *Salomon B.I.G.*» наводиться дохід за період оцінки для ринкового індексу (еталонного показника).

Розкладання отриманої за період оцінки дохідності на складові наведено в розділах I, II, III і IV. У розділі I («Вплив процентних ставок») наводиться дохідність за період оцінки для зведеного індексу казначейських цінних паперів. Чисельні значення в цьому розділі інтерпретуються в такий спосіб. Підсумкова за розділом величина становила 0,09. Це означає, що фактична місячна дохідність за казначейськими облігаціями становить 9 базисних пунктів. Величина 0,66 вказує на те, що очікувана дохідність під час інвестування в казначейські облігації за цей період дорівнювала 66 базисним пунктам. Звідки виникла ця величина?

**Факторний аналіз ефективності управління портфелем
облігацій: перелік цінних паперів і операцій**

Перелік цінних паперів						
	Поч./кінц. дата	Поч./кінц. номінал, дол.	Поч./кінц. процент- ний дохід, %	Поч./кінц. накопичена вартість, дол.	Виплаче- ний дохід, дол.	Приріст/ збиток вартості портфеля, дол.
Код і опис облігації						
041033BM <i>ARKANSAS POWER & LIGHT CO</i>						
1 14,125 %	28.02.19	24 500,000	98,689	1 124,70	0,00	17,99
11\1/14E4	31.03.19	20 000,000	98,765	1 177,08		
161610BA <i>CHASE MANHATTAN CORP</i>						
2 9,750 %	28.02.19	25 000,000	99,969	1 103,65		
9/15/99 F3	31.03.19	30 000,000	100,080	130,00	1 462,50	69,05
172921CT <i>CITICORP MORTGAGE SECS INC</i>						
3 9,500 %	28.02.19	76 151,720	86,250	542,58		
1/1/19 PS	31.03.19	76 151,720	85,031	603,87	602,87	-928,29
3024519X <i>FHA INSURED PROJECT MORTGAGE</i>						
4 7,400 %	28.02.19	73 071,970	84,438	405,55		
2/1/21 PS	31.03.19	73 071,970	83,875	450,61	450,61	-411,40
313400KK <i>FEDERAL HOME LOAN MTG CORP</i>						
5 12,250 %	28.02.19	30 600,000	106,250	1 718,93		
3/15/95 AG	31.03.19	30 600,000	105,813	162,98	1 874,25	-133,72
4581829H <i>INTER-AMERICAN DEVELOPMENT</i>						
6 11,000 %	28.02.19	5 600,000	103,313	131,76		
12/11/92 X1	31.03.19	5 600,000	102,813	188,22	0,00	-28,00
674599AW <i>OCCIDENTAL PETROLEUM CORP</i>						
7 11,750 %	28.02.19	34 000,000	102,875	1 808,85		
3/15/11 04	31.03.19	34 000,000	102,500	177,56	1997,50	-127,50
912827TQ <i>UNITED STATES TREASURY NOTES</i>						
8 7,375 %	28.02.19	92 000,000	102,513	658,23		
5/15/96 TR	31.03.19	92 000,000	102,969	1 034,36	0,00	402,96
91282 WN <i>UNITED STATES TREASURY NOTES</i>						
9 9,250 %	13.03.19	92 000,000	102,513	658,23		
8/15/98 TR	31.03.19	92 000,000	102,969	1 034,36	0,00	402,96
91282 XM <i>UNITED STATES TREASURY NOTES</i>						
10 9,000 %	28.02.19	85 900,000	101,031	2 242,42		
5/15/92 TR	10.03.19	0,000	100,750	2 498,69	0,00	-241,38

Розділ 10. Вимір і оцінювання ефективності управління фінансовими активами

Продовження таблиці 10.6

Звіт про угоди							
Код і опис облігації	Тип операцій	Дата угоди	Розрахункова дата	Номінал, дол	Накопичена вартість, дол.	Процент	Витрати/дохід, дол.
041033BM <i>ARKANSAS POWER & LIGHT CO</i>							
1 14,125 % 11/1/14 E4	Продаж	05.03.19	12.03.19	4 500,000	231,30	98,751	4 675,1
161610BA <i>CHASE MANHATTAN CORP</i>							
2 9,750 % 9/15/99 F3	Купівля	06.06.19	13.03.19	5 000,000	241,04	99,254	5 203,7
912827XM <i>UNITED STATES TREASURY NOTES</i>							
10 9,000 % 5/15/92 TR	Тимчасовий продаж	10.03.19	12.03.19	85 900,000	2 498,69	100,750	89 042,9
912827WN <i>UNITED STATES TREASURY NOTES</i>							
9 9,250 % 8/15/98 TR	Купівля	13.03.19	15.03.19	92 000,000	658,23	102,531	94 986,8

Звіт за операціями використовують для того, щоб оцінити загальні витрати і дохідності від усіх операцій за купівлею-продажем, що відбулися упродовж періоду оцінки. У цьому звіті зазначений тип операції, дата її здійснення і розрахункова дата, номінал, вартість операції і накопичений відсоток, розрахований у системі BONDPAR.

На основі кривої дохідності для казначейських зобов'язань можуть бути розраховані форвардні ставки, які визначаються «ринковими очікуваннями» майбутніх процентних ставок. У рядку «Очікуване значення» як очікувана дохідність наводиться значення форвардної ставки. Непередбачене значення, що дорівнює – 57 базисним пунктам, являє собою різницю між фактичною дохідністю в 9 базисних пунктів і очікуваною дохідністю в 66 базисних пунктів.

Дані, наведені в розділі «Вплив процентних ставок», можуть бути інтерпретовані як вартість роботи на ринку облігацій. Дійсно, якби будь-який інвестор побажав вкласти кошти у вільні від ризику облігації (казначейські зобов'язання) і просто купив би пакет таких облігацій, то отримана дохідність становила 9 базисних

пунктів. Отже, ця складова дохідності перебуває поза контролем інвестиційного менеджера, оскільки ця дохідність була б отримана будь-яким інвестором, який вирішив вкласти кошти на ринку облігацій.

У розділі II представлений *вплив інвестиційної політики*. У цьому розділі міститься інформація, необхідна для того, щоб проаналізувати встановлене клієнтом обмеження на дюрацію портфеля. Система *BONDPAR* знаходить частку повної дохідності, виникнення якої обумовлене цим обмеженням, і відокремлює її від тієї частини дохідності, що пов'язана з *ефектом управління процентною ставкою*. Величини, обумовлені впливом цього параметра, наводяться в розділі III. Ця частина дохідності являє собою поправку до «безризикової дохідності» портфеля. Ця складова дохідності показує, чи зумів менеджер правильно вгадати зміни процентної ставки. Ефект управління процентною ставкою поділяється в подальшому на три складові: 1) *вплив дюрації* на дохідність, що залежить від величини (рівнобіжного) зрушення кривої дохідності; 2) *ефект опуклості (convexity)*, що являє собою складову дохідності, забезпечену управлінням опуклістю портфеля; 3) *ефект зміни форми кривої дохідності*, що представлений частиною дохідності, що з'являється під час зміни форми цієї кривої (тобто залишковий компонент дохідності, не пов'язаний з дюрацією та опуклістю).

Інші ефекти управління наведені в розділі IV. Вони поділяються на три типи. *Ефект сектор/якість цінних паперів* є компонентом дохідності, який вказує, наскільки успішно менеджер визначив той сектор економіки і рейтингову групу цінних паперів, для якої дохідність за період оцінки виявилася найбільшою. *Ефект відбору облігацій* відбиває складову дохідності, що виникає через вибір окремих облігацій для портфеля. *Операційні витрати* описують гіпотетичний вплив операційних витрат на дохідність портфеля.

У двох останніх розділах (V і VI) наводяться підсумкові дані. У розділі «Повна дохідність» наводиться зважена за часом повна дохідність за період оцінки. Вона обчислюється як сума

**Розділ 10. Вимір і оцінювання ефективності
управління фінансовими активами**

значень з попередніх розділів: «Вплив процентних ставок», «Ефект інвестиційної політики», «Ефект управління процентною ставкою» та «Інші ефекти управління». У розділі «Джерела дохідності» отримана дохідність розділяється на приріст капіталу (зміна ціни) і процентний дохід.

Таблиця 10.7

**Факторний аналіз ефективності
управління портфелем активів з фіксованою дохідністю
(виконаний у системі *BONDPAR*)**

	Дохідність за період оцінки, %	Річна еквівалента дохідність, %	Індекс <i>Salomon B.I.G</i> (дохідність за період оцінки), %
I. Вплив процентних ставок (індекс <i>SAL Treasury</i>)			
1. Очікуване значення	0,66	7,93	0,66
2. Непередбачуване значення	<u>-0,57</u>	<u>-6,87</u>	<u>-0,57</u>
Усього	0,09	1,06	0,09
II. Вплив інвестиційної політики			
3. Вимоги до дюрації портфеля (4,6 роки)	0,01	0,07	0,01
III. Ефект управління процент- ною ставкою			
4. Дюрація	0,06	0,69	0,00
5. Опуклість	-0,07	-0,84	-0,10
6. Зміна форми кривої дохідності	<u>-0,15</u>	<u>-1,78</u>	<u>0,10</u>
Усього (з поправкою до «безри- зикової дохідності»)	-0,16	-1,93	0,00
IV. Інші ефекти управління			
7. Сектор економіки/якість цін- них паперів	0,18	2,15	0,10
8. Ефект відбору облігацій	0,32	3,79	0,00
9. Операційні витрати	<u>-0,03</u>	<u>-0,38</u>	<u>0,00</u>
Усього	0,47	5,56	0,10
V. Повна дохідність	0,41	4,76	0,20
VI. Джерела дохідності			
10. Приріст капіталу	-0,44	-5,20	
11. Процентний дохід	<u>0,85</u>	<u>9,96</u>	
Усього дохідність	0,41	4,76	

У табл. 10.7 наводиться розкладання дохідності для всього портфеля в цілому. Подібним чином може бути розкладена дохідність кожного з цінних паперів.

Контрольні запитання

1. Чим відрізняється ефективність інвестицій від оцінки ефективності управління інвестиціями?
2. Які цілі переслідує оцінка ефективності управління інвестиціями?
3. Який метод є більш точним для визначення дохідності портфеля цінних паперів?
4. Для чого використовується стандартизація представлення результатів інвестування?
5. Що включають у себе стандарти представлення результатів інвестування?
6. Як обчислюється дохідність за стандартами Асоціації інвестиційного менеджменту і досліджень?
7. Які еталонні показники використовуються інвестиційними менеджерами?
8. Що можна зазначити про вміння менеджера вибрати конкретні активи, якщо коефіцієнт *Шарпа* його портфеля становив 0,3, тоді як коефіцієнт *Шарпа* для портфеля аналогічного рівня ризику, розташованого на *CML*, дорівнює 0,4?
9. Що можна зазначити про вміння пасивного менеджера передбачити кон'юнктуру ринку, якщо за підсумками управління портфелем фактичне значення його «альфи» становило: а) + 2; б) – 3; в) 0?
10. Про яку властивість активного менеджера свідчить позитивна додатна альфа портфеля для одного часового періоду?
11. Що можна зазначити про вміння пасивного менеджера прогнозувати кон'юнктуру, якщо фактична «альфа» його портфеля не дорівнює нулю?

12. Що можна зазначити про вміння активного менеджера вибирати активи, якщо фактична дохідність його портфеля полягає нижче дохідності еталонного портфеля на *SML*?

13. Якщо менеджер добре прогнозує кон'юнктуру ринку, то які рішення йому потрібно доручити ухвалювати під час управління портфелем?

Тести

1. Метод розкладання загального ефекту інвестиційного управління на окремі компоненти для визначення того, яким чином був досягнутий отриманий результат, носить назву:

- а) фундаментального аналізу;
- б) технічного аналізу;
- в) інвестиційного аналізу;
- г) правильної відповіді немає.

2. Середньгеометричною дохідністю вважають:

- а) грошово-зважену дохідність;
- б) внутрішню дохідність;
- в) зважену за часом дохідність;
- г) правильної відповіді немає.

3. Зважена за часом дохідність перебуває як:

а) середній темп зростання початкової вартості портфеля за період оцінки за припущення, що весь поточний дохід реінвестується в портфель;

б) процентна ставка, за якої сума наведеної вартості грошових потоків за всіма субперіодами періоду оцінки і ринкової вартості портфеля наприкінці періоду оцінки дорівнюватиме початковій ринковій вартості портфеля;

- в) внутрішня норма дохідності;
- г) правильної відповіді немає.

4. Грошово-зважена дохідність перебуває як:

- а) середній темп зростання початкової вартості портфеля за період оцінки за припущення, що весь поточний дохід реінвестується в портфель;
- б) процентна ставка, за якої сума наведеної вартості грошових потоків за всіма субперіодами періоду оцінки і ринкової вартості портфеля наприкінці періоду оцінки дорівнюватиме початковій ринковій вартості портфеля;
- в) внутрішня норма дохідності;
- г) правильної відповіді немає.

5. Як еталонні показники використовують:

- а) індекси інвестиційного стилю;
- б) індекси вибору цінних паперів;
- в) багатофакторні моделі;
- г) правильної відповіді немає.

6. Нормальний портфель – це:

- а) портфель, що відтворює у своєму складі фондовий індекс;
- б) портфель, для управління яким використовуються еталонні показники Шарпа;
- в) спеціалізований індекс, що відповідає індивідуальному інвестиційному стилю менеджера;
- г) правильної відповіді немає.

7. Як однофакторні моделі оцінки ефективності інвестицій використовують:

- а) модель Гордона;
- б) індекс Трейнора;
- в) модель оцінювання капітальних активів;
- г) правильної відповіді немає.

8. Як однофакторні моделі оцінки ефективності інвестицій не використовують:

- а) модель Гордона;

- б) індекс Трейнора;
- в) індекс Шарпа;
- г) модель оцінювання капітальних активів.

9. Індекс Трейнора являє собою:

- а) співвідношення дохідність / стандартне відхилення;
- б) розмір одержаної надлишкової дохідності з розрахунку на одну одиницю ризику;
- в) випадкову помилкову модель;
- г) правильної відповіді немає.

10. Результат еталонного управління визначається як:

- а) розмір одержаної надлишкової дохідності з розрахунку на одну одиницю ризику;
- б) середньозважена дохідність портфеля;
- в) різниця між фактичною та еталонною дохідністю портфеля;
- г) правильної відповіді немає.

Завдання

1. Вартість портфеля на початок періоду становила 5 тис. грн. Через п'ять років вона зросла до 15 тис. грн. Знайти дохідність за період і у розрахунку на рік.

2. На початок періоду інвестується 6,25 тис. грн. Через три місяці вноситься додатково 2 тис. грн. Загальна вартість портфеля через 9 місяців дорівнює 6 тис. грн. Визначити дохідність портфеля.

3. На початок року вартість портфеля становила 10 тис. грн. Через 200 днів вона зросла до 14 тис. грн, і на цей момент портфель було добавлено ще 6 тис. грн. Наприкінці року вартість портфеля становила 25 тис. грн. Визначити дохідність портфеля за період, що минув.

4. Дохідність за перший рік становила 20 %, за другий – 40 %, а за третій – –10 %. Визначити дохідність портфеля за весь період (середню дохідність).

5. Середня ставка без ризику за певний період становила 15 %, середня дохідність портфеля A – 24 %, портфеля B – 21 %. «Бета» A – 1,2, а «бета» B – 0,8. Знайти коефіцієнт Трейнора для портфелів.

6. За останні 10 років очікувана дохідність за ринковим портфелем R_M була 0,14, а очікувана дохідність за державними облігаціями R_F становила 0,08. Припустимо, що ви адміністратор великого пенсійного фонду, що розділений за останні 10 років між трьома інвестиційними менеджерами. Необхідно вирішити, чи поновлювати контракти з менеджерами, які управляють портфелем цінних паперів. Припустимо, ви одержали такі результати про те, як вони діяли.

Інвестиційний менеджер	R_P	β
A	0,17	0,89
B	0,32	1,08
C	0,13	0,94

7. Корпорація *Izzobaf* найняла трьох зовнішніх інвестиційних менеджерів, які займаються активним управлінням пакетами акцій, і довірила в їхнє управління 300 млн дол. активів її пенсійного фонду. Підсумки факторного аналізу ефективності управління за останні чотири роки наведені у таблиці.

	Менеджер X	Менеджер Y	Менеджер Z
Фактична дохідність	15,2 %	17,3 %	21,4 %
Дохідність за еталонним портфелем	<u>12,0</u>	<u>15,2</u>	<u>22,9</u>
Внесок у дохідність за рахунок активного управління	3,2% (90)	2,1% (95)	–1,5% (83)
Компоненти дохідності			
Відслідковування ринку	5,2 % (99)	–0,4 % (24)	–3,5 % (88)
Галузевий ризик	–0,3 (100)	0,2 (39)	0,5 (24)
Секторне зрушення	0,2 (20)	0,6 (89)	–0,3 (41)
Відбір цінних паперів	–2,0 (97)	1,5 (93)	–0,2 (10)

У дужках наводиться довірчий рівень.

а) чому неправильно зазначати, що за показниками фактичної дохідності за чотирирічний період менеджер *Z* одержав кращі результати, ніж два інших менеджера?;

б) який з менеджерів досяг кращих результатів в плані одержання підвищеної вартості?;

в) менеджер *X* назвав своїм інвестиційним стилем вибір недооцінених цінних паперів і нейтралізацію ризику ринку. Чи узгоджується ефективність інвестиційних результатів цього менеджера з вказаним ним інвестиційним стилем?;

г) аналіз складових дохідності показав, що менеджер *Y* діяв згідно із заявленим інвестиційним стилем. Який його стиль?;

д) менеджер *Z* заявив, що його інвестиційним стилем є відслідковування ринку і нейтралізація відбору окремих цінних паперів шляхом диверсифікованості портфеля за допомогою акцій і конвертованих облігацій. Чи узгоджується ефективність управління інвестиціями цього менеджера з цим інвестиційним стилем?;

е) розрахуйте значення непоясненої дохідності, одержаної кожним з трьох менеджерів;

ж) з ким з інвестиційних менеджерів корпорації *Izzobaf* потрібно розірвати контракт?;

з) нехай менеджер *Z* пропонує корпорації *Izzobaf* скористатися його послугами тільки для відслідковування ринку. Чи повинна компанія приймати таку пропозицію?

8. На початок періоду управління вартість портфеля дорівнювала 100 тис. грн. Через два місяці вона зросла до 105 тис. грн, і з портфеля було вилучено 5 тис. грн. Ще через чотири місяці вартість портфеля становила 98 тис. грн і у нього було внесено 2 тис. грн. Ще через шість місяців вартість портфеля зросла до 108 тис. грн. Визначити дохідність портфеля за рік.

9. На початок періоду управління портфелем ставка без ризику дорівнювала 10 %, очікувана дохідність ринку – 25,5, «бета» портфеля – 1,2. Наприкінці періоду управління портфелем його фактична дохідність становила 30 %. Визначити значення індексу Дженсена.

10. Фактичне стандартне відхилення портфеля за рік становило 30 %, «бета» – 1,2. Середня ставка без ризику за цей період

дорівнює 15 %, середня дохідність портфеля – 25 %. Визначити значення коефіцієнтів Шарпа і Трейнора.

11. Припустимо, що спонсор пенсійної схеми розрахував значення еталонного показника Шарпа на основі щомісячних дохідностей, одержаних одним з його інвестиційних менеджерів:

$$\text{Показник Шарпа} = 0,785 \times (\text{Ціновий індекс } FRC) + 0,055 \times (\text{Індекс зростання } FRC) + 0,160 \times (\text{Індекс } FRC \text{ 2000}).$$

Нехай в одному з місяців цей менеджер одержав дохідність у розмірі 0,8 %. У тому самому місяці дохідність за цими трьома індексами становила: 0,5 % – за ціновим індексом *FRC*, 2,0 % – за індексом *FRC* і 3 % – за індексом *FRC 2000*.

а) чому дорівнює залишкова додана вартість у цьому місяці?;

б) чи зумів менеджер перевершити еталонний портфель?;

в) припустимо, що замість показника Шарпа для класифікації одержаних менеджером результатів використовувався одиничний індекс інвестиційного стилю. Яким має бути цей індекс?;

г) нехай оцінка результатів менеджера відбувалася згідно з індексом інвестиційного стилю, обраного вами як відповідь на попереднє запитання. Чи перевершив менеджер цей показник або відстав від нього?;

д) чи змінюються ваші висновки про ефективність роботи менеджера залежно від того, чи використовуються як еталонний показник Шарпа або індекс інвестиційного стилю?

Рекомендовані джерела

1. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / П. Бернстайн; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.

2. Бондаренко В. І. Стандарти фінансового ринку як засіб його прозорості та ефективності / В. І. Бондаренко, В. І. Чиргінов, І. М. Абрамова // Вісник економічної науки України. – 2010. – № 2. – С. 25–27.

3. Бунина С. В. Методы и инструментальные средства оценки результативности портфельного доверительного управления / С. В. Бунина // Бизнес-информатика. – 2010. – № 4 (14). – С. 29–37.
4. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : учеб. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1 Федеративная Книготорговая компания, 1998. – 352 с.
5. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк; пер. с англ. – М. : Дело, 1999. – 1008 с.
6. Глобальні стандарти результативності інвестування [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/files/articles/329/78/GIPS.pdf>
7. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : НУДПСУ, 2010. – 350 с.
8. Портфельне інвестування : навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.
9. Пересада А. А. Фінансові інвестиції : підруч. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.
10. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – XXVIII. – 932 с.
11. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1999. – XII. – 1028 с.
12. Швець В. Я. Стандарти оцінки ефективності діяльності інститутів спільного інвестування: світовий досвід і Україна / В. Я. Швець, Г. В. Соломіна // Економіка промисловості. – 2013. – № 1–2 (61–62). – С. 201–208.
13. Improving Portfolio Performance with Quantitative Models. – Charlottesville, VA: Institute of Chartered Financial Analysts, 1989.
14. Rennie E. The Successful Use of Benchmark Portfolios / E. Rennie, T. Cowhey. – Darwin M. Bayston and H. Russell Fogler (eds.), 1989.
15. Thompson J. Government Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries [Electronic source] / J. Tomson, S-M Choi; OECD. – Paris, 2001. – Available at : <http://elibrary.ru/item.asp?id=6028365>

РОЗДІЛ 11

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ БАНКІВ

11.1. Моделі фінансового сектору та інвестиційна діяльність банків.

11.2. Формування та управління банківським інвестиційним портфелем.

11.3. Управління банківськими ризиками у процесі фінансового інвестування.

11.4. Інвестиційні банки та напрями їх діяльності.

11.1. Моделі фінансового сектору та інвестиційна діяльність банків

У сучасній фінансовій науці існує велика кількість джерел, присвячених висвітленню переваг тієї чи іншої моделі фінансового ринку, проте йдеться насамперед про модель фінансового сектору, оскільки питання стосується ролі підсекторів фінансового сектору (передусім банків і недепозитних фінансових посередників) у фінансуванні економіки. Розповсюдженою є позиція, за якої не структура фінансового сектору визначає механізм фінансування реального сектору, а роль банків на ринку цінних паперів (фінансовому ринку).

Вихідною точкою сучасної типології фінансових секторів країн світу слід вважати роботу А. Гершенкрона, який виділяє банківську (континентально-європейську) і фондову (американську) модель, а також Дж. Гікса, який класифікує економічних агентів на тих, хто задовольняє свої потреби у ліквідності завдяки володінню ліквідними активами «економіку ринку» (*auto-economy*), і тих, хто дотримується практики запозичення («економіку заборгованості» (*overdraft economy*)). Подібного підходу дотримується Г. Чаноглоу, який розмежовує фінансові сектори через прямий (*security-based system*) і непрямий (*credit-based system*) способи інвестування економіки, а також В. Карлін і К. Майєр, які вирізняють фінансову

систему, що базується на ринку (*market-based financial system*), і таку, що базується на банках (*bank-based financial system*).

Прибічники однієї моделі часто виступають з критичними оцінками ринку іншої (табл. 11.1).

Таблиця 11.1

**Концепції інвестування в економіку через
грошово-кредитний ринок і ринок цінних паперів**

Фінансування економіки через грошово-кредитний ринок і критичне оцінювання ринку цінних паперів	Фінансування економіки через ринок цінних паперів і критичне оцінювання грошово- кредитного ринку
<i>Дж. Стігліц:</i> розвинені ринки акцій породжують так звану «проблему безбілетника» (<i>free rider</i>): інформація на таких ринках є більш доступною для інвесторів, що не стимулює пошук найперспективніших компаній. Це знижує вірогідність того, що саме найефективніші проекти отримають фінансування, і це позначається на економічному розвитку країни	<i>Р. Раджан і Л. Зінгалез:</i> викачування своєрідної інформаційної ренти за отримання інсайдерської інформації про компанію; надмірне опікування і надання підтримки фірмам, що відчують труднощі або провалилися. У періоди радикальних перетворень це може призвести до тривалого неефективного використання ресурсів
<i>А. Шлейфер і Л. Саммерс:</i> ліквідні ринки цінних паперів полегшують злиття та поглинання, однак призводять до збагачення корпоративних піратів, а також породження негативних соціальних явищ. Висока ліквідність призводить також і до того, що інвестори мають змогу швидко продати свої фінансові інструменти, що знижує стимули займатися корпоративним управлінням	<i>Р. Морк і М. Накамура, Д. Вейнстейн і Й. Яфех:</i> формування пасивів за рахунок переважно боргових інструментів; проведення достатньо зваженої інвестиційної політики щодо кредитування нових інноваційних проектів із стримуванням тим самим економічного розвитку
	<i>Ф. Аллен і Д. Гейл, Ф. Модільяні і Е. Перотті:</i> успішна реалізація функції збору та обробки інформації, проте неефективність у нестандартних ситуаціях, коли йдеться про нові продукти й технології. Підтвердженням є такі країни, як Гонконг, Корея, Сінгапур, Тайвань, які обирають фінансування через емісію цінних паперів, передусім акцій, а не кредитування
	<i>Е. Венгер і К. Кесерер:</i> концентрація значних пакетів акцій у банків, що порушує принципи економічної демократії та призводить до неефективного корпоративного управління

Досліджуючи моделі фінансового сектору, не можна оминати увагою потреби основних секторів економіки у формуванні певної моделі фінансування їх діяльності, тобто кожна з них має свої переваги і недоліки (табл. 11.2). Дослідники досі не можуть вирішити, яка з його моделей є найвигіднішою для економічного розвитку. Хоча останні дослідження свідчать про те, що зі зростанням економіки послуги ринку цінних паперів стають більш важливими для стимулювання економічної активності, тоді як ті, що надаються банками, стають менш важливими.

Таблиця 11.2

Потреби секторів економіки у виборі моделі фінансового сектору

Сектор економіки	Групи складових нефінансових секторів	Модель фінансового сектору	
		Банківська	Ринкова
Сектор нефінансових корпорацій	Малі та середні корпорації (традиційні)	+	
	Малі та середні корпорації (високотехнологічні)		+
	Великі корпорації (великий борг)	+	
	Великі корпорації (малий борг)		+
Сектор домогосподарств	Високі доходи		+
	Середні доходи	+	
	Низькі доходи	+	
Сектор державного управління	Високий державний борг		+
	Низький державний борг	+	

Щодо інноваційного потенціалу кожної з моделей фінансового сектору, то в Японії венчури мають слабкий потенціал, а більшість з них є дочірніми структурами банків. Фонди ризикового капіталу США інтенсивніше інвестують у високотехнологічні фірми на ранніх стадіях розвитку (37 %), водночас як німецькі фонди зазвичай фінансують фірми на останніх етапах розвитку (11 %) і переважно високі технології, до того ж ускладненим є

вихід з венчуру. Німеччина сьогодні стоїть перед проблемою «яйця і курки»: ринок ризикового капіталу потребує наявності ринку цінних паперів, а той, у свою чергу, – наявності підприємців і угод, що вимагають наявності ринку ризикового капіталу. Але основна проблема – одночасне формування і наявність комплексу взаємозалежних інституцій, а також очікування їх дієвості у певний момент.

Потрібно зважати також на релігійні і правові чинники, які часто не беруться до уваги, але зумовили виникнення певної моделі фінансового сектору в економіках світу. Наприклад, у класичній праці *М. Вебера* «Протестантська етика і дух капіталізму» вказується на кращі результати, що були досягнуті протестантами, порівняно з католиками, у діловій та фінансовій сфері. Не можна забувати і про те, що США або Канада як країни емігрантів приймали найбільш схильних до ризику і самостійних дій людей, що вплинуло на традиції, психологію і ринковий потенціал населення. У дослідженні правових чинників формування фінансових секторів світу не можна оминати увагою праці *С. Войгта* з описом трьох традицій верховенства права (англійської, американської і німецької), а також *Р. Ла Порта*, *Ф. Лопеса де Сіланеса*, *А. Шлейфера* і *Р. Вишні*, які вбачають розбіжності у побудові цих секторів через призму контрактних відносин (концепція «право і фінанси»), тобто у різних юридичних системах по-різному вирішуються питання захисту прав власників і кредиторів, зокрема їх взаємозв'язок з державою. У країнах з англійською правовою системою права кредиторів захищені краще за країни із французькою, німецькою або скандинавською юридичною традицією. З точки зору виконання контрактів країни з французьким правом виявляють себе найгірше, а з німецьким і скандинавським – найкраще.

Заслуговує на увагу також динамічна теорія права і фінансів, яка полягає в тому, що правові системи, які швидко адаптуються до змін, краще сприяють фінансовому розвитку, ніж інертні і жорсткі. Проте *Р. Раджан* і *Л. Зінгалез* вважають, що правова система не спроможна пояснити зміни у розвитку фінансового сектору. Автори стверджують, що відмінності у його

моделях пов'язані з дією політичних сил, а основним чинником змін стала Велика депресія, яка породила недовіру до ринкового механізму і сприяла розвитку державного регулювання економіки.

Європейська модель інвестування економіки максимально наближена до стандартів Базельського комітету з банківського нагляду, проте з 2001 р. набули розвитку зміни у діяльності банків, що несуть зміни в ендогенну пропозицію грошей: 1) вважається некоректною консолідація банківського капіталу з асоційованими компаніями реального сектору і нестраховими компаніями фінансового сектору, тобто вкладення у дочірні і асоційовані компанії вилучаються із визначення розміру банківського капіталу; 2) сума інвестованих коштів в акції одного емітента реального сектору не може перевищувати 15 % банківського капіталу, а сума сукупних вкладень у корпоративні права компаній такого сектору не може перевищувати 60 % сукупного капіталу.

Щодо Японії, то країна не орієнтується на рекомендації Базельського комітету і має певні особливості: створення конгломератів; поодинокі випадки володіння контрольними пакетами, компанії контролюються групами акціонерів з частками 10–40 %; роль банків і боргових інститутів вища, ніж у Європі; інституційні інвестори мають підпорядковане значення (менше ніж 20 % активів).

У сучасних умовах, як свідчить розвиток економік світу, чим вищим є рівень їх розвитку, тим більшими є фінансова глибина та диверсифікованість фінансового сектору і меншою частка банків у сукупних активах. У розвинених країнах частка банківського сектору перебуває у межах 30–80 % активів (зона середніх значень – 60–70 %). У країнах, що розвиваються, частка банківського сектору є вищою (50–90 %) (зона середніх значень – 75–85 %). У цих країнах переважають банки і квазібанки (від ломбардів і лихварських контор до кредитних кооперативів і фінансових компаній), проте вони мають певні труднощі у розширенні сфери фінансових послуг, оскільки керувати ними набагато складніше, ніж недепозитними фінансовими установами з гнучкою системою організації та володінням інформацією про клієнта і ринок.

Отже, існує великий перелік аргументів на користь пріоритетності банків або інститутів ринку цінних паперів, проте стає популярною і еклектична точка зору, прибічники якої зазначають про комплементарний характер підсекторів фінансового сектору і пропонують, насамперед, створення сприятливого інституційно-правового середовища як запоруки його ефективного функціонування. Крім того, перш за все зважимо на глобалізаційні процеси і відрив фінансового сектору від реального, що відбуваються у світі і спричиняють формування саме комплементарної моделі сектору фінансових корпорацій.

Аналіз досягнень передових країн у галузі розвитку фінансових інститутів дозволяє зробити висновок про те, що явного зв'язку між структурою фінансового сектору і його ефективністю не існує, а отже, й давня дискусія про переваги і/або недоліки тих і/або інших структурних моделей цього сектору в сучасній економіці втрачає сенс, тобто питання про вибір моделі побудови фінансового сектору є вторинним в економічній політиці держав. Економіка потребує розвитку не певної складової сектору фінансових корпорацій, а всіх його елементів і, найголовніше, забезпечення фінансування довгострокового економічного зростання. За цих обставин виникає концепція комплементарної моделі фінансового сектору.

Достатньо розвинена банківська система слугує передумовою розвитку ринків цінних паперів, а не альтернативою. Існують країни із сильною банківською системою та відносно слабкими фондовими ринками, проте відсутні країни з розвиненим ринком цінних паперів і слабкою банківською системою.

Еволюція розвитку фінансових секторів країн світу привела до поширення їх комплементарної моделі, тобто взаємодоповнення банків та інших фінансових інститутів. Серед основних підвалин такої моделі виділяються такі:

1) посилення конкурентної боротьби на ринках товарів, робіт і послуг, зокрема фінансових і страхових. Компанії вимушені постійно інвестувати у розвиток бізнесу і вимагають більш гнучких механізмів фінансування порівняно з можливостями, що

пропонуються консервативною та інерційною банківською системою. Основним таким механізмом став ринок цінних паперів, причому і в країнах Західної Європи, де традиційно фінансування економіки відбувалося переважно через банки. Крім того, потреба у додаткових коштах, особливо фінансовими інститутами, була обумовлена прагненням заробити «гарячі» гроші на ринках, що розвиваються.

Паралельно з посиленням конкуренції на ринку капіталу відбувається зростання фінансового монополізму. Цей парадокс пояснює теорія рефлексивності *Дж. Сороса*, який доводить, що курси акцій залежать не від виробничо-фінансових показників їх емітентів, а від психологічного стану потенційних інвесторів, які готові вкласти кошти в ті або інші цінні папери в стані певного психозу, що нагадує дії окремих суб'єктів у великому натовпі. Саме цей ефект натовпу і є аналогом монополізму. Коли фінансовий сектор складається з великої кількості різнорідних інституційних одиниць, їх дії можуть практично нейтралізовувати одна одну. Однак на практиці з плином часу різні учасники перетворюються в однорідну групу, а їх інвестиційні портфелі стають взаємозалежними. Це є наслідком частого об'єднання у натовп і отримання тих благ, що їх поведінка натовпу може забезпечити у коротко- або середньостроковій перспективі. Різнорідність зменшується тому, що всі фінансові інститути схильні рухатися у напрямі одних й тих самих видів високодохідної фінансової діяльності, у підсумку – тиражування бізнес-стратегій у рамках усього фінансового сектору. У випадку однорідності фінансових інститутів і стратегій макроекономічне потрясіння зачіпає всіх учасників одночасно та однаковою мірою.

За оцінювання ендегенних й екзогенних ризиків у фінансовому секторі великого значення набуває розмір фінансової установи, адже внесок останніх, особливо великих, у формування систематичного ризику значно перевищує їх розміри. Неодноразово перевірене емпіричне правило полягає в тому, що виникнення «ланцюгової реакції» на 80 % залежить від усього лише 20 % (найбільших) учасників будь-якої мережі. Таким чином, на

противагу Базелю I і II норми мають спиратися на «неоднаковість правил гри». У цілому ж до всіх великих фінансових установ мають бути висунуті більш жорсткі вимоги щодо власного капіталу, а також інші пруденційні вимоги;

2) зміни у державному регулюванні фінансових інститутів, реалізовані у 1980–90-ті рр. у більшості економічно розвинених країнах. Наприклад, у США після прийняття конгресом США закону *Гремма–Ліча–Блайлі* (1999) юридично припинила своє існування ринкова модель фінансового сектору. Це спричинило суттєві зміни в діяльності комерційних банків: одержання дозволу (на підставі розділу «Сприяння афіліюванню банків, фірм, які торгують цінними паперами, та страхових компаній») скуповувати контрольні пакети акцій інвестиційних банків і страхових компаній; зняття обмеження на проведення комерційними банками андерайтингу та гарантування розміщення цінних паперів. Таке послаблення банківського регулювання призвело до розширення сфери впливу багатьох банківських холдингових компаній у США.

Через світову фінансову кризу, що розпочалася в 2007 р., у 2010 р. в США було прийнято Закон «Про реформу фінансових інститутів США і фінансовий захист споживачів» (закон *Додда–Френка*). У рамках реформ в американському фінансовому секторі за загальновідомими правилами Волкера інвестиційним банкам заборонено займатися роздрібною банківською діяльністю і використовувати кошти клієнтів для покриття своїх ризиків. Усе це націлене на те, щоб банки США знизили активність на ринку цінних паперів і вкладали кошти у реальний сектор. Разом із тим існують побоювання, що такий жорсткий крен у фінансовій політиці може призвести до відпливу капіталів, погіршення інвестиційного клімату у країні і створення сприятливих умов економічного зростання у конкурентів, зокрема у країнах БРІК.

У країнах ЄС за останні два десятиліття здійснюється уніфікація і лібералізація національного фінансового законодавства. Так, першим видом фінансових інститутів, чії операції були лібералізовані у рамках ЄС, стали установи колективного інвестування. У 1985 р. було прийнято директиву Ради ЄЕС 85/611,

положення якої було трансформовано у норми національного права країн Європи, що дозволило фондам однієї країни розміщувати свої цінні папери в інших країнах Співтовариства без повторної реєстрації в них. Початком масштабної лібералізації фінансового сектору Європи можна вважати 1989 р., коли було прийнято Другу банківську директиву Ради ЄЕС про координацію законодавчих і адміністративних актів у галузі реєстрації і контролю за діяльністю кредитних інститутів. Надалі зазначені принципи були реалізовані для компанії зі страхування життя, компаній з ризикових видів страхування, а також фірм, які спеціалізуються на операціях з цінними паперами (брокерські і дилерські операції, андерайтинг, довірче управління).

Із 1999 р. в Європі ведеться робота з гармонізації у галузі регулювання і контролю згідно із затвердженим Планом дій у сфері фінансових послуг, у рамках якого до середини 2004 р. було прийнято 39 актів. У банківському секторі було уніфіковано національні вимоги до достатності власного капіталу банків, порядку і форм їх звітності, контролю за великими кредитами тощо, а також встановлено єдині вимоги до організації систем страхування банківських депозитів і визначено мінімальний для усіх країн Європи розмір відшкодування власникам депозитів (20 тис. євро). У страховому секторі було гармонізовано вимоги до порядку реєстрації і нагляду за страховою діяльністю, розміру страхових резервів, напрямів їх розміщення тощо.

Остання фінансова криза привела до посилення державного регулювання у більшості країн світу. Наприклад, 12 вересня 2010 р. Базельський комітет з банківського нагляду запропонував глобальну реформу світової банківської системи (Базель-III) через: збільшення банківських ліквідних резервів і поліпшення їх якості; збільшення мінімального розміру ліквідного резерву власного капіталу (коефіцієнта основного капіталу першого рівня) з 2 до 4,5 %, а рівень капіталу першого рівня, що представляє найбільш ліквідні активи, – з 4,5 до 6 %; зобов'язання банків створювати спеціальний буферний резервний капітал у розмірі 2,5 %, а у випадку світової фінансової кризи сплачувати до стабілізаційного

фонду також 2,5 % капіталу. Введення нових норм розпочалося 1 січня 2013 р. і має закінчитися 1 січня 2019 р.

У цілому зняття обмежень і скорочення прямого державного втручання у діяльність фінансових інститутів у більшості країн супроводжувалося посиленням контролю за їх операціями, що особливо важливо для стійкості фінансового сектору, а також підвищення довіри до нього з боку потенційних інвесторів. Основні заходи стосуються прозорості діяльності фінансових інститутів, їх відповідальності за надану інформацію, оптимізації системи управління ризиками, а також регламентування інвестиційних операцій на ринку цінних паперів.

Із метою запровадження ефективних механізмів спільної діяльності країн ЄС у надзвичайних ситуаціях і врегулювання розбіжностей між регуляторами у фінансовому секторі передбачено усунення недоліків на макро- і мікрорівнях пруденційного нагляду завдяки створенню Європейської ради із системного ризику і Європейської системи фінансового нагляду. Створено Європейську організацію з цінних паперів та ринків, Європейську банківську організацію, Європейську організацію страхування і пенсійного забезпечення. Слід зазначити, що нині існують три фінансові комітети, які здійснюють мікропруденційний нагляд на рівні ЄС виключно з консультативними повноваженнями – Комітет європейських регуляторів цінних паперів, Європейський комітет органів банківського нагляду, Європейський комітет страхового та пенсійного нагляду. Нові організації виконують також функції цих комітетів. Це сприяє формуванню єдиного ринку фінансових послуг як частини спільного ринку ЄС завдяки принципам: 1) мінімальної гармонізації національного законодавства; 2) контролю державної реєстрації; 3) взаємного визнання достатності правового регулювання іншої держави-члена ЄС; 4) єдиної ліцензії на професійну діяльність фінансових установ.

Сучасні моделі регулювання фінансових секторів, що сформувалися у посткризовий період, наведені у табл. 11.3.

Якщо говорити про доцільність і наслідки лібералізації ринків капіталу, то *Г. Бекерт, К. Харві і К. Люндблат* у дослідженні

країн, які усунули обмеження щодо руху капіталів у 1980–2000 рр., дійшли висновків, що вона привела до загального зростання річного ВВП на душу населення майже на 1 %. Доведено, що фінансові реформи є ефективнішими у країнах із освіченою робочою силою й належним захистом прав інвесторів. Позитивно оцінюють вплив лібералізації у фінансовому секторі також *А. Черрі* і *П. Генрі*, *С. Фішер* і *Л. Саммерс*. Разом із тим деякі економісти, зокрема *Дж. Стігліц*, *П. Кругман*, *Д. Родрік* і *А. Субраманіан*, скептично оцінюють її вигоди і пропонують країнам активно контролювати потоки капіталу. Останні дослідження доводять, що фінансова лібералізація може сприяти інституційному розвитку країни і її фінансового сектору лише у випадку готовності країни до такої лібералізації;

Таблиця 11.3

Основні органи-регулятори в європейській та американській моделі фінансового ринку

Європейська модель	Американська модель
Європейська рада з системних ризиків Центробанки країн-членів ЄС Регулятори фінансових ринків країн-членів ЄС Європейська система фінансового нагляду Європейські наглядові органи за ринками Об'єднаний комітет наглядових органів	Рада нагляду за фінансовою стабільністю Агенція із захисту споживачів фінансових послуг Комісія з цінних паперів Офіс кредитних рейтингових агентств Інвестиційний дорадчий комітет Офіс інвестиційного адвоката ФРС та її установи Федеральна корпорація страхування депозитів Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами

3) диверсифікація фінансової діяльності і розмивання кордонів між підсекторами сектору фінансових корпорацій. Наприклад, у США розвиток різних фінансових інститутів, зростання

масштабів і різноманітності виконуваних ними операцій ведуть до поступового об'єднання в єдину інтегровану систему, в якій законодавчі або історичні перепони, що визначають спеціалізацію окремих сегментів, стають усе більш умовними. Аналогічні тенденції спостерігаються у Західній Європі та Японії, де з 1999 р. банки, страхові й брокерські компанії отримали дозвіл займатися усіма видами фінансових операцій. У підсумку – у країнах з банківською моделлю фінансового сектору збільшується частка активів страхових компаній, НПФ та інших фінансових інститутів відносно ВВП, а країнах з ринковою моделлю – частка депозитних корпорацій.

У спробах завоювати клієнта фінансові інститути стали позиціонувати себе як фінансові супермаркети або універсальні інтегровані фінансові посередники. Найбільшого розвитку вони досягли у країнах Бенілюксу, Південній Європі, США і Японії (наразі спроби створення таких альянсів у найконсервативнішій Північній Європі не вдалися). До основних світових моделей єдиного фінансового сервісу можна віднести: дистриб'юторський договір або стратегічний альянс, де банк виконує агентські функції, виступає як канал продажів стандартизованих страхових та/або інвестиційних продуктів; спільне підприємство = банк + страхова компанія або інвестиційна компанія. Виникнення афілійованих банку страхових або інвестиційних компаній (загальні акціонери), коли для банку розробляються спеціальні страхові або інвестиційні продукти; *M&A*-модель, де банк повністю або частково володіє страховою або інвестиційною компанією; формування банком нової страхової компанії; створення фінансового супермаркету, що пропонує одночасно різні фінансові послуги під єдиним брендом. Отже, фінансові супермаркети отримують такі переваги: збільшення обсягів продаж фінансових послуг; отримання додаткових комісійних доходів; збільшення клієнтської бази; розширення продуктової лінійки тощо;

4) розвиток інформаційних технологій. Кінець XX ст. – початок XXI ст. відзначилися потужним охопленням країн світу

мережею Інтернет, комп'ютерними технологіями, зв'язком то-що. Якщо аналізувати галузі, які стимулюватимуть зростання європейської економіки найближчі роки, то інформаційні та комунікаційні технології посіли перше місце (24 % респондентів). Досягнення у цій сфері істотно вплинули на діяльність фінансових інститутів. Передусім було автоматизовано і радикально здешевлено проведення багатьох фінансових операцій, що сприяло їх доступності, а також диверсифікації фінансової діяльності. З'явилися нові напрями роботи, що пов'язані з продажем послуг через Інтернет (інтернет-банкінг, інтернет-трейдинг, інтернет-страхування), а також нові фінансові інститути, які спеціалізуються на електронній комерції, наприклад інтернет-банки.

Інформаційні технології сприяють формуванню мережевого принципу організації фінансових потоків, розвитку мережевої економіки (*networked economy*). Активно розвиваються банки, які надають послуги лише в Інтернеті, Світовими лідерами таких операцій є Скандинавські країни. Традиційні пластикові картки скоро стануть раритетними, адже на їх місце приходять безконтактні картки, які приймаються у 300 тис. торговельних точках світу, все доступніше стає торгівля на основі бездротового високочастотного зв'язку через смартфони (*NFC-платежі*). Крім того, банківські ліцензії мають сьогодні не тільки такі гіганти, як *Google, Facebook, PayPal, Hewlett Packard*, а й тисячі дрібних компаній, що спеціалізуються на системах платежів і IT-розробках. Найбільш інноваційним банком світу став *Deutsche Bank*, а в Україні кілька років поспіль лідирує ПриватБанк, хоча перешкодами для розвитку інтернет-банкінгу в Україні продовжує залишатися невелика кількість користувачів Інтернету, відсутність належної нормативно-правової бази, а також недовіра клієнтів до фінансових установ;

5) зміна інвестиційних уподобань домогосподарств, особливо у континентальній Європі, де населення тривалий час традиційно зберігало кошти на депозитах або ощадних рахунках, а нині зі зростанням добробуту поступово переорієнтовується на вкладення коштів у більш ризиковані і дохідні інструменти

(напрямую або через взаємні фонди). Усе це стимулює швидке зростання активів інститутів, орієнтованих на роботу з цінними паперами. Наразі у більшості країн після кризових подій збільшуються активи у валюті і депозитах;

б) демографічні чинники, що пов'язані зі старінням населення планети. Прогнозується, що наступні 20 років постійне старіння населення призведе до подальшого збільшення частки пенсійних виплат до ВВП практично у всіх країнах світу на 1 %. Зі зростанням частки населення пенсійного віку слід очікувати, що зменшаться і неорганізовані заощадження. Проблема полягає у недостатності довгих пасивів фінансових корпорацій за збереження високого попиту на довгі гроші. За цих умов різко зростає важливість інших джерел довгого фінансування – держави та інвесторів з тих країн, де збільшення частки пенсіонерів ще не відбулося, тобто країн, що розвиваються.

Нині реформування у сфері пенсійного забезпечення пов'язується здебільшого з підвищенням пенсійного віку, що реально веде до збільшення розміру активної робочої сили відносно кількості пенсіонерів. Такий сценарій сьогодні розглядається більшістю країн світу. За відсутності необхідних реформ, скорочення статей витрат, змін у розподілі ризиків фінансові витрати у зв'язку зі старінням населення і обумовлені цим зобов'язання держави можуть призвести до інтенсивного тиску на державні фінанси і суверенні рейтинги. Крім того, існує суттєва невизначеність відносно оцінок і масштабів зобов'язань, що пов'язані зі старінням. Управляючі фінансовими активами постійно зазначають про доцільність введення нових фінансових інструментів і збільшення наявного обсягу боргових цінних паперів для забезпечення якіснішого управління ризиками.

11.2. Формування та управління банківським інвестиційним портфелем

В Україні також реалізована комплементарна модель фінансового сектору. Правова основа здійснення інвестиційної діяльності банками в Україні закладена в ст. 47 Закону «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 № 2121-III, відповідно до якої банк, крім надання фінансових послуг, має право здійснювати діяльність (дотично інвестиційної діяльності) щодо: 1) інвестицій; 2) випуску власних цінних паперів; 3) ведення реєстрів власників іменних цінних паперів; 4) надання консультаційних та інформаційних послуг. Відповідно до ст. 50 банки здійснюють прямі інвестиції та операції з цінними паперами відповідно до законодавства України про цінні папери, інвестиційну діяльність та нормативно-правових актів НБУ.

Банк має право здійснити інвестицію лише на підставі письмового дозволу НБУ. Він має право здійснити інвестицію без письмового дозволу, у разі якщо:

1) інвестиція у фінансову установу становить у сукупності не більше ніж 1 % статутного капіталу банку;

2) інвестиція здійснюється до статутного капіталу бюро кредитних історій, що має ліцензію національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Банку забороняється інвестувати кошти в юридичну особу, статутом якої передбачена повна відповідальність її власників.

Пряма та/або опосередкована участь банку у статутному капіталі будь-якої юридичної особи не має перевищувати 15 % статутного капіталу банку, сукупні інвестиції не мають перевищувати 60 %.

Ці норми не застосовуються в разі, якщо:

1) акції та інші цінні папери, придбані банком у зв'язку з реалізацією права заставодержателя і банк не утримує їх більше одного року;

2) інвестиція здійснюється в статутний капітал банку — учасника банківської групи;

3) цінні папери придбані банком за договором про андеррайтинг та перебувають у власності банку не більше ніж один рік;

4) акції та інші цінні папери придбані банком за рахунок та від імені своїх клієнтів.

Щодо професійної діяльності банків на ринку цінних паперів, то вона регулюється Рішенням НКЦПФР «Про затвердження Положення щодо організації діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на фондовому ринку» від 16.12.14 № 1708.

До професійної діяльності на ринку цінних паперів, яку можуть здійснювати банки, належить брокерська та дилерська діяльність, управління цінними паперами, андеррайтинг, депозитарна діяльність зберігача цінних паперів, управління активами інституційних інвесторів щодо створених пенсійних фондів.

Інвестиційний процес у банківській установі починається з формулювання цілей інвестування, що, по суті, є фінансовими завданнями, які вона прагне вирішити, вкладаючи кошти у фінансові інструменти.

У цьому напрямі банківської діяльності менеджери повинні розв'язати протиріччя між спробами досягнення двох взаємовиключних цілей: збільшення платоспроможності і ліквідності, з одного боку, і підвищення дохідності, – з іншого. Можна досягти високої ліквідності, сформувавши портфель з державних цінних паперів. Висока дохідність, у свою чергу, досягається за рахунок високодохідних, але ризикованих вкладень. У підсумку ліквідність і платоспроможність стають взаємопов'язаними. Банкрутство банку може настати у двох випадках, коли він:

1) буде неплатоспроможним у результаті вичерпання його капіталів через збитки від позичок й інвестицій (тобто в умовах ризику дефолту позичальників і процентного ризику);

2) незважаючи на свою дохідність, не може задовольнити вимоги клієнтів щодо повернення депозитів (тобто в умовах втрати ліквідності).

Відповідно до Постанови НБУ «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від

28.08.2001 № 368 **ліквідність банку** – це його здатність забезпечити своєчасне виконання своїх грошових зобов'язань, яка визначається збалансованістю між строками і сумами погашення розміщених активів та строками і сумами виконання зобов'язань банку, а також строками та сумами інших джерел і напрямів використання коштів (надання кредитів, інші витрати).

Банківська діяльність піддається **ризикі ліквідності** – ризику недостатності надходжень грошових коштів для покриття їх відпливу, тобто ризику того, що банк не зможе розрахуватися в строк за власними зобов'язаннями у зв'язку з неможливістю за певних умов швидкої конверсії фінансових активів у платіжні засоби без суттєвих втрат.

У зв'язку з цим банки повинні постійно управляти ліквідністю, підтримуючи її на достатньому рівні для своєчасного виконання всіх прийнятих на себе зобов'язань з урахуванням їх обсягів, строковості й валюти платежів, забезпечувати потрібне співвідношення між власними та залученими коштами, формувати оптимальну структуру активів із збільшенням частки високоякісних активів з прийнятним рівнем кредитного ризику для виконання правомірних вимог вкладників, кредиторів і всіх інших клієнтів.

З метою контролю за станом ліквідності банків НБУ встановив такі нормативи ліквідності: миттєвої ліквідності (Н4), поточної ліквідності (Н5) та короткострокової ліквідності (Н6) та коефіцієнта покриття ліквідністю (*LCR*).

Норматив миттєвої ліквідності (Н4) визначається як співвідношення високоліквідних активів до поточних зобов'язань банку. Він установлює мінімально необхідний обсяг високоліквідних активів для забезпечення виконання поточних зобов'язань протягом одного операційного дня.

До високоліквідних активів під час розрахунку нормативу миттєвої ліквідності включаються: 1) готівкові кошти; 2) кошти на кореспондентському рахунку банку в НБУ; 3) сума перевищення коштів, які обліковуються на кореспондентських рахунках, що відкриті в інших банках, зменшених на суму сформованих під них

резервів, над сумою коштів, які обліковуються на кореспондентських рахунках інших банків; 4) необтяжені депозитні сертифікати НБУ; 5) необтяжені облігації внутрішньої державної позики з кінцевим строком погашення до шести місяців.

Нормативне значення Н4 має бути не менше ніж 20 %.

Норматив поточної ліквідності визначається як співвідношення активів з кінцевим строком погашення до 31 дня до зобов'язань банку з кінцевим строком погашення до 31 дня). Він установлює мінімально необхідний обсяг активів банку для забезпечення виконання поточного обсягу зобов'язань протягом одного календарного місяця.

До активів банку з кінцевим строком погашення до 31 дня (включно) під час розрахунку нормативу поточної ліквідності включаються: 1) готівкові кошти; 2) банківські метали; 3) кошти на кореспондентських рахунках, що відкриті в НБУ; 4) строкові вклади (депозити), що розміщені в НБУ; 5) сума перевищення коштів, які обліковуються на кореспондентських рахунках; 6) кредити, що надані суб'єктам господарювання, органам державної влади, органам місцевого самоврядування та фізичним особам (без урахування заборгованості, строк сплати якої, згідно з договором, минув); 7) боргові цінні папери, інвестиції в асоційовані і дочірні компанії, які утримуються з метою продажу.

Нормативне значення Н5 має бути не менше ніж 40 %.

Норматив короткострокової ліквідності (Н6) визначається як співвідношення активів до зобов'язань з кінцевим строком погашення до одного року. Він установлює мінімально необхідний обсяг активів для забезпечення виконання своїх зобов'язань протягом одного року.

До активів банку з кінцевим строком погашення до одного року під час розрахунку нормативу короткострокової ліквідності включаються: 1) готівкові кошти; 2) банківські метали; 3) кошти на кореспондентських рахунках, що відкриті в НБУ; 4) строкові вклади (депозити), що розміщені в НБУ; 5) сума перевищення коштів, які обліковуються на кореспондентських рахунках, що відкриті в інших банках; 6) кредити, що надані суб'єктам господарювання,

органам державної влади, органам місцевого самоврядування та фізичним особам; боргові цінні папери, інвестиції в асоційовані і дочірні компанії, які утримуються з метою продажу; 7) безвідкличні безумовні зобов'язання з кредитування, що отримані від банків, які мають кредитний рейтинг, не нижчий, ніж *BBB*.

Нормативне значення *H6* має бути не менше 60 %.

Коефіцієнт покриття ліквідністю (LCR) – норматив ліквідності, що установлює мінімально необхідний рівень ліквідності для покриття чистого очікуваного відпливу грошових коштів протягом 30 календарних днів з урахуванням стрес-сценарію (далі – чистий очікуваний відплив грошових коштів).

Банк розраховує коефіцієнт покриття ліквідністю (*LCR*) щодня як співвідношення високоякісних ліквідних активів до чистого очікуваного відпливу грошових коштів. Останній є різницею сукупних очікуваних відпливів і сукупних очікуваних надходжень грошових коштів. Сукупні очікувані надходження приймаються в розмірі не більше ніж 75 % сукупних очікуваних відпливів.

Нормативні значення коефіцієнта покриття ліквідністю (*LCR*) за всіма валютами (*LCRBB*) та в іноземній валюті (*LCRIB*) мають бути не менші ніж 100 % починаючи з 1 грудня 2019 року.

Загалом аналіз активів комерційного банку дозволяє зробити два висновки:

- 1) інвестиції в цінні папери мають більшу ліквідність порівняно з банківськими позичками;
- 2) короткострокові інвестиції більш ліквідні, ніж довгострокові, оскільки несуть менший курсовий ризик.

Відповідно до Постанови НБУ «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28.08.2001 № 368 НБУ здійснює контроль за інвестиціями банку з придбання банком корпоративних прав (акцій, паїв, часток) в обмін на кошти або майно з метою отримання доходу/прибутку або права на участь в управлінні юридичною особою, зокрема за прямими інвестиціями.

Прямі інвестиції банків – це внесення банками власних коштів або майна до статутного капіталу юридичної особи в обмін на

корпоративні права (акції, паї, частки), емітовані такою юридичною особою.

НБУ встановив такі нормативи інвестування:

– норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою (Н11);

– норматив загальної суми інвестування (Н12).

До коштів, що інвестуються, включаються: 1) акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком, що випущені установою та обліковуються за справедливою вартістю; 2) вкладення в асоційовані та дочірні установи.

Норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою (Н11) встановлюється для обмеження ризику, пов'язаного з інвестуванням в акції, паї, частки та інвестиційні сертифікати окремою юридичною особою. Він визначається як співвідношення розміру коштів, які інвестуються на придбання акцій (паїв, часток) та інвестиційних сертифікатів окремо за кожною установою, до статутного капіталу банку. Нормативне значення нормативу Н11 не повинне перевищувати 15 %.

Норматив загальної суми інвестування (Н12) встановлюється для обмеження ризику, пов'язаного зі здійсненням банком інвестиційної діяльності. Він визначається як співвідношення суми коштів, що інвестуються на придбання акцій (паїв, часток) та інвестиційних сертифікатів будь-якої юридичної особи, до статутного капіталу банку. Нормативне значення нормативу Н12 не має перевищувати 60 %.

Відповідно до Постанови Правління НБУ від «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями» від 30.06.2016 № 351:

активна банківська операція – операція, що обліковується банком за активними балансовими або позабалансовими рахунками Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України, затвердженого постановою Правління Національного банку України від 11.09.17 № 89. До таких операцій належать усі види кредитних операцій, операції з розміщення коштів на кореспондентських

рахунках в інших банках, операції з придбання цінних паперів, дебіторська заборгованість, у тому числі дебіторська заборгованість за господарською діяльністю, інші активні банківські операції, включаючи нараховані за всіма цими операціями доходи;

ймовірність дефолту (*PD*) – компонент (коефіцієнт) розрахунку розміру кредитного ризику, що відображає ймовірність припинення виконання боржником/контрагентом своїх зобов'язань;

інтервальний коефіцієнт покриття боргу за кредитами під інвестиційний проект (*Debt-Service Coverage Ratio interval/DSCR_i*) – показник, який відображає співвідношення розрахункового (згідно з бізнес-планом) значення чистого грошового потоку юридичної особи-боржника за кредитом під інвестиційний проект за *i*-тий тримісячний період часу (розраховується ковзним методом за кожний із наступних *i*-тих тримісячних періодів часу після звітної дати до дати закінчення дії кредитного договору як очікуваний обсяг чистого грошового потоку від операційної діяльності, збільшений на суму внесків ініціатора інвестиційного проекту, які, згідно з бізнес-планом, мають бути використані для обслуговування боргу в *i*-му періоді), до суми боргу (основна сума боргу та нараховані доходи) боржника за усіма кредитами, отриманими для реалізації цього інвестиційного проекту, що, відповідно до умов кредитних договорів має бути сплачена ним в *i*-му тримісячному періоді часу. Банк з метою визначення значення коефіцієнта ймовірності дефолту юридичної особи-боржника за кредитом під інвестиційний проект ураховує найнижче зі значень, отриманих за усіма *i*-тими тримісячними періодами часу;

компанія спеціального призначення (*SPE*) – юридична особа, що не є пов'язаною з банком особою, створена ініціатором або ініціаторами інвестиційного проекту виключно з метою реалізації цього проекту, діяльність якої відповідає одночасно таким умовам: 1) фінансової самоокупності; 2) використання коштів виключно з метою реалізації цього інвестиційного проекту;

кредитний ризик (*CR*) – розмір очікуваних втрат (збитків) (*EL*) за активом унаслідок дефолту боржника/контрагента;

кредит під інвестиційний проект – довгостроковий кредит, цільовим призначенням якого, зокрема, є: фінансування спорудження електростанцій, підприємств хімічної, гірничої промисловості, транспортної, телекомунікаційної, природоохоронної інфраструктури, офісних будівель, торгових центрів, багатоквартирних житлових будинків, виробничих та складських приміщень, готелів;

фінансовий актив – будь-який актив, погашення якого здійснюватиметься з використанням грошей або іншого фінансового інструменту.

Банк здійснює розрахунок розміру кредитного ризику за активами на індивідуальній, груповій основі. Із метою розрахунку розміру кредитного ризику на груповій основі фінансові активи об'єднуються в групи з однорідними характеристиками кредитного ризику.

Банк проводить розрахунок розміру кредитного ризику за цінними паперами на індивідуальній основі. Він здійснює таку оцінку за цінними паперами, класифікованими до відповідних портфельів, крім цінних паперів, на які зменшується розмір регулятивного капіталу, що обліковуються за балансовими рахунками таких груп:

1) боргові цінні папери, що рефінансуються НБУ, які обліковуються за справедливою вартістю через прибутки/збитки;

2) боргові цінні папери, що рефінансуються НБУ, які обліковуються за справедливою вартістю через інший сукупний дохід;

3) боргові цінні папери, що рефінансуються НБУ, які обліковуються за амортизованою собівартістю;

4) депозитні сертифікати НБУ, розміщені в банках України, що обліковуються за справедливою вартістю через інший сукупний дохід;

5) депозитні сертифікати НБУ, розміщені в банках України, що обліковуються за амортизованою собівартістю;

6) депозитні сертифікати НБУ, розміщені в банках України, що обліковуються за справедливою вартістю через прибутки/збитки;

7) акції, які обліковуються за справедливою вартістю через прибутки/збитки;

8) боргові цінні папери, які обліковуються за справедливою вартістю через прибутки/збитки;

9) акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком, які обліковуються за справедливою вартістю через інший сукупний дохід;

10) боргові цінні папери, які обліковуються за справедливою вартістю через інший сукупний дохід;

11) боргові цінні папери, які обліковуються за амортизованою собівартістю.

Банк визначає клас 1 боржника, що є емітентом цінних паперів, та значення коефіцієнта PD , що дорівнює «0», за:

1) цінними паперами, емітованими центральними органами виконавчої влади України, НБУ, міжнародними фінансовими організаціями;

1⁻¹) цінними паперами, емітованими центральними органами виконавчої влади інших країн, що мають інвестиційний рейтинг згідно з міжнародною шкалою, підтверджений агентством (компанією) *Standard&Poor's*, або аналогічний рейтинг інших провідних світових рейтингових агентств (компаній), визначених цим Положенням;

2) вкладеннями в акції Публічного акціонерного товариства розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках.

Банк визначає клас боржника за активами у вигляді інвестиційних сертифікатів інститутів спільного інвестування не вище 10 та встановлює значення коефіцієнта PD , що дорівнює «1,0».

Порядок визначення значення коефіцієнта ймовірності дефолту боржника-емітента цінних паперів. Банк здійснює оцінку фінансового стану боржника-емітента цінних паперів на підставі даних його фінансової звітності та з урахуванням виду цінного папера.

Банк визначає періодичність здійснення оцінки фінансового стану боржника-емітента цінного папера самостійно з урахуванням

наявної в банку інформації про емітента та обіг відповідного цінного папера, але не рідше одного разу на квартал. Він здійснює оцінку фінансового стану та визначає клас боржника-емітента цінних паперів:

- 1) боржника-емітента цінних паперів, що є юридичною особою;
- 2) боржника-емітента цінних паперів, що є банком;
- 3) боржника-емітента цінних паперів, який є бюджетною установою.

Банк коригує визначений на підставі оцінки фінансового стану клас боржника-емітента цінних паперів із застосуванням коригуючих факторів, а саме:

- 1) належність боржника, що є емітентом цінних паперів, до групи юридичних осіб під спільним контролем/групи пов'язаних контрагентів;

- 2) додаткові характеристики. Банк у разі наявності в боржника-емітента цінних паперів додаткових характеристик, які відповідають різним класам, відносить такого боржника до нижчого (гіршого) класу (табл. 11.4);

- 3) ознаки, що свідчать про високий кредитний ризик боржника/контрагента;

- 4) вимоги щодо визнання, припинення визнання банком дефолту боржника/контрагента;

- 5) інформацію з Кредитного реєстру про нижчий (гірший) від визначеного банком клас боржника:

якщо клас боржника 9 (для боржників-юридичних осіб, крім банків, бюджетних установ та юридичних осіб-боржників за кредитом під інвестиційний проект) – банк понижує визначений ним клас цього боржника-емітента цінних паперів на два класи, але не нижче 9;

якщо клас боржника 10 (для боржників-юридичних осіб, крім банків, бюджетних установ та юридичних осіб-боржників за кредитом під інвестиційний проект)/5 (для інших боржників-юридичних осіб, крім банків) – банк понижує визначений ним клас цього боржника-емітента цінних паперів на три/два класи.

Таблиця 11.4

**Коригування класу боржника-емітента цінних паперів
з урахуванням додаткових характеристик**

№ з/ п	Клас 1 ^{2/} / клас 1 ³	Клас 2/ клас 1	Клас 3/ клас 2	Клас 4/ клас 2	Клас 5/ клас 3	Клас 6/ клас 3	Клас 7/ клас 4	Клас 8/ клас 4	Клас 9/ клас 5
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	≥ 3-х років з державної реєстрації	≥ 3-х років з державної реєстрації	≥ 2-х років з державної реєстрації	≥ 2-х років з державної реєстрації	≥ 1-го року з державної реєстрації	≥ 1-го року з державної реєстрації	< 1-го року з державної реєстрації	< 1-го року з державної реєстрації	< 1-го року з державної реєстрації
2	≥ 1-го року з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	≥ 1-го року з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	≥ 9-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	≥ 9-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	≥ 6-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	≥ 6-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	< 6-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	< 6-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	< 6-ти місяців з дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента
3	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить неможливу думку	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить неможливу думку	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями	Звіт суб'єкта аудиторської діяльності за попередній рік діяльності містить модифіковану думку із застереженнями/негативну думку/відмову від висловлення думки

Продовження таблиці 11.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
4	Немає фактів несплати/несвоечасної сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів	Немає фактів несплати/несвоечасної сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів із затримкою до 3 календарних днів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів із затримкою до 7 календарних днів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів із затримкою до 15 календарних днів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів із затримкою до 15 календарних днів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів із затримкою до 30 календарних днів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів із затримкою до 30 календарних днів	Наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошених дивідендів, із затримкою більше 30 календарних днів
5	Немає фактів непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів	Немає фактів непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів	Немає фактів непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів	Немає фактів непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів	Наявні факти непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів – із затримкою до 15 календарних днів	Наявні факти непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів – із затримкою до 15 календарних днів	Наявні факти непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів – із затримкою до 30 календарних днів	Наявні факти непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів – із затримкою до 30 календарних днів	Наявні факти непогашення/несвоечасного погашення боргових цінних паперів – із затримкою більше 30 календарних днів
6	Прибуткова діяльність протягом останніх двох років	Прибуткова діяльність протягом останніх двох років	Прибуткова діяльність за попередній фінансовий рік, позитивні фінансові результати поточного року	Прибуткова діяльність за попередній фінансовий рік, позитивні фінансові результати поточного року	Прибуткова діяльність за попередній фінансовий рік	Збиткова діяльність за попередній фінансовий рік	Збиткова діяльність за попередній фінансовий рік	Збиткова діяльність протягом останніх двох років, негативні фінансові результати поточного року	Збиткова діяльність протягом останніх трьох років, негативні фінансові результати поточного року

Продовження таблиці 11.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
7	Розмір власного капіталу суттєво перевищує розмір статутного капіталу та резервного фонду	Розмір власного капіталу перевищує розмір статутного капіталу та резервного фонду	Розмір власного капіталу перевищує розмір статутного капіталу	Розмір власного капіталу є нижчим розміру статутного капіталу	Розмір власного капіталу є нижчим розміру статутного капіталу, його значення наближається до від'ємного	Від'ємний розмір власного капіталу на дату оцінки	Від'ємний розмір власного капіталу на дату оцінки	Від'ємний розмір власного капіталу на дату оцінки	Від'ємний розмір власного капіталу на дату оцінки та на попередню дату оцінки
8	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється не рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється не рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється не рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється не рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється не рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється рідше одного разу на квартал	За борговими цінними паперами виплата доходу здійснюється рідше одного разу на квартал
9	Операції з векселями зі строком погашення боргу до одного року	Операції з векселями зі строком погашення боргу до одного року	Операції з векселями зі строком погашення боргу до одного року	Операції з векселями зі строком погашення боргу до одного року	Операції з векселями зі строком погашення боргу понад один рік	Операції з векселями зі строком погашення боргу понад один рік	Операції з векселями, за якими не визначено строк погашення боргу	Операції з векселями, за якими не визначено строк погашення боргу	Операції з векселями, за якими не визначено строк погашення боргу
10	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від AAA до A-	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від AAA до A-	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від BBB+ до BBB-	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від BBB+ до BBB-	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від BB+ до B-	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від BB+ до B-	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від CCC+ до C	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – від CCC+ до C або рейтинг не визначений	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою – D

Продовження таблиці 11.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 1	Емітенти, щодо яких немає жодних сумнівів щодо своєчасності та повноти погашення боргових цінних паперів і сплати процентів за ними, а також щодо отримання стабільних доходів за акціями та іншими цінними паперами з нефіксованим прибутком	Емітенти, щодо яких немає жодних сумнівів щодо своєчасності та повноти погашення боргових цінних паперів і сплати процентів за ними, а також щодо отримання стабільних доходів за акціями та іншими цінними паперами з нефіксованим прибутком	Емітенти, щодо яких є претензії щодо своєчасного та повного погашення боргових цінних паперів, затримки сплати процентів, а також значного скорочення рівня дохідності за акціями та іншими цінними паперами з нефіксованим прибутком	Емітенти, щодо яких є претензії щодо своєчасного та повного погашення боргових цінних паперів, затримки сплати процентів, а також значного скорочення рівня дохідності за акціями та іншими цінними паперами з нефіксованим прибутком	Емітенти, які стикаються з труднощами погашення у встановлені строки боргових цінних паперів, а також емітенти, за якими банк має сумнів щодо повернення суми внеску до статутного капіталу в разі їх реорганізації	Емітенти, які стикаються з труднощами погашення у встановлені строки боргових цінних паперів, а також емітенти, за якими банк має сумнів щодо повернення суми внеску до статутного капіталу в разі їх реорганізації	Емітенти, які виявилися неспроможні у встановлені строки погасити боргові цінні папери, а також емітенти, щодо яких банк не зможе повернути суми внеску до статутного капіталу в разі їх реорганізації	Емітенти, які виявилися неспроможні у встановлені строки погасити боргові цінні папери, а також емітенти, щодо яких банк не зможе повернути суми внеску до статутного капіталу в разі їх реорганізації	Емітенти, придбані боргові цінні папери яких практично неможливо погасити (однак можуть бути погашені за рішенням суду або після санації); емітенти акцій та інших цінних паперів із нефіксованим прибутком, за якими банк не лише може не повернути свою частку в статутному капіталі, а й стати правонаступником деяких боргових зобов'язань

Банк під час визначення значення коефіцієнта ймовірності дефолту боржника-емітента цінних паперів у межах встановленого діапазону та згідно з методикою банку щодо визначення значення *PD* ураховує також поточну вартість цінного папера, наявну інформацію про обіг цінного папера на фондовому ринку, податкову та статистичну звітність боржника-емітента цінних паперів, інші події та обставини, що можуть свідчити про припинення виконання боржником своїх зобов'язань.

Якщо умовами емісії (випуску) цінних паперів передбачено забезпечення їх погашення у вигляді гарантій Кабінету Міністрів України, то за часткою вартості цінних паперів, покритих таким забезпеченням, визначається коефіцієнт імовірності дефолту боржника, що є емітентом цінних паперів, «0» з віднесенням такого боржника до класу 1.

11.3. Управління банківськими ризиками в процесі фінансового інвестування

Банкам у процесі інвестування притаманні ті ж самі ризики, під які підпадають інші інституційні інвестори.

В Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні, затвердженою Постановою Правління НБУ від 28.08.2001 № 368, зазначено, що ризики в банківській діяльності впливають із специфіки банківських операцій, що здійснюються в умовах ринкових відносин, та означають імовірність одержання доходів, менших від очікуваних, зниження вартості активів. Підвищені банківські ризики призводять до значних фінансових утрат і, як наслідок, до банкрутства банків.

Механізми регулювання банківських ризиків діють не ізольовано і перебувають у складній взаємодії між собою. На практиці визначальну роль у регулюванні *системного ризику* відіграють механізми, що діють на рівні держави і галузі (макрорівні).

На *макрорівні* механізми регулювання розробляються і приймаються вищими органами державної влади відповідно до основних принципів побудови банківської системи. До засадових

принципів регулювання системного ризику в банківській сфері відносять:

1) обмеження на склад банківських портфелів (розмежування операцій універсальних та інвестиційних банків у рамках так званої «комерційної» банківської системи, норми обов'язкового резервування коштів тощо);

2) державне гарантування (страхування) вкладів фізичних і юридичних осіб у банках;

3) відповідальність власників банку за його зобов'язаннями;

4) обмеження на входження в галузь, розширення, злиття та поглинання;

5) обмеження на максимальні розміри депозитних ставок і комісійних.

На *мезорівні* (рівні банківської системи) основними інструментами регулювання банківських ризиків є нормативні акти органів державного нагляду (НБУ), а також положення і стандарти, розроблені і узгоджені самими учасниками галузі (наприклад, у рамках саморегулювних організацій). Органи державного нагляду, як правило, погоджують свою діяльність з міжнародними структурами, до яких належить, наприклад, Базельський комітет з банківського регулювання та нагляду. На мезорівні основними інституційними механізмами регулювання банківських ризиків вважаються:

6) мінімальний розмір капіталу для банків, що створюються, вимоги до складу і нормативів достатності банківського капіталу;

7) нормативи ліквідності банківського балансу і концентрація портфеля позик;

8) пруденційний контроль регулюючих органів за виконанням обов'язкових нормативів, верифікація банківських моделей оцінки ризику, правила і процедури ліквідації банків тощо;

9) вимоги щодо оприлюднення інформації про фінансовий стан і ризик банку;

10) кількісні оцінки банківських ризиків, методи їх розрахунку і/або нормативні вимоги до методик, що використовуються банком;

11) стандарти організації і діяльності служб внутрішнього контролю і управління ризиками, рекомендовані органами нагляду.

На *мікрорівні* (рівні окремого банку) на додаток до перерахованих вище зовнішніх обмежень можуть використовуватися і власні внутрішні механізми управління ризиками. Ці механізми є загальноприйнятими в галузі методами і моделями оцінки і контролю за ризиками, але їх вибір і застосування визначається самими банками. До найбільш розповсюджених механізмів управління банківськими ризиками на мікрорівні належать:

12) методики оцінки кредитоспроможності позичальника і внутрішні моделі оцінки кредитного ризику позичкових портфелів;

13) стратегії обмеження ринкового, кредитного, операційного та інших видів ризику (лімітування, хеджування, внутрішній контроль тощо).

Система державного регулювання ризиків банківської діяльності в розвинених країнах Заходу, що склалася в результаті тривалої еволюції, базується на трьох фундаментальних механізмах: 1) мінімальних нормативах достатності банківського капіталу; 2) державному страхуванні депозитів; 3) обмеженої відповідальності акціонерів банків за зобов'язаннями перед кредиторами.

Достатність банківського капіталу є основним базовим інструментом регулювання, що застосовується з метою зниження вірогідності банкрутства банку і, як наслідок, – підвищення фінансової стійкості системи в цілому.

У більшості коментарів, що присвячені останнім фінансовим кризам, в першу чергу згадується банківський капітал. Вважається, що не останньою причиною цих криз (як в Україні, так і на Заході) були прорахунки з боку органів нагляду, які своєчасно не відслідкували появу нових ризиків у банківській діяльності і не передбачили введення більш жорстких вимог до розміру достатності капіталу банків.

З початку 1980-х рр. проблеми достатності банківського капіталу і методології її оцінки стали предметом жвавих дискусій у міжнародних фінансових організаціях. Інтерес органів державного

регулювання до капіталу банку є очевидним в зв'язку з тим, що саме капітал виконує функцію захисту вкладників від різних втрат. Розмір капіталу є ключовим фактором довіри вкладників і клієнтів до спроможності банку компенсувати збитки. У результаті цього було висунуто концепцію мінімального рівня достатності капіталу, який є джерелом компенсації збитків і механізмом стримання морального ризику.

Проблема полягала в розробці загальних критеріїв достатності капіталу, прийнятних для різних суб'єктів банківського співтовариства незалежно від країни. У червні 1988 р. країнами Групи 10 було прийнято розроблений Базельським комітетом з банківського регулювання та нагляду (*Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices*) загальний підхід до оцінки достатності капіталу банків, який став відомим як **Базельська угода з капіталу 1988 р.** (*Basle Capital Accord*). Сьогодні до Базельської угоди з капіталу приєдналося більше 100 країн, зокрема і Україна.

Так, відповідно до Постанови НБУ «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28.08.2001 № 368, одним із найважливіших показників діяльності банків є **регулятивний капітал**, основним призначенням якого є покриття негативних наслідків різноманітних ризиків, які банки беруть на себе в процесі своєї діяльності, та забезпечення захисту вкладів, фінансової стійкості й стабільності діяльності банків. Як зазначалося вище, ризики в банківській діяльності впливають із специфіки банківських операцій, що здійснюються в умовах ринкових відносин, та означають імовірність одержання доходів, менших від очікуваних, зниження вартості активів.

Банки з метою визначення реального розміру регулятивного капіталу з урахуванням ризиків у своїй діяльності зобов'язані постійно оцінювати якість активних банківських операцій (здійснювати їх класифікацію), а також визначати розмір кредитного ризику відповідно до Постанови НБУ «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями» від 30.06.2016 № 351.

Відповідно до Базельської угоди з капіталу регулятивний капітал українського банку складається з основного (1-го рівня) капіталу та додаткового (2-го рівня) капіталу.

Основний капітал вважається незмінним і таким, що не підлягає передаванню, перерозподілу та повинен повністю покривати поточні збитки. Він складається з таких елементів:

- а) фактично сплачений зареєстрований статутний капітал;
- б) додаткові внески акціонерів у статутний капітал;
- в) фінансова допомога акціонерів банку;
- г) прибуток, спрямований на збільшення статутного капіталу;
- г) розкриті резерви – резерви і фонди, створені або збільшені за рахунок нерозподіленого прибутку та оприлюднені у фінансовій звітності банку:

- емісійні різниці. *Емісійні різниці (емісійний дохід)* – сума перевищення надходжень, отриманих емітентом від емісії (випуску) власних акцій (інших корпоративних прав), над номінальною вартістю таких акцій (інших корпоративних прав) (під час їх первинного розміщення);

- резервні фонди, що створюються згідно із законами України;

- загальні резерви, що створюються під невизначений ризик під час проведення банківської діяльності;

- інші фонди банку.

Ці складові частини включаються до капіталу 1-го рівня лише за умови, що вони відповідають таким критеріям:

- відрахування до резервів і фондів здійснено з прибутку після оподаткування або з прибутку до оподаткування, скоригованого на всі потенційні податкові зобов'язання;

- призначення резервів та фондів і рух коштів по цих резервах і фондах окремо розкрито в оприлюднених звітах банку;

- фонди мають бути в розпорядженні банку з метою необмеженого і негайного їх використання для покриття збитків;

- будь-яке покриття збитків за рахунок резервів та фондів проводиться лише через рахунок прибутків та збитків;

- д) капітальний інструмент з умовами списання/конверсії;

е) загальний розмір основного капіталу визначається з урахуванням розміру очікуваних (можливих) збитків за невиконаннями зобов'язаннями будь-якої фізичної чи юридичної особи як резидента, так і нерезидента, яка має з банком відносини фінансового характеру та зменшується на суму:

- нематеріальних активів за мінусом суми амортизації;
- капітальних вкладень у нематеріальні активи;
- активів з права користування, базовими активами яких є нематеріальні активи, за мінусом суми амортизації;
- збитків минулих років;
- збитків поточного року;
- збитків від операцій з акціонерами, що отримані після 4 червня 2016 року.

Додатковий капітал (капітал 2-го рівня) має менш постійний характер та його розмір піддається змінам. Він складається з елементів:

а) результат переоцінки основних засобів, що включався до суми регулятивного капіталу банків за станом на 31.12.2010;

б) результат поточного та звітного року (прибуток), що зменшений на суму: нарахованих доходів, неотриманих понад 30 днів із дати їх нарахування, строк сплати яких не минув (крім доходів за цінними паперами, які віднесені до I групи активів зі ступенем ризику 0 відсотків згідно з вимогами цієї Інструкції, та доходів за фінансовими активами, на розмір балансової вартості яких зменшується розмір регулятивного капіталу відповідно до вимог п. 1.8 глави 1 розділу II цієї Інструкції), зменшених на суму сформованих резервів, уцінки фінансових активів, які обліковуються за справедливою вартістю з визнанням переоцінки через прибутки/збитки, очікуваних кредитних збитків, відображених за рахунками дисконтів, та збільшених на суму дооцінки фінансових активів, які обліковуються за справедливою вартістю з визнанням переоцінки через прибутки/збитки, в частині, що належать до таких нарахованих доходів;

нарахованих доходів, строк сплати яких згідно з договором минув, зменшених на суму сформованих резервів, уцінки фінансових

активів, які обліковуються за справедливою вартістю з визнанням переоцінки через прибутки/збитки, очікуваних кредитних збитків, відображених за рахунками дисконтів, та збільшених на суму дооцінки фінансових активів, які обліковуються за справедливою вартістю з визнанням переоцінки через прибутки/збитки, в частині, що належать до таких нарахованих доходів.

в) субординований борг, що враховується до капіталу (субординований капітал);

г) нерозподілений прибуток минулих років;

г) капітальний інструмент з умовами списання/конверсії, який включається до додаткового капіталу.

Субординований борг – це звичайні не забезпечені банком боргові капітальні інструменти (складові елементи капіталу), які, відповідно до договору, не можуть бути взяті з банку раніше п'яти років, а у випадку банкрутства чи ліквідації повертаються інвестору після погашення претензій усіх інших кредиторів.

Мінімальний розмір регулятивного капіталу банку (Н1), що отримав банківську ліцензію після 11 липня 2014 року, має становити 500 млн грн. При цьому мінімальний розмір регулятивного капіталу банку (Н1), що отримав банківську ліцензію до 11 липня 2014 року, має становити: а) 120 млн грн – до 17 червня 2016 року; б) 200 млн грн – з 11 липня 2017 року; в) 300 млн грн – з 11 липня 2020 року; г) 400 млн грн – з 11 липня 2022 року; д) 500 млн грн – з 11 липня 2024 року.

НБУ, залежно від економічного становища країни, стану світових фінансово-кредитних і валютних ринків та відповідно до змін курсу національної валюти, може переглядати мінімальний розмір регулятивного капіталу. У разі значного підвищення значення нормативу мінімального розміру регулятивного капіталу для банків встановлюється перехідний період для нарощування капіталу згідно з розробленими банками програмами капіталізації.

Вітчизняні банки, відповідно до Постанови НБУ «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28.08.2001 № 368, повинні розраховувати норматив достатності (адекватності) регулятивного капіталу (Н2),

Розділ 11. Управління активами банків

який відображає здатність банку своєчасно і в повному обсязі розраховуватися за своїми зобов'язаннями, що впливають із торговельних, кредитних або інших операцій грошового характеру. Зі збільшенням значення показника адекватності регулятивного капіталу збільшується частка ризику, що її приймають власники банку, і навпаки, із зниженням значення цього показника збільшується частка ризику, що її приймають на себе кредитори/вкладники банку. Для розрахунку адекватності регулятивного капіталу банку його активи поділяються на групи за ступенем ризику та підсумовуються з урахуванням відповідних коефіцієнтів зваження (табл. 11.5).

Таблиця 11.5

Розподіл активів банку на групи ризику

Група, ризик	Активи
1	2
I група 0 %	готівкові кошти; банківські метали; активи за операціями з НБУ; боргові цінні папери органів державної влади; активи за операціями з Міжнародним банком реконструкції та розвитку, Європейським банком реконструкції та розвитку, Міжнародною фінансовою корпорацією; активи, які забезпечені гарантією КМУ, наданою відповідно до закону про Державний бюджет України на відповідний рік, у порядку, передбаченому Бюджетним кодексом України (облігації Державної іпотечної установи та боргові цінні папери підприємств, розміщення яких здійснюється під державні гарантії; кредити, надані органам державної влади та суб'єктам господарювання під державні гарантії, кредити, надані головним розпорядникам коштів державного бюджету та головним розпорядникам коштів місцевих бюджетів під державні гарантії, для здійснення капітальних видатків); цінні папери, емітовані центральними органами виконавчої влади інших країн, що мають рейтинг не нижче AA-, підтверджений Standard & Poor's, або аналогічний рейтинг Moody's Investors Service та Fitch IBCA; зобов'язання з кредитування, які надані клієнтам та за якими банк не бере на себе ризик; валюта та банківські метали до отримання за купленими опціонними контрактами з метою хеджування;

1	2
	нараховані доходи, строк сплати яких, згідно з договором, не минув, за активами, що віднесені до цієї групи активів
II група 10 %	кредити, що надані органам державної влади нараховані доходи, строк сплати яких, згідно з договором, не минув, за кредитами, що надані органам державної влади
III група 20 %	боргові цінні папери органів місцевого самоврядування; кошти до запитання, що розміщені в банку, який має офіційний кредитний рейтинг, не нижчий, ніж інвестиційний клас; депозити овернайт та інші короткострокові депозити, що розміщені в банку, який має офіційний кредитний рейтинг, не нижчий, ніж інвестиційний клас; кредити овердрафт, овернайт та інші короткострокові кредити, що розміщені в банку, який має офіційний кредитний рейтинг, не нижчий, ніж інвестиційний клас; боргові цінні папери, випущені банками, небанківськими фінансовими установами та нефінансовими підприємствами, що рефінансуються Національним банком; валюта та банківські метали до отримання за операціями спот з банком-контрагентом, який має офіційний кредитний рейтинг, не нижчий, ніж інвестиційний клас; нараховані доходи, строк сплати яких, згідно з договором, не минув, за активами, що віднесені до цієї групи активів
IV група 35 %	іпотечні кредити, що надані фізичним особам та включаються до складу іпотечного покриття, яке відповідає вимогам законодавства України, за іпотечними облігаціями, емітованими фінансовою установою, більше ніж 50 % корпоративних прав якої належить державі та/або державним банкам, за умови наявності документального підтвердження спроможності позичальника погашати борг грошовими коштами, джерела походження яких не пов'язані із заставою, уключаючи нараховані доходи за такими кредитами, строк сплати яких, згідно з договором, не минув
V група 50 %	кошти до запитання в інших банках, що не належать до інвестиційного класу; депозити овернайт, які розміщені в інших банках, що не належать до інвестиційного класу; кредити, що надані органам місцевого самоврядування; гарантійні депозити в інших банках (покриті); зобов'язання з кредитування, які надані банкам; валюта та банківські метали до отримання за форвардними та ф'ючерсними контрактами; активи до одержання; валюта та банківські метали до отримання за операціями спот з банком-контрагентом, що не належить до інвестиційного класу;

Розділ 11. Управління активами банків

Продовження таблиці 11.5

1	2
	<p>кредити овернайт, які надані іншим банкам, що не належать до інвестиційного класу;</p> <p>валюта та банківські метали до отримання за іншими опціонними контрактами;</p> <p>витрати майбутніх періодів, які хеджовані;</p> <p>іпотечні кредити, що надані фізичним особам у національній валюті та повністю забезпечені заставою нерухомого майна житлового призначення, яке належить позичальнику на праві власності та є вільним від будь-яких обмежень речових прав на нерухоме майно;</p> <p>іпотечні облігації, емітовані фінансовою установою, більше ніж 50 % корпоративних прав якої належить державі та/або державним банкам;</p> <p>нараховані доходи, строк сплати яких, згідно з договором, не минув, за активами, що віднесені до цієї групи активів</p>
<p>VI група 100 %</p>	<p>короткострокові вклади (депозити), що розміщені в інших банках, які не належать до інвестиційного класу;</p> <p>довгострокові вклади (депозити), що розміщені в інших банках;</p> <p>гарантійні депозити в інших банках (непокріті);</p> <p>кредити овердрафт, кошти за операціями репо та інші короткострокові кредити, які надані іншим банкам, що не належать до інвестиційного класу;</p> <p>довгострокові кредити, що надані іншим банкам;</p> <p>фінансовий лізинг (оренда), що наданий іншим банкам;</p> <p>кредити, що надані суб'єктам господарювання;</p> <p>дебіторська заборгованість за операціями з банками та за операціями з клієнтами банків;</p> <p>транзитний рахунок за операціями, здійсненими платіжними картками через банкомат;</p> <p>кредити, які надані фізичним особам;</p> <p>акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком;</p> <p>боргові цінні папери, випущені банками, небанківськими фінансовими установами та нефінансовими підприємствами;</p> <p>запаси матеріальних цінностей;</p> <p>основні засоби;</p> <p>активи з права користування, базовими активами яких є матеріальні активи;</p> <p>інші активи банку;</p> <p>зобов'язання за всіма видами гарантій (акцептами, аваліями);</p> <p>непокріті акредитиви;</p> <p>цінні папери до отримання за операціями андеррайтингу;</p> <p>інші зобов'язання, що надані клієнтам;</p> <p>нараховані доходи за активами, що віднесені до цієї групи активів, у тому числі строк сплати яких, згідно з договором, минув;</p> <p>заборгованість за активами, у тому числі за нарахованими доходами за ними, що визначені у підпунктах «а» – «г» п. 1.3 гл. 1 розділу IV Інструкції, строк сплати за якою, згідно з договором, минув</p>

Нормативне значення нормативу Н2 діючих банків має бути не менше ніж 10 %. Для банків, що розпочинають банківську діяльність, цей норматив має становити: протягом перших 12 місяців діяльності (з дня отримання ліцензії) – не менше ніж 15 %; протягом наступних 12 місяців – не менше ніж 12 %; надалі – не менше ніж 10 %.

Сьогодні широке використання банками на міжнародних фінансових ринках власних моделей розрахунку ринкових ризиків зробило можливим перехід від традиційного, жорсткого регулювання до принципово нового, «стимулюючого» (*incentive-compatible*) підходу до регулювання банківських ризиків. У зв'язку з цим Базельським комітетом було запропоновано нову методику розрахунку розміру капіталу, що резервується проти можливих втрат внаслідок ринкового ризику, який одержав назву «підходу на основі внутрішніх моделей». Згодом було прийнято «Доповнення до Базельської угоди з капіталу з метою включення в нього ринкових ризиків».

Ринковий ризик визначається як ризик збитків за балансовими і забалансовими позиціями, що виникають внаслідок коливань ринкових цін. Цей ризик включає: 1) процентний і фондовий ризик за інструментами, що розміщені в торговому портфелі банку; 2) валютний і товарний ризик за всіма операціями банку; 3) ринковий ризик за всіма опціонами, що розміщені в торговому портфелі банку.

Для оцінки ринкових ризиків з метою розрахунку мінімального розміру капіталу банки мають можливість вибрати (за умови схвалення з боку національного регулюючого органу) стандартний підхід або підхід на основі внутрішніх моделей банку.

Стандартний підхід (*standardised approach*) базується на використанні жорстких оціночних меж і застосовується всіма банками «за замовчуванням». Стандартна методика використовує відокремлену оцінку специфічного і сукупного ринкового ризику. **Специфічний ринковий ризик** (*specific risk*) – це ризик втрат від коливання ціни конкретного фінансового інструмента, яка залежить від емітента даного інструмента, включає ризик події

(наприклад ризик дефолту емітента тощо). На відміну від специфічного *сукупний ринковий ризик* (*general market risk*) обумовлений коливаннями фінансового ринку в цілому і відображує коливання вартості портфеля як єдиного інструмента.

Крім того, існують інші різновиди ринкового ризику:

- для процентних інструментів: *базисний ризик* (*basis risk*) – ризик зміни в майбутньому поточного співвідношення між подібними, але не ідентичними інструментами або індикаторами ринку (курсами акцій, товарів, процентними ставками тощо); *ризик розривів строкової структури* (*gap risk*) – ризик зменшення чистого процентного доходу внаслідок незбалансованості чутливих до коливань процентної ставки активів і пасивів банку;

- для інструментів на основі індексів акцій: *ризик виконання угоди* (*execution risk*) – ризик того, що ця угода не може бути виконана в умовах поточної кон'юнктури ринку (без участі фінансового посередника, який гарантує виконання операцій);

- для товарних інструментів: *ризик коливання спот-цін* (*directional risk*); *процентний ризик* (*interest rate risk*) – ризик коливання вартості підтримки інвестиційної позиції за строковими фінансовими інструментами; *ризик розриву форвардних цін* (*forward gap risk*) – ризик зміни форвардної ціни через дію інших факторів, ніж зміна процентних ставок;

- для опціонів – дельта-, гама- і вега-ризик.

Процентний ризик (*interest rate risk*) – це можливість втрат за борговими цінними паперами та іншими пов'язаними з процентною ставкою інструментами, що належать до торгового портфеля банку.

Фондовий ризик (*equity risk*) – це ризик коливання вартості позиції за акціями і та їх похідними, що розміщені в торговому портфелі банку.

Мінімальний розмір капіталу на покриття фондового ризику виражається у вигляді двох окремо розрахованих складових: специфічного ризику, пов'язаного з позиціями за конкретними акціями, і сукупного ринкового ризику, що виникає в результаті коливання ринку в цілому. Вимоги до капіталу на покриття

специфічного ризику дорівнюють 8 % від суми абсолютних значень усіх довгих і коротких позицій за фондовим інструментом (однак, якщо, на думку органу нагляду, портфель фондових інструментів ліквідний і добре диверсифікований, то до нього може бути застосований показник 4 %).

Для похідних на фондові індекси встановлюється додаткова вимога до капіталу в розмірі 2 % від величини чистої відкритої позиції, призначеної для покриття ризику виконання угоди.

Валютний ризик (*currency risk*) – це ризик коливання вартості позицій в іноземних валютах, включаючи золото. На відміну від процентного і фондового ризиків валютний ризик розраховується по банку в цілому (як для торгового, так і для банківського портфеля).

Товарний ризик (*commodity risk*) – це ризик коливання вартості позицій за контрактами на товари (фізичні продукти, якими торгують на вторинному ринку), включаючи дорогоцінні метали, крім золота. Цей ризик носить більш складний і мінливий характер, ніж валютний і процентний ризики через більш високу волатильність і меншу ліквідність товарного ринку.

У зв'язку з труднощами оцінки **ризиків операцій з опціонами** Базельський комітет дозволив банкам за погодженням національних наглядових органів застосовувати кілька альтернативних підходів до розрахунку розміру капіталу, що резервується проти позицій по опціонах.

Головними перевагами стандартного підходу до розрахунку ринкового ризику є його простота і універсальність, оскільки він може бути як застосований до банків, так і до небанківських фінансових установ незалежно від типу і ступеня розвитку фінансово-кредитної системи.

Разом з тим стандартний підхід обмежує можливості банків з оперативного управління ризиками через занадто спрощену схему, яка не враховує наявні у банків переваги в інформації і технологіях управління ризиком, а також надає можливість окремим банкам до маніпуляції показниками і зниженню розміру капіталу.

Підхід на основі внутрішніх моделей банків (internal models approach). На рубежі 90-х років у ризик-менеджменті відбулася суттєва перебудова— істинна революція, пов'язана з появою концепції *Value-at-Risk (VaR)* — *ризової вартості*. За останні декілька років *VaR* став одним із найбільш популярних методів управління і контролю ризику в різноманітних компаніях, що можна пояснити, по-перше, винаходом у 1994 р. американською інвестиційною компанією *J. P. Morgan* системи оцінювання ризику *Riskmetrics* і вільним використанням бази даних для цієї системи усіма учасниками ринку капіталу, а, по-друге, інвестиційним «кліматом», що створився в кінці 90-х рр. і був пов'язаний з величезними втратами, яких зазнали фінансові інститути, що оперували на ринках похідних цінних паперів.

Історично метод оцінки ризику, заснований на *VaR*, вперше був рекомендований Групою тридцяти (*The Global Derivatives study Group, G30*) у 1993 р. У тому самому році директива Євро-союзу ЕЕС 6-93 зобов'язала розраховувати резерви капіталу для покриття ринкових ризиків з використанням моделей *VaR*. У 1994 р. *The Bank of International Settlements* рекомендував банкам розкривати свої значення *VaR*, а у 1995 р. Базельський комітет запропонував використовувати власні моделі оцінки резервного капіталу *VaR*.

Визначення *VaR* передбачає значення функції розподілу дохідності портфеля за обраний інтервал часу. Якщо стандартне відхилення як ступінь ризику визначає ширину щільності розподілу дохідності портфеля, то *VaR* визначає конкретне значення втрат у вартості портфеля, що відповідає заданій вазі хвоста розподілу. *VaR* — це міра максимально можливої потенційної зміни ціни фінансового інструмента із заданою імовірністю і за даний проміжок часу. *VaR* відповідає на питання: як багато можна втратити з імовірністю $x\%$ за певний проміжок часу. Як правило, рівень ймовірності дорівнює 95–99 %, а щодо часових горизонтів, які перевищують один день, припускають, що дисперсія змін цін пропорційна тривалості прогнозованих горизонтів.

В основі розрахунку VaR лежить визначення одноденної мінливості (волатильності) фінансових інструментів, тобто того, наскільки за день можуть змінюватися їх курси. Здебільшого за міру одноденної мінливості обирається середньоквадратичне відхилення в процентах, що може бути розраховане на основі історичних даних. Для часових горизонтів, що перевищують один день, припускають, що волатильність пропорційна тривалості часового горизонту прогнозування, що дає змогу отримати оцінку курсового ризику на визначену перспективу шляхом масштабування одноденної величини VaR .

VaR з часовим горизонтом T -днів і довірчим інтервалом $x\%$ може бути розрахований за формулою:

$$VaR = k_x \times \sigma \times \sqrt{T}, \quad (11.1)$$

де k_x – коригувальний коефіцієнт (квантиль), що показує положення значення випадкової величини (симетрично в обох хвостах розподілу) відносно середнього, вираженого у кількості середньоквадратичних відхилень. Так, для найчастіше використовуваних значень довірчого інтервалу в 95 та 99 % відповідні квантілі будуть дорівнювати 1,65 і 2,33 середньоквадратичних відхилень; σ – одноденна волатильність фінансового інструменту в процентах.

Слід зазначити, що така оцінка є прийнятною лише для порівняно невеликих інтервалів часу (не більше 10–15 днів), при цьому її точність падає із збільшенням часового горизонту.

Підхід на основі внутрішніх моделей дає можливість банкам з дозволу органу нагляду використовувати власні моделі кількісної оцінки ринкового ризику для визначення розміру капіталу, який резервується, за єдиною для всіх банків методикою. У свою чергу, орган нагляду встановлює певні якісні (для банку в цілому) і кількісні (для застосованої моделі) критерії, обов'язкові для виконання банками.

Якісні критерії регламентують організаційні і процедурні аспекти ризик-менеджменту в банку. З цією метою в банку створюється незалежний підрозділ контролю за ризиками, до функцій

якого входить розробка і впровадження системи ризик-менеджменту, підготовка щоденних звітів про рівень ринкового ризику і рекомендації щодо позиційних лімітів для вищого керівництва банку.

Розроблена цим підрозділом документація повинна давати уявлення про основні принципи ризик-менеджменту, містити обґрунтування емпіричних методів, що використовуються для оцінки ринкових ризиків.

Внутрішня *VaR*-модель має застосовуватися не тільки для регулярного розрахунку розміру капіталу, що резервується проти ринкового ризику, але і як метод управління всім процесом ризик-менеджменту в банку. Вихідні дані моделі повинні реально використовуватися в процесі щоденного аналізу і контролю за ринковими ризиками, зокрема при встановленні торговельних лімітів.

Як обов'язкове доповнення до щоденної оцінки ринкових ризиків за допомогою внутрішніх моделей банку проводиться перевірка на стійкість до екстремальних змін ринкової кон'юнктури – *стрес-тестування* (*stress testing*). Сценарії, які використовуються для нього, повинні охоплювати всі види ризику (ринковий, кредитний, ліквідності). Банки, які використовують підхід на основі внутрішніх моделей, повинні надавати детальну інформацію про результати і методику стрес-тестування, зокрема про метод ідентифікації і формалізації сценаріїв. Результати стрес-тестування обов'язково повинні аналізуватися вищим керівництвом банку і враховуватися при розробці відділом ризик-менеджменту політики з управління ризиками і лімітами, що затверджується радою директорів банку.

Відділ ризик-менеджменту повинен регулярно *проводити верифікацію внутрішньої моделі банку за історичними даними* (*backtesting*), яка включає аналіз відхилень прогностичних оцінок ризику від фактичних змін вартості портфеля за тривалий період часу в минулому.

Нарешті, не рідше одного разу на рік банк має проводити комплексну перевірку всієї системи ризик-менеджменту в складі регулярного внутрішнього аудиту.

Кількісні критерії задають основні параметри *VaR*-моделі. Кількість факторів ринкового ризику, що враховуються моделлю, має бути достатньою для точної оцінки ризику за балансовим і забалансовим торговим позиціям, зокрема:

- для процентних інструментів система повинна моделювати криву дохідності по кожній валюті, при цьому кількість факторів ризику не повинна бути менше шести. Крім того, система ризик-менеджменту повинна включати окремі фактори ризику для врахування ризику спреду (наприклад, між облігаціями і свопами);

- для фондових інструментів система повинна включати фактори ризику, що відповідають, як мінімум, кожному національному фондовому індексу або, як максимум, волатильності кожної окремої акції;

- для опціонів модель повинна враховувати їх нелінійні цінові характеристики і включати фактори ризику, які відображають волатильність цін і процентних ставок базисних активів; при цьому банки, які мають більші і /або складні портфелі опціонів, повинні оцінювати волатильність базисних активів окремо за різними часовими інтервалами.

Показник *VaR* повинен розраховуватися відділом ризик-менеджменту банку щодня з мінімальним горизонтом прогнозування у 10 днів, довірчим інтервалом у 99 % і глибиною ретроспективи (обсягом вибірки історичних даних) не менше 250 днів торгів, тобто близько одного року.

За всіма факторами ринкового ризику вибірка історичних даних повинна поновлюватися щоквартально і обов'язково переглядатися кожного разу, коли спостерігаються значні коливання ринкових цін. Наглядовий орган може вимагати від банку розраховувати показник *VaR* і за коротший, ніж один рік, період спостережень, якщо, на його думку, це обґрунтовано стрімким зростанням волатильності ринку.

Щоденно *розмір капіталу, що резервується проти ринкового ризику (market risk capital – MRC)*, визначається як більше з двох значень: поточного значення *VaR* (тобто *VaR* попереднього

дня торгів) або середньоарифметичного щоденного значення VaR за попередні 6 днів торгів, помножене на певний множник k . Тобто щоденний розмір капіталу MRC визначається за формулою:

$$MRC_t = \max \left[VaR_{t-1}; k \cdot \frac{1}{60} \sum_{i=t-1}^{t-60} VaR_i \right]; \quad (11.2)$$

$$k = k_{\min} + \delta.$$

Мінімальне значення цього множника дорівнює 3, однак наглядовий орган як санкції може встановити і більше його значення шляхом запровадження штрафної надбавки δ залежно від ступеня точності внутрішньої моделі банку за результатами верифікації (оцінки адекватності).

Верифікація внутрішньої моделі банку за історичними даними проводиться з метою перевірки її прогностичної точності і внесення необхідних змін. Вона здійснюється шляхом ретроспективного аналізу, що полягає в підрахунку частоти випадків перевищення фактичними щоденними збитками прогностичних значень VaR за тривалий період часу в минулому. Протягом усього періоду тестування моделі величина VaR повинна перевищувати понесені збитки з відносною частотою, яка задається довірчим інтервалом моделі. З метою стандартизації цієї процедури Базельський комітет рекомендує банкам щоквартально проводити оцінку точності внутрішніх моделей за вибіркою з попередніх 250 днів торгів з використанням довірчого інтервалу у 99 % і горизонту прогнозування в один день як нормативних параметрів розрахунку VaR .

Доцільність спеціальної верифікації моделі за історичними даними виникає через неспроможність банків використовувати для цієї цілі свої оцінки 10-денного VaR , які вони розраховують щодня з метою визначення розміру капіталу, що резервується. Порівняння прогностичної величини VaR , розрахованої на 10 днів, з фінансовим результатом за той самий період часу є некоректним через значні зміни в структурі портфеля, які можуть відбутися протягом цих 10 днів. Саме тому банк має заново розраховувати

величину *VaR* на кожний день з попередніх 250 днів торгів, але вже з горизонтом прогнозування в один день.

Використання внутрішніх моделей – це принципово новий підхід у розвитку «стимулюючого» регулювання банківських систем. З теоретичної точки зору це значний крок вперед у розв’язанні проблеми асиметрії інформації про ризик, яка є у управляючих банком і наглядового органу. На відміну від стандартного підходу останній не нав’язує банкам будь-яку єдину жорстку і надто спрощену схему розрахунку ринкового ризику, що не враховує ні особливостей торгових портфелів, ні досягнутий банками рівень технологій ризик-менеджменту. Оцінка ринкового ризику у вигляді показника *VaR* базується на реальній динаміці факторів ризику, враховує ефект диверсифікації і нівелює недосконалу корельованість цін різних активів, що надає банкам економічні стимули до використання найсучасніших методів оцінки ринкового ризику.

Водночас цей підхід не є універсальним як стандартний підхід, оскільки може застосовуватися тільки відносно банків, які мають власні моделі оцінки ринкового ризику. Розрахунок вимог до капіталу з урахуванням ступеня точності оцінок *VaR* робить необхідним верифікацію моделі, яка дорого коштує, що породжує умови для виникнення морального ризику з боку банків. Так, банк може використовувати дві моделі: одну – для наглядового органу, яка дозволяє мінімізувати вимоги до капіталу, а іншу – «для службового користування», дані якої будуть реально використовуватися для оцінки ризиків і управління портфелем. Ця можливість породжує у наглядового органу невпевненість в тому, що надана йому оцінка ризику банківського портфеля дійсно використовується керівництвом банку при прийнятті інвестиційних рішень, що, в свою чергу, вимагає посилення наглядового контролю за якістю моделей.

Результати свідчать, що у своєму нинішньому вигляді підхід на основі внутрішніх моделей може бути більш вигідним регулюючому органу, ніж самим банкам, оскільки навіть на розвиненому ринку цінних паперів цей підхід може бути більш консервативним з точки зору вимог до капіталу порівняно зі

стандартним підходом. Тим самим надання банкам більшої свободи в оцінці ризику в рамках підходу на основі внутрішніх моделей не означає автоматичного зниження «запасу стійкості» банківської системи, що виражається у величині наявного капіталу.

Через зазначені обставини Базельський комітет допускає *комбінований розрахунок* розміру капіталу, що резервується проти ринкового ризику, на основі внутрішньої моделі банку і стандартної методики шляхом простого додавання величин, отриманих різними методами за додержання банками таких умов:

1) банк, який застосовує одну або кілька моделей, не може потім самотійно повернутися до використання стандартної методики для розрахунку ринкового ризику;

2) для кожної групи факторів ризику (процентних ставок, валютних курсів, курсів акцій і цін товарів) розрахунок ринкового ризику повинен відбуватися тільки на основі будь-якого одного із запропонованих підходів, тобто в межах однієї і тієї ж категорії ризику об'єднання двох підходів виключається;

3) внутрішня модель банку повинна відповідати всім якісним і кількісним критеріям;

4) спільне використання різних підходів не повинно призвести до ігнорування будь-якого фактора ринкового ризику, тобто всі фактори ризику повинні бути враховані незалежно від використовуваного підходу: стандартної методики або внутрішньої моделі.

Загальною тенденцією останніх десятиріч у сфері державного регулювання банківського капіталу стає поступовий відхід від єдиних вимог до всіх банків на користь так званого «меню» альтернативних підходів, які різняться за ступенем складності, точністю оцінки ризику та економічної привабливості. Саме це було покладено у нову редакцію положень «Міжнародної конвергенції визначення капіталу та стандартів капіталу: нові підходи» («Базель II»), яка отримала назву «**Базель III**».

Згідно з рішенням Базельського комітету зміни до Базельських рекомендацій («Базель III») мали на меті такі основні цілі:

— зміцнити міжнародні нормативи з управління капіталом та ліквідністю для створення більш стійкого банківського сектору;

– покращити здатність банківського сектору долати наслідки фінансових та економічних криз і таким чином знизити ризик розповсюдження цих проблем з фінансового у реальний сектор економіки.

Хоча зміни, що внесені в «Міжнародну конвергенцію визначення капіталу та стандартів капіталу: нові підходи» не є кардинальними, але їх запровадження має інноваційний характер, який полягає в такому:

– зміна підходів до фінансового управління та ризик-менеджменту шляхом підвищення стандартів управління ризиками, ступеня інтеграції управління фінансами та ризиками банківських установ;

– забезпечення стабільної бази та необхідних резервів для протистояння всіляким ризикам та кризам;

– можливість формування більш повної, консолідованої картини бізнесу для акціонерів та менеджменту.

Щодо самих змін, то їх можна поділити на такі напрями:

1) підвищення якості та розміру капіталу – у документі суттєво посилюються вимоги до структури та якості капітальної бази банку для підвищення здатності банків поглинати збитки як при нормальному, так і при ліквідаційному сценарії, забезпечення антициклічними механізмами: пропонуються нові мінімальні вимоги до власного капіталу та капіталу першого рівня, нові вимоги до капіталу першого та другого рівнів, поступовий відхід від різноманітних гібридних інструментів, перелік можливих вирахувань з капітальної бази;

2) нові стандарти управління ліквідністю, підвищення покриття короткострокової ліквідності – «Базель III» визначає вимоги до ліквідності, стандарти ліквідності, мінімальні вимоги до ліквідності, систему моніторингових інструментів;

3) підвищення стабільного довгострокового фінансування – «Базель III» вводить коефіцієнт *Net Stable Funding Ratio (NSFR)* для стимулювання та мотивування банків на залучення стабільних джерел фінансування власних операцій, а також з метою зниження залежності від короткострокового фінансування;

4) повномасштабне охоплення ризиків та покриття ризиків – «Базель III» передбачає повне покриття ризиків, збільшуючи вимоги до капіталу на покриття ризиків, які недостатньо відображені у «Базелі II», передбачає збільшення вимог до торгових портфелів банків, сек'юритизаційних операцій та угод з похідними цінними паперами;

5) регулювання системних фінансових інститутів – «Базель III» вводить додаткові вимоги до рівня достатності капіталу системоутворюючих кредитних організацій для світової фінансової системи.

«Базель III» визначає конкретні строки запровадження розроблених ним новацій. Це можна пояснити тим, що розроблені Базельським комітетом нормативи перестають бути лише рекомендаціями для світової банківської спільноти, вони стають жорсткими вимогами до банківських установ, невиконання яких передбачає застосування жорстких санкцій з боку регуляторів.

11.4. Інвестиційні банки та напрями їх діяльності

Історія виникнення інвестиційних банків свідчить, що вони були започатковані від відомих інвестиційних будинків Європи, і більшість з них були філіями або дочірніми структурами європейських фірм. Перші американські інвестиційні банки суттєво відрізнялися від комерційних банківських установ, які являли собою корпорації, призначенням яких був виключно випуск банкнотів (грошей) і надання короткострокових комерційних кредитів. При цьому перші інвестиційні банки були організовані у формі товариств і, відповідно, не підпадали під норми державного регулювання, які застосовувалися до корпорацій. Вони належали на той час до категорії приватних банків, могли брати участь у будь-якому бажаному виді діяльності і мати свої відділення в будь-якому місці країни. Хоча інвестиційні банки і не мали права емісії банкнотів, вони могли приймати депозити, а також займатися торгівлею і розміщенням цінних паперів.

Золота ера інвестиційних банків настала після закінчення Громадянської війни у США, коли почали створюватися мережі залізниць для об'єднання всієї країни та створення необхідної інфраструктури для індустріалізації. На той час вони діяли як посередники між залізничними компаніями, які потребували великих капіталів для фінансування будівництва залізниць, під'їзних шляхів, мостів тощо, та інвесторами, які перебували переважно на Східному узбережжі і в Європі. Великі відстані між інвесторами та місцем реалізації інвестиційних проектів ускладнювало оцінку вартості цінних паперів, що пропонувалися. Репутація інвестиційних банків як об'єктивних оцінників цінних паперів зробила подібні угоди дієздатними.

З прискоренням індустріалізації США компанії почали емітувати і продавати свої цінні папери публічно, а вже випущені інструменти оберталися на організованих біржах. Попит на фінансові послуги привів до розвитку інвестиційних банківських фірм, які очолювали такі особистості, як *Джей Кук*, *Дж. Пірпонт Морган*, *Маркус Голдман* і *Соломон Лоеб*.

Діяльність інвестиційного банку стала досить прибутковою. Фірми винайшли безліч способів заробляти гроші: отримання комісійних за розміщення емісії; фінансове консультування; торгівля цінними паперами; зміна структури фондів, що розміщувалися клієнтами; проведення злиття і поглинання тощо. Комерційні банки, які мали право емісії банкнотів і надання короткострокових кредитів, незабаром почали таємно брати участь у широкому спектрі фінансових операцій, особливо в тих, що мали високу дохідність. З часом конкуренція між комерційними банками примусила США дозволити банкам, які володіли ліцензією штату, проводити інвестиційну діяльність.

Банки, які регулювалися органом нагляду за грошовим обігом, почали тиснути на нього з метою розширення своїх можливостей. Спочатку вони могли тільки брати участь у розміщенні і торгівлі тими цінними паперами, в які їм було дозволено вкладати свої кошти, в першу чергу папери федерального уряду та муніципальних органів влади. З часом конкуренція з боку банків

штатів, що розширили свої повноваження більш швидко, примусила органи нагляду надати національним банкам право участі в розміщенні і торгівлі акціями та облігаціями корпорацій. Врешті-решт національним банкам дозволили організовувати афілійовані компанії по роботі з цінними паперами за ліцензіями штатів, тобто займатися повноцінною інвестиційною діяльністю. Таким чином, до 1930 р. комерційні та інвестиційні банки були майже повністю інтегровані, а самі вони або їх афілійовані компанії розміщували більше 50 % всіх нових випусків облігацій.

У 30-х рр. XX ст. діяльність інвестиційних банківських фірм зазнала занепаду. У жовтні 1929 р. стався обвал фондового ринку на 12,8 %, що вважається початком Великої депресії (1929–1933 рр.), під час якої сукупний обсяг випуску цінних паперів скоротився на 30,5 % порівняно з початком 1929 р., а безробіття охопило більше 20 % працездатного населення. Більше 9 тис. комерційних банків оголосили про своє банкрутство. Країна та її фінансова система були розорені. З метою подолання кризи Конгрес прийняв ряд законодавчих документів, основними з яких були: Закон про цінні папери 1933 р., Закон про фондові біржі 1934 р. і, звичайно, Закон *Гласса-Стіголла* 1933 р. про регулювання банківської системи. Таким чином, після багатьох років діяльності в умовах мінімального регулювання фінансовий сектор економіки (індустрія цінних паперів і комерційні банки) став найбільш суворо регульованим сектором американської економіки.

Закон *Гласса-Стіголла* розділив комерційну та інвестиційну банківську діяльність, а саме:

- заборонив комерційним банкам брати участь у розміщенні або торгівлі (за власний рахунок) акціями, облігаціями та іншими цінними паперами. Виключення було зроблено для цінних паперів американського уряду, муніципальних облігацій, забезпечених гарантіями місцевих органів влади і органів влади штатів, а також для банківських цінних паперів, таких як депозитні сертифікати;

- визначив, що комерційні банки можуть купувати за власний рахунок тільки ті боргові зобов'язання, які отримали схвалення органів банківського нагляду;

– заборонив окремим особам і фірмам, які брали участь в інвестиційній банківській діяльності, одночасно бути задіяними у здійсненні діяльності комерційних банків.

Таким чином, банки повинні були обрати один з двох видів діяльності на вибір, але не два напрями одночасно.

Як було зазначено вище, семидесятирічна практика застосування Закону *Гласса-Стіголла* виявила низку протиріч між інвестиційними і комерційними банками на фінансовому ринку. Ізоляція будь-якого банківського інституту від ринку цінних паперів виявилася безперспективною. Поступово межа між комерційними та інвестиційними банками стирається. Провести чітку різницю стає все далі важче. Не тільки інвестиційні банки все більше займаються операціями, що належать до сфери діяльності комерційних банків (наприклад, *Goldman Sachs* і *Merrill Lynch* створили власні банківські підрозділи), але й останні розуміють перспективу втрати найбільш престижних і вигідних клієнтів і готуються дати бій інвестиційним банкам на їх полі.

Інвестиційні банки, на відміну від комерційних банків, не обмежені у напрямках своєї діяльності. Основні з них такі.

1. Виведення на ринок нових випусків боргових зобов'язань та акцій приватних фірм і урядових органів. Новий випуск акцій або облігацій носить назву первинного розміщення. Якщо компанія ніколи раніше не пропонувала свої цінні папери до публічного продажу, то таке первинне розміщення називається нерегулярним (первинною публічною пропозицією (*initial public offering, IPO*)), а якщо вона вже має акції, що обертаються на ринку, то це регулярне розміщення.

Розміщення цінних паперів може відбуватися у формі публічної пропозиції або приватного розміщення. Якщо компанія вирішила випустити папери на ринок, використовуючи публічне розміщення, вона має вирішити, чи буде цей випуск реалізований на умовах *гарантованого розміщення*, або його реалізація буде будуватися за *принципом найкращих зусиль*. За умовами у випадку гарантованого розміщення емісії інвестиційний банкір дасть гарантію, що емітент отримає фіксовану суму грошей незалежно

від того, чи вдасться продати всю кількість цінних паперів чи ні. У випадку використання принципу найкращих зусиль інвестиційний банкір не дає подібної гарантії, а замість цього тільки обіцяє прикласти всі можливі зі свого боку зусилля для розміщення емісії. Він не бере на себе ніякого ризику, пов'язаного з розміщенням, а його винагорода визначається залежно від кількості проданих цінних паперів. Таким чином, більшість компаній-емітентів віддають перевагу укладанню договорів про гарантоване розміщення з тим, щоб реальне рішення про характер розміщення емісії лягло на інвестиційний банк. У результаті тільки невеликі і найменш ризиковані випуски розміщуються відповідно до принципу найкращих зусиль.

Інше рішення, яке повинна прийняти корпорація, що має намір здійснити гарантоване розміщення своїх цінних паперів, полягає в тому, щоб визначити, чи слід використовувати для отримання послуг інвестиційного банку *конкурентну заявку*, коли емітент публічно оголошує про свій намір продати цінні папери і збирає пропозиції від різних інвестиційних банківських установ. Альтернативою цьому є прямі договори з одним-єдиним інвестиційним банком. На практиці всі корпорації, які мають реальний вибір (у деяких країнах конкурентна заявка є обов'язковою за законом), обирають шлях договірної пропозиції.

Вибір договірної пропозиції можна пояснити тим, що інвестиційні банкіри повинні інвестувати кошти в проведення ознайомих перевірок потенційних емітентів цінних паперів, тобто вони мають ретельно проаналізувати всю необхідну інформацію про емітента перед тим, як продати його цінні папери. В іншому разі банк як гарант розміщення може бути визнаний відповідальним за збитки інвестора від розміщення емісії. Оскільки інвестори розуміють, що інвестиційні банки несуть збитки у випадку неякісного попереднього ознайомлення з ситуацією, то їм імпонує прагнення банків провести гарантоване розміщення паперів як результат ретельного вивчення фінансового стану компанії-емітента. Остання також віддає перевагу більш високим прямим витратам за договірними заявками, щоб отримати гарантію розміщення своєї емісії.

Суттєвою проблемою, з якою стикаються інвестиційні банки, є оцінка цінних паперів, що ніколи не оберталися на ринку. Ринкова вартість цінного паперу важлива для емітента, оскільки вона є адекватною вартості капіталу фірми. Тому ціна має бути справедливою як для емітуючої фірми, так і для інвестиційного банку. Наприклад, якщо компанія продає свої цінні папери і ціна нової емісії занижена, то для того, щоб зібрати необхідні кошти, потрібно буде продати більше акцій, що розпорошить доходи фірми. Якщо ціна буде занадто високою, то банк як гарант розміщення не зможе реалізувати емісію за оголошеною ціною і понесе збитки.

Як правило, первинні публічні пропозиції потерпають від недооцінки. Акції зазвичай продаються інвесторам за ціною пропозиції, яка в середньому на 15 % нижча за ціну закриття цих акцій після першого дня торгівлі. Це означає, що гаранті розміщення свідомо продають акції інвесторам усього лише за 6/7 від їх вартості.

При виведенні цінних паперів на ринок процес відносин банку з клієнтом проходить три етапи: організаційний; гарантоване розміщення паперів – андеррайтинг; безпосереднє розміщення.

У ході *організації нової емісії* інвестиційний банк допомагає емітенту обґрунтувати можливість здійснення проекту, а саме визначити: потребу в коштах, які потрібно зібрати; тип фінансування (акції чи облігації); характеристики цінних паперів (строк обігу, купонний процент і наявність необхідних резервів і/або фонду погашення в разі випуску облігацій).

Коли рішення про випуск цінних паперів прийнято, інвестиційний банк може допомогти клієнту підготувати офіційні документи для реєстрації продажу. У разі публічного розміщення закон вимагає оформлення реєстраційної заяви в регулюючому органі. Ця заява (попередній проспект) містить детальну інформацію про фінансовий стан емітента, його ділову активність, конкурентоспроможність, менеджмент компанії і досвід її керівників, опис проекту, для якого збираються кошти, характеристики емітованих цінних паперів та інформацію про можливі ризики.

Потім друкується кінцевий проспект, який розповсюджується серед потенційних інвесторів.

У процесі реєстрації емісії облігацій інвестиційний банк може також допомогти отримати кредитний рейтинг; координувати діяльність облігаційної ради; обрати трансфертного агента (реєстратора цінних паперів) для торгівлі на вторинному ринку; обрати попечителя, який буде слідкувати за тим, щоб емітент виконував свої зобов'язання відповідно до умов контракту емісії, і узгоджувати питання друку цінних паперів. У випадку випуску акцій інвестиційний банк узгоджує питання про котирування паперів на фондовій біржі або торгівлі ними на позабіржовому ринку.

Гарантоване розміщення (андеррайтинг) – це процес, в ході якого інвестиційні банки гарантують викуп нового випуску цінних паперів за фіксованою ціною. Існує певний ризик між моментом викупу банком цінних паперів емітента і моментом їх перепродажу. Цей ризик полягає в тому, що цінні папери можуть бути продані за нижчою ціною, ніж та, за якою гарант розміщення їх викупив. При регулярних розміщеннях існує ризик непередбачених цінових змін на ринку, а при нерегулярних – взагалі відсутня можливість навіть приблизного визначення попередньої ціни.

Щоб зменшити ціновий ризик, при розміщенні будь-якої первинної емісії гарант розміщення формують синдикати, об'єднуючись з іншими інвестиційними банками (рис. 11.1). Кожний член цього синдикату несе відповідальність за розміщення частки випуску цінних паперів і, відповідно, за це отримує частину комісійних. Учасники групи з продажу не несуть ніякої відповідальності за розміщення, але отримують комісійні за всі папери, що їм вдалося продати.

Не всі інвестиційні банки використовують процедуру синдикату. Існує, наприклад, процедура купленої угоди, започаткована в 1991 р. Вона полягає в організації інвестиційним банком випуску цінних паперів з гарантією їх купівлі за фіксованою ціною у випадку неможливості їх розміщення (зазвичай – це облігації, резервні зобов'язання і прості акції). У цьому випадку банк

пропонує потенційному емітенту видати зобов'язання купити певну кількість цінних паперів з певним процентом доходу і строком погашення за обумовленою ціною. Емітент, у свою чергу, акцептує або відхиляє пропозицію.

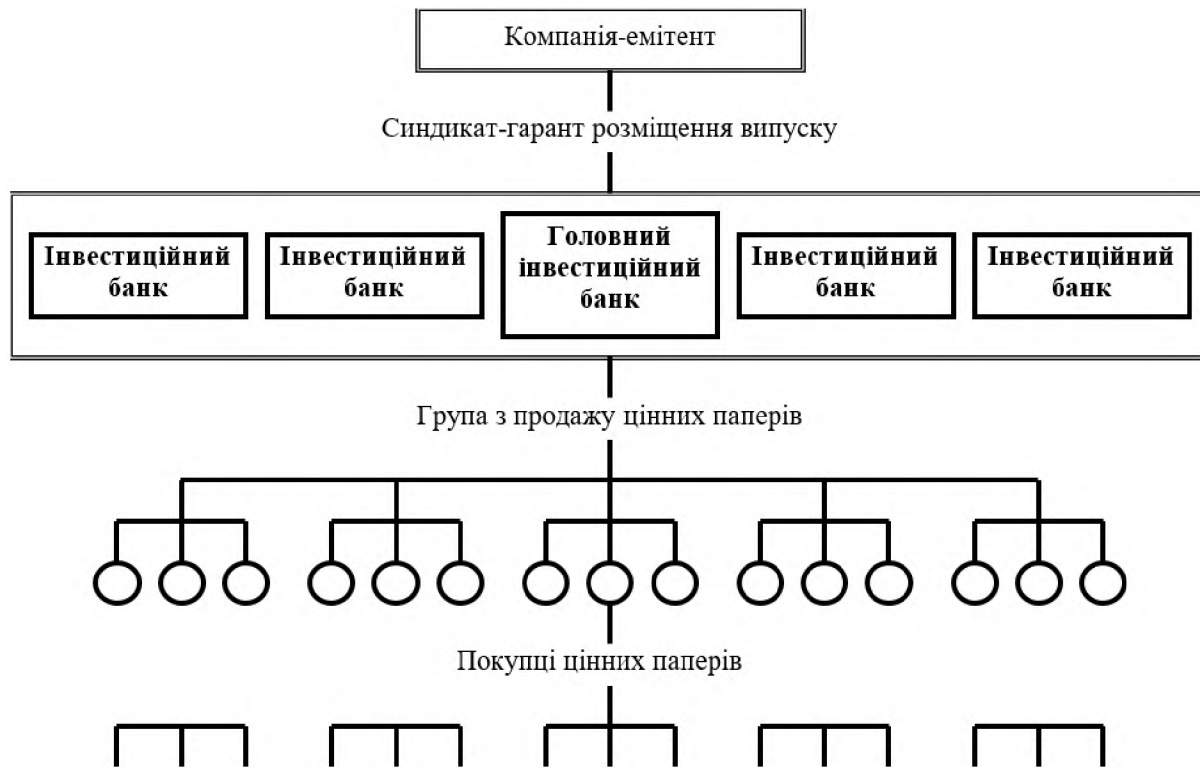


Рис. 11.1. Процес розміщення нового випуску цінних паперів

Розміщення відбувається тоді, коли інвестиційний банк викуповує цінні папери. Головним завданням синдикату є продаж цінних паперів настільки швидко, наскільки це можливо за ціною розміщення. Якщо папери не продані за декілька днів, гарантійний синдикат розпадається, а його члени продають цінні папери за будь-якою ціною. Процес продаж розпадається на інституційні і роздрібні продажі. Перші являють собою продаж великих блоків цінних паперів інституційним покупцям, а другі – продаж цінних паперів окремим інвесторам і фірмам, які купують невеликі обсяги паперів.

2. Торгівля і брокерське обслуговування. Інвестиційні банки можуть надавати послуги у ролі брокерів або дилерів за емісіями цінних паперів, що вже здійснені, на вторинному ринку,

тобто в першому випадку банки заробляють комісійні за зведення разом покупців і продавців, у другому – вони працюють з певним запасом цінних паперів, який використовується для купівлі-продажу за власний рахунок. Коли інвестиційний банк виступає як дилер, або маркет-мейкер (*market maker*), зазначають, що він «робить ринок» цінних паперів. Він намагається придбати папери за однією ціною або ціною покупця (*bid price*), і продати за більш високою ціною або ціною продавця (*ask price*), тобто має місце дохід за рахунок курсової різниці. Звісно, разом з правом власності на активи передається і ризик цінних змін. В умовах, коли фірми, які працюють з цінними паперами, мають невеликий капітал, навіть незначні зміни паперів, що їм належать, можуть призвести до банкрутства.

Вагомою статтею активів брокерів і дилерів є кредит під купівлю цінних паперів у вигляді позички клієнтам для купівлі паперів на умовах використання маржинального рахунку. *Маржинальна торгівля, або торгівля в кредит*, означає, що інвестор може придбати цінні папери, частково використовуючи позичкові кошти. Наприклад, якщо клієнт використовує 40 % маржу, то це означає, що 40 % інвестується за власний рахунок інвестора, а 60 % фінансує брокерська фірма. Наприклад, в США вимоги до операцій з використанням маржі встановлюються Радою управляючих Федеральної резервної системи, і сьогодні вони визначають межу використання кредитних ресурсів у розмірі 50 % вартості як для акцій, так і для боргових цінних паперів.

Кредит на купівлю цінних паперів є основним джерелом ресурсів для брокерів і дилерів. Залишки за клієнтськими рахунками є коштами, які брокери і дилери винні своїм клієнтам у результаті продажу цінних паперів, а також кошти клієнтів, що зберігаються на рахунках управління готівкою. Короткострокове банківське кредитування здійснюється у формі *позичок до запитання, або онкольних позичок (on call loans)*, які забезпечуються придбаними цінними паперами, і у вигляді *угод про зворотній викуп (repurchase agreements)*, тобто продаж цінних паперів кредитором позичальником на умовах їх повернення за більш високою

ціною. Як правило, онкольні позички і угоди про зворотний викуп – це короткострокові позички, які надаються щоденно.

3. Приватні розміщення. Для багатьох видів бізнесу публічний продаж цінних паперів неприйнятний. Приватне розміщення – це метод емісії цінних паперів, при якому емітент продає свої цінні папери наперед визначеним інвесторам. Оскільки не існує ніякої процедури андеррайтингу при угоді приватного розміщення, роль інвестиційного банку полягає у посередництві для продавця і покупців, а також наданні консультаційних послуг щодо визначення справедливої вартості цінних паперів і укладанні угоди про їх продаж. За надання цих послуг банки отримують комісійну винагороду. Фірми роблять вибір між приватним розміщенням і публічним продажем залежно від того, який метод продажу принесе емітенту більший прибуток з урахуванням транзакційних витрат.

При приватному розміщенні продаж цінних паперів має обмежуватися невеликою групою акредитованих інвесторів, тобто інвесторів, річний дохід яких становить не менше 200 тис. дол., або річний дохід на одну подружню пару – не менше 300 тис. дол., або вартість майна за мінусом зобов'язань – не менше 1 млн. Передумовою для здійснення приватного розміщення є той факт, що акредитовані інвестори, які мають певний досвід роботи на фінансовому ринку, не потребують консультацій і окремої реєстрації з метою захисту від ризику. Типовими акредитованими інвесторами є страхові компанії, пенсійні фонди, взаємні фонди і представники венчурного капіталу.

Приватні розміщення мають певні переваги перед публічними розміщеннями цінних паперів, а саме: потребують менших витрат часу і коштів на реєстрацію, а емітенти, в свою чергу, не зобов'язані оприлюднювати конфіденційну інформацію. Оскільки кількість інвесторів обмежена, у разі необхідності легко можна знову обговорити й уточнити умови приватного розміщення. Недоліком такого розміщення є те, що цінні папери не мають визначеної ринкової ціни, характеризуються меншою ліквідністю і, як результат, не користуються значним попитом серед потенційних інвесторів.

4. Злиття і поглинання (*merger and acquisition business, M&A*) – вид діяльності інвестиційних банків, який започаткувався в 60-х рр. минулого сторіччя. Останнім часом ці угоди користуються значною популярністю і широко рекламуються в засобах масової інформації. *M&A* проводиться спеціалізованим департаментом із злиття і поглинання, завданням якого є визначення фірм із залишком вільних коштів і можливістю придбати інші компанії, а також фірм, які могли б бути привабливими для інших як об'єкти поглинання. Основна мета для більшості злиттів і поглинань – збільшення капіталу об'єднаної компанії, або економічна синергія.

Інвестиційні банки забезпечують послугами підприємства, які беруть участь у процесах *M&A*: допомагають знайти партнерів; консультують щодо умов злиття або поглинання; допомагають визначити вартість об'єднаної компанії і укласти відповідну угоду.

В останні роки комерційні банки активно конкурують з інвестиційними за замовлення в галузі *M&A* з метою завоювання ринку фінансових послуг.

5. Інші види діяльності. Інвестиційні банки останнім часом суттєво розширюють спектр фінансових послуг з метою збільшення власних доходів. Наприклад, інвестиційне консультування – це послуга, де банки набули значний досвід і мають кваліфікованих фахівців. Послуги, які надають банки своїм клієнтам, включають: фінансове планування; бюджетування капіталу і визначення життєвого циклу інвестицій; обґрунтування інвестиційних проектів щодо розвитку компанії тощо.

Значної ваги останнім часом набули продаж та інвестиції у нерухомість. Це пояснюється значною часткою нерухомості в багатстві світу – близько 35,6 % (для порівняння частка облігацій становить акцій – 23,0 %). Інвестиційні банки не могли залишатися осторонь від роботи з нерухомістю. Банки почали створювати спеціальні відділи з роботи з нерухомістю або філії, які пропонують клієнтам купити або продати офісні будівлі, торговельні центри, сільськогосподарські угіддя тощо.

З усього переліку послуг, які традиційно надають інвестиційні банки світу, в Україні найбільш активно розвиваються такі:

1. Андеррайтинг. Згідно зі ст. 2 Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 № 2121-III він визначається як купівля на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» 23.02.2006 № 3480-IV *андеррайтинг* – розміщення цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Андеррайтер може надавати консультації емітенту щодо розміщення цінних паперів цього емітента.

У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань.

З метою організації публічного розміщення цінних паперів андеррайтери можуть укладати між собою договір про спільну діяльність.

2. Техніко-економічне обґрунтування інвестиційних проєктів, розробка інвестиційних програм і підготовка проєктної документації згідно з міжнародними стандартами.

3. Довгострокове кредитування під заставу цінних паперів.

4. Формування оптимальних емісійних портфелів, що включає розробку програм залучення інвестицій підприємством,

розробку планів-графіків емісії боргових і пайових цінних паперів, обґрунтування оптимального рівня дохідності за емітованими цінними паперами.

5. Формування індивідуальних портфелів цінних паперів.

6. Консультування інвесторів з питань залучення капіталу, створення підприємств з іноземними інвестиціями, рекомендації щодо об'єктів і напрямів інвестування.

7. Брокерські та дилерські послуги.

Можна сподіватися, що подальше формування інвестиційних програм для розвитку української економіки призведе до появи і посилення ролі інвестиційних банків, збільшення послуг, які вони надають юридичним і фізичним особам.

Контрольні запитання

1. Чому для банків важливо займатися інвестиційною діяльністю?

2. Які існують моделі організації участі банків на фінансовому ринку?

3. У чому полягала мета прийняття Закону Гласа-Стіголла?

4. Які операції з цінними паперами мають право здійснювати українські банки?

5. Чи має сенс, на вашу думку, універсалізація банківської справи?

6. Які існують механізми регулювання банківських ризиків?

7. Чому були розроблені загальні критерії достатності капіталу, прийнятних для різних суб'єктів банківського співтовариства?

8. Що включає в себе основний і додатковий капітал банку?

9. На які групи розділяються активи банку за критерієм ризику?

10. Які методи використовує банк для оцінки ринкових ризиків?

11. Чим відрізняється стандартний підхід до оцінки ринкових ризиків від підходу на основі внутрішніх моделей банку?
12. Які проблеми можуть виникнути при використанні внутрішніх моделей банку?
13. Які альтернативні підходи було запропоновано до оцінки ризиків для цілей достатності капіталу?
14. Як пов'язані між собою платоспроможність, дохідність і ліквідність банківських операцій?
15. Які нормативи інвестування було встановлено для банків в Україні?
16. Що являє собою портфель цінних паперів банку? Які портфелі формує банківська установа?
17. Чим відрізняється асоційована компанія від дочірньої?
18. У чому полягає порядок формування резерву від операцій банків України з цінними паперами?
19. Як визначити показник ризику цінного паперу?
20. У яких видах діяльності, крім розміщення нових емісій, беруть участь інвестиційні банки?

Тести

- 1. Сукупні інвестиції банку не повинні перевищувати ... капіталу банку:**
 - а) 50 %;
 - б) 60 %;
 - в) 40 %;
 - г) правильної відповіді немає.
- 2. До професійної діяльності банків на ринку цінних паперів не відносять діяльність з:**
 - а) управління активами;
 - б) ведення реєстрів власників цінних паперів;
 - в) управління цінними паперами;
 - г) торгівлі цінними паперами.

3. Послуги андеррайтера може надавати:

- а) банківська установа;
- б) ломбард;
- в) інвестиційна компанія;
- г) усі з наведених тут.

4. Оплата послуг андеррайтера здійснюється за рахунок:

- а) обумовленої в контракті суми;
- б) групи з продажу цінних паперів;
- в) покупців цінних паперів;
- г) правильної відповіді немає.

5. Синдикат – гарант розміщення цінних паперів складається з:

- а) групи інвестиційних банків;
- б) інвестиційного банку і групи з продажу цінних паперів;
- в) брокерських фірм, кожна з яких бере зобов'язання продати визначену частину випуску;
- г) правильної відповіді немає.

6. Група з продажу цінних паперів – це:

- а) сукупність інвестиційних банків;
- б) дилери, що бажають придбати частину цінних паперів з метою отримання курсової різниці;
- в) комерційні банки та брокерські контори;
- г) правильної відповіді немає.

7. Покриття негативних наслідків різноманітних банківських ризиків забезпечує:

- а) субординований капітал;
- б) регулятивний капітал;
- в) додатковий капітал;
- г) правильної відповіді немає.

8. В основі розрахунку *VaR* лежить визначення:

- а) стандартного відхилення;
- б) квантіля, що показує положення значення випадкової величини відносно середнього;
- в) одноденної волатильності фінансових інструментів;
- г) правильної відповіді немає.

9. Портфель цінних паперів банку включає:

- а) торговий портфель банку;
- б) інвестиції в асоційовані та дочірні компанії;
- в) портфель банку до погашення;
- г) усі відповіді правильні.

10. Основний капітал складається з таких елементів:

- а) фактично сплачений зареєстрований статутний капітал;
- б) додаткові внески акціонерів у статутний капітал;
- в) фінансова допомога акціонерів банку;
- г) усі відповіді правильні.

Рекомендовані джерела

1. Коваленко Ю. М. Відповідність законодавства України у сфері фінансового сектора світовим правовим нормам / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету: зб. наук. праць. Переяслав-Хмельницький: ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький держ. пед. університет ім. Г. Сковороди», 2010. – Т. 1. – С. 111–117.

2. Коваленко Ю. М. Етапи інституційних трансформацій у банківській системі на теренах України / Ю. М. Коваленко // Наукові записки Національного університету «Острозька академія»: фахове індексоване видання. – Острог, 2015. – Вип. 85. – С. 119–124. – (Серія «Економіка»).

3. Коваленко Ю. М. Ефективність фінансового сектора економіки: інституційний підхід / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – К., 2011. – № 6. – С. 11–17.

4. Коваленко Ю. М. Здійснення фінансового інвестування банками в Україні / Ю. М. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. Т.11. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС, 2004. – С. 48–59.

5. Коваленко Ю. М. Изменение парадигмы регулирования финансового сектора экономики / Ю. М. Коваленко // Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов. – Курск; 2013. – № 5. – С. 6–8.

6. Коваленко Ю. М. Імперативи реформування фінансового сектора економіки України в умовах глобалізації / Ю. М. Коваленко // Вісник Вінницького політехнічного інституту. – 2012. – № 2. – С. 49–52.

7. Коваленко Ю. М. Інституційна довіра у національному фінансовому секторі та система гарантування банківських депозитів / Ю. М. Коваленко // Малий і середній бізнес (право, держава, економіка): ек.-правовий наук.–практ. журнал: фахове видання. – К.: Інститут законодавчих передбачень і правової експертизи, 2015. – № 1–2 (60–61). – С. 106–113.

8. Коваленко Ю. М. Інституційні реформи у фінансовому секторі економіки України в умовах глобалізації / Ю. М. Коваленко // Наукові праці ДонНТУ. – Донецьк, 2011. – Вип. 39–2. – С. 204–207. – (Серія «Економічна»).

9. Коваленко Ю. М. Підвищення конкурентоспроможності банків в Україні: чинники інституційного впливу / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. – 2017. – № 2 (80). – С. 112–121.

10. Коваленко Ю. М. Ретроспектива формування концепту впливу фінансового сектора на економічне зростання / Ю. М. Коваленко / Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: кол. монографія / [за ред. С. В. Онишко]. – Ірпінь: НУДІСУ, 2016. – С. 125–143.

11. Коваленко Ю. М. Стандарти Кодексу кращої практики фінансової діяльності актуальні проблеми економіки / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – К., 2013. – № 11. – С. 8–14.

12. Коваленко Ю. М. Структура сектору фінансових корпорацій: міжнародні стандарти і проблеми вибору для України / Ю. М. Коваленко // Економіст. – 2011. – № 7. – С. 43–47.

13. Коваленко Ю. М. Сутність та специфіка діяльності інвестиційних банків в сучасних умовах і потенціал їх створення в Україні / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник: Зб. наук. пр. – Ірпінь: АДПСУ, 2002. – Вип. 3 (17). – С. 60–68.

14. Коваленко Ю. М. Трансакційні витрати у фінсекторі економіки України / Ю. М. Коваленко // Ринок цінних паперів. – К.: 2011. – № 3–4. – С. 79–86.

15. Коваленко Ю. М. Фінансова стійкість і її підтримання у фінансовому секторі економіки: міжнародний і національний контекст / Ю. М. Коваленко // Бізнес-Інформ. – Харків: 2013. – № 9. – С. 274–279.

16. Коваленко Ю. М. Формування інституційних передумов розвитку фінансового сектора економіки України / Ю. М. Коваленко // Економіка України. – К.; 2011. – № 7. – С. 49–60.

17. Коваленко Ю. М. Формування комплементарної моделі фінансового сектора / Ю. М. Коваленко // Вісник НБУ. – К.: 2012. – № 7. – С. 42–47.

18. Концепти інноваційного розвитку підприємництва: [Міжнар. кол. монографія] / за заг. ред. д.е.н., проф. Храпкіної В. В.; Національний університет «Києво-Могилянська академія». – К.: Інтерсервіс, 2018. – 263 с.

19. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : кол. монографія у 2-х т. / [за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко]. – К.: ДННУ «Академія фінансового управління», 2014. – Т. 2. – 784 с.

20. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс]: Закон України: від 07.12.2000 № 2121-III. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>.

21. Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні [Електронний ресурс]: Постанова Правління НБУ: від 28.08.2001 № 368. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0841-01>.

22. Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями [Електронний ресурс] : Постанова Правління НБУ : від від 30.06.2016 № 351. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16>

23. Про затвердження Положення щодо організації діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на фондовому ринку [Електронний ресурс]: Рішення НКЦПФР: від 16.12.2014 № 1708. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/go/z1650-14>.

24. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: кол. монографія / [за ред. С. В. Онишко]. – Ірпінь: НУДПСУ, 2016. – 452 с.

25. Управління банківськими інвестиціями : монографія / [Пересада А. А., Майорова Т. В. та ін.]. – К. : КНЕУ, 2005. – 388 с.

26. Фінанси інституційних секторів економіки : кол. монографія / [за ред. Т. І. Єфименко, М. М. Єрмошенка]. – К. : ДННУ «Академія фінансового управління»; Національна академія управління, 2014. – 584 с.

27. Фінансовий ринок : підручник: у 2-х т. / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін. ; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 117).

28. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А. А. Лобанова и А. В. Чугунова. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 786 с.

29. *Kovalenko Yu. M. Competitiveness state and financial sector in Ukraine: institutional assessment* / Yu. M. Kovalenko // Wissenschaftliche Wirtschaftskonferenz «Theorie und Praxis der finanziellen Reformen in einer zunehmenden Fusion der nationalen Volkswirtschaften». – Cologne, December 2010. – P. 62–71.

30. *Kovalenko Yu. M. Theoretical foundations initial public offering of securities (IPO)* / Yu. M. Kovalenko // Вісник Кам'янець-Подільського національного університету ім. І. Огієнка. – 2013. – Вип. 8. – С. 219–221. – (Серія «Економічні науки»).

РОЗДІЛ 12

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ

12.1. Роль страхових компаній у фінансуванні економіки.

12.2. Використання фінансового потенціалу страхової компанії в інвестиційній діяльності.

12.3. Специфіка фінансових інвестицій страхових компаній.

12.4. Процес розміщення активів і страхових резервів.

12.1. Роль страхових компаній у фінансуванні економіки

Як показує західний досвід, у забезпеченні інвестиційного процесу особливе місце належить страховим компаніям, провідною функцією яких є залучення капіталу шляхом страхування, а власне надання страхових послуг вважається другорядною функцією – засобом нагромадження коштів. Часто виникають ситуації, коли за підсумками фінансового року страхова компанія має збитки від своєї основної, тобто страхової діяльності, і покриває їх за рахунок доходів від інвестиційної діяльності.

Специфіка реалізації страхової послуги, на відміну від послуг в інших видах діяльності, полягає в тому, що якщо звичайне підприємство спочатку здійснює інвестування в організацію виробництва і отримує прибуток тільки тоді, коли продукція продається, то клієнт страхової компанії фактично авансує компанію, оскільки страховий внесок, як плата за страхову послугу, сплачується ним зазвичай на початку дії договору страхування. Отже, існує проміжок часу, коли страховик має в своєму розпорядженні значний капітал, який має інвестуватись у різні сфери економіки.

На сьогодні не можна залишати поза увагою той факт, що концентрація страховими компаніями значних фінансових ресурсів перетворює страхування у важливий фактор розвитку національної економіки шляхом активної інвестиційної політики.

Перші українські приватні страхові компанії почали створюватися після прийняття Декрету Кабінету Міністрів України «Про страхування» від 10.05.1993 № 47. Нині діяльність страховиків регулюється Законом України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР, за яким страхування може бути добровільним або обов'язковим.

До початку 90-х рр. у СРСР існувала державна монополія на галузь страхування, яка розглядалась як складова сфери державних фінансів з регіональною інфраструктурою відділень Держстраху. Система страхування передбачала добровільне страхування життя та майна громадян, обов'язкові відрахування підприємств на соціальне страхування своїх працівників і деякі інші види. Державний страховий фонд частково використовувався на фінансування капітальних вкладень. З початком ринкових перетворень страхові компанії, довірчі товариства та інші фінансові інститути своєю діяльністю призвели до знецінення грошової маси та руйнації товарного ринку. Фінансові інвестиції страховиків в умовах гіперінфляції взагалі втратили свій сенс.

У післяінфляційний період у небанківському фінансовому секторі розвиток українського страхування відбувається прискореними темпами: збільшилися обсяги страхових операцій по всіх галузях і видах страхування; створені основи страхового ринку; зросла фінансова стійкість страхових компаній. Разом з тим питома вага нашої країни в світовому ринку сягає лише 0,01 % і менше 0,05 % обсягу страхових послуг, що надаються в Європі, при тому, що в Україні проживає понад 7 % населення Європи та є великий промисловий, аграрний і науковий потенціал. В Україні застраховано лише близько 10 % ризиків, тоді як у більшості розвинених країн цей показник сягає 90–95 %.

Існує певна закономірність, яка полягає в тому, що чим вищий ступінь розвитку економіки країни, тим сильнішими і могутнішими є її страхові компанії, вагомішою їхня участь у процесі розширеного відтворення. Так, у США та Канаді цінні папери приватних компаній та іпотека складають близько 80 % усіх активів страховиків, Німеччині – 60 %, Великобританії та Італії –

50 %. Для цих та інших країн характерним є скорочення частки державних боргових зобов'язань (табл. 12.1).

Таблиця 12.1

Структура вкладень капіталу страхових компаній, %

Країна	Державні цінні папери (у т.ч. іноземні)	Цінні папери приватних компаній	Іпотека	Нерухомість	Позички під поліси	Інші активи	Всього
США	6,4	41,9	38,7	2,9	5,5	4,6	100
Канада	6,0	39,8	42,9	3,0	5,3	3,0	100
Великобританія	22,6	42,3	14,9	9,4	1,2	9,6	100
Італія	11,7	19,4	—	32,9	1,6	34,4	100
Німеччина	9,6	58,2	18,8	12,2	1,2	—	100

Незважаючи на величезну конкуренцію між страховими компаніями та іншими фінансовими установами, вони виступають як єдина сила в системі фінансування промислових компаній. Поєднання їхніх інтересів розвивається через особисту унію, систему участі, спільне страхування і перестрахування.

Через *особисту унію* страхові товариства набули широких зв'язків з найбільш могутніми банками, інвестиційними компаніями та іншими недепозитними фінансовими корпораціями. Найбільш тісні зв'язки страховики мають з правліннями крупних комерційних та інвестиційних банків, що дає можливість впроваджувати страхування кредитів, зберігання грошей у банках, а також поєднання інтересів за розміщення емісій цінних паперів.

Особиста унія має важливе значення за створення фінансових груп, інвестиційних консорціумів та інших альянсів. Тільки в 60-х рр. у США десять провідних компаній зі страхування життя мали більш як 195 прямих зв'язків з банками, а десятки великих товариств зі страхування майна і від нещасних випадків – 160.

Спільність інтересів страхових монополій і крупних банків зумовлена тим, що перші розміщують грошові кошти на поточних рахунках у цих банках і проводять свої фінансові операції, наприклад, у Великобританії – через банки «великої четвірки», у Німеччині – через державні банки, в США та Канаді страховики тяжіють до тих банків, з якими вони створили фінансово-промислові групи.

На сьогодні визначилась тенденція взаємодії під час кредитування клієнтів банків і компаній страхування життя. Перші надають середньострокові кредити на 5–8 років, а страхові компанії покривають іншу частину цього кредиту на більш тривалий період. Широка практика співпраці в сфері кредитування між великими банками і страховиками викликана низкою обставин. У довоєнний період на ринку капіталів мала місце внутрішньогалузева конкуренція між великими банківськими монополіями. Ця тенденція пояснюється тим, що тепер банки вимушені рахуватись зі страховими компаніями як конкурентами в сфері залучення коштів, так і в сфері кредитної діяльності, поєднанням інтересів у складі фінансово-промислових груп.

Страхові компанії використовують різні форми і методи придбання акцій і облігацій на ринку цінних паперів. Сьогодні все частіше страховики купують цінні папери безпосередньо у нефінансових корпорацій, але, разом із тим, вони продовжують користуватись (за нових емісій) послугами банків та інших фінансових установ.

Страховики стали серйозними конкурентами спеціалізованих фінансових установ, які, зокрема, здійснюють іпотечне кредитування, про що свідчить високий рівень питомої ваги іпотеки в їхніх активах (табл. 12.1).

У США, Великобританії та Німеччині за масштабами іпотечних операцій страховики наблизились до рівня кредитних інститутів, які спеціалізуються на фінансуванні будівництва житла. До таких інститутів у США відносять позичково-ощадні асоціації, Німеччині – ощадні каси та іпотечні банки, у Великобританії – будівельні товариства. Разом із компаніями зі страхування життя

ці установи, по суті, монополізували надання іпотечних кредитів і фінансування кінцевого споживання житла населенням.

У загальній сумі іпотечних зобов'язань страховиків значне місце займають кошти, що надані населенню на будівництво житлових будинків. У сучасних умовах вони складають більше 50 % портфеля несільськогосподарських іпотек компаній зі страхування життя США. У Великобританії страхові компанії фінансують 20–30 % житлового будівництва. Висока питома вага позичок на будівництво житлових будинків свідчить про те, що компанії страхування життя відіграють велику роль у фінансуванні кінцевого споживання населення.

Страхові компанії є також великими власниками нерухомого майна та землі. У довоєнні роки їхня нерухомість складалась в основному з власних конторських будівель, а також землі фермерів і домовласників, які розорились під час криз. У післявоєнний період страхові товариства почали здійснювати будівництво комерційних та житлових комплексів, надаючи їх в оренду приватним компаніям і населенню. В результаті відбулось зростання концентрації нерухомості в руках страхових компаній.

Збільшенню фондів страхових монополій значною мірою сприяє висока орендна та квартирна плата. Порівняно з довоєнним періодом, наприклад, у Лондоні плата за користування офісами і магазинами зросла втричі, а у деяких випадках і у шість разів. Така тенденція спостерігається майже у всіх великих містах розвинених країн.

Страхові компанії, особливо зі страхування життя, здійснили вторгнення також у сферу споживчого кредиту, розширюючи кредитування населення через позички під поліси. Тим самим вони побічно впливають на споживчий ринок, оскільки населення використовує ці кошти для придбання різних видів товарів і послуг. Потреба в таких позичках зростає з року в рік, і страхові компанії успішно задовольняють такий попит.

Щодо фінансування промисловості, то особлива роль тут належить компаніям зі страхування життя, що викликано такими обставинами: 1) накопичення капіталу у них має більш стійкий

характер порівняно з іншими фінансовими установами; 2) вони зацікавлені в дохідному розміщенні своїх коштів і менше за інші інститути потребують зовнішнього фінансування, тому ліквідність для них не є гострою проблемою.

Страховання життя становить левову частку інших видів страхування. На нього припадає від 37 до 78 % премій страхових компаній і, відповідно, укладених договорів. Резерви з особистого страхування, особливо довгострокового, є одним із основних джерел внутрішніх національних інвестицій, що дозволяє страховикам життя бути основними інституційними інвесторами, активи яких, наприклад, у США перевищують 5 трлн дол. і складають 1/3 активів усього загалу інституційних інвесторів країни.

Великий попит на капітал цих компаній привів до зміни структури їхніх активів. У довоєнний період вони спрямовували свої резерви здебільшого в державні цінні папери, акції і облігації залізничних компаній, іпотечні позички, позички під поліси. В післявоєнний час і сьогодні основною сферою вкладень стали облігації та акції промислових корпорацій, що зумовлено більш високою їх дохідністю. В США і Канаді їхня частка складає близько половини сукупних активів компаній зі страхування життя, причому частка акцій не перевищує 6–7 %.

Однак, як відомо, довгострокові вкладення можуть створювати певні проблеми. З часом процентні ставки можуть знижуватись, вартість випущених облігацій і заставних падати, що призводить до ускладнень з ліквідністю. Наприклад, коли кількість страхувальників, які мають намір взяти кредит під заставу свого полісу або достроково перервати страховий договір, перевищить середнє значення, може знадобитись ліквідація довгострокових вкладень за істотно заниженими цінами, що призведе до збитків. Через це відповідні контролюючі органи вимагають від страховиків включати в зміст кожного страхового полісу умову про відстрочку (*deferment clause*), яка залишає за страховою компанією право відстрочити виплату грошової суми, що накопичилась на рахунку, на деякий час, але не більше 6 місяців з дня повідомлення.

У Франції та Великобританії в активах страховиків спостерігається тенденція зростання питомої ваги простих акцій, що пояснюється орієнтацією західного фондового ринку на забезпечення пенсійних заощаджень і здатністю простих акцій зменшувати втрати від інфляції.

У Німеччині та Японії страхові товариства фінансують промисловість через прямі позички і кредити, а також шляхом інвестування в цінні папери, також акції. В Німеччині довгостроковий кредит в активах компанії складає більше 30 %, цінні папери – 25 %, а в Японії позички і кредити складають більше 60 %, а акції більше 23 %.

Особливу увагу страхові компанії зі страхування життя сконцентрували на фінансуванні великих корпорацій у галузі промисловості, транспорту і торгівлі. У США, наприклад, із середини 50-х рр. широко розповсюджена, крім купівлі акцій і облігацій, практика укладання довгострокових угод (*Credit Line*) між страховими компаніями і промисловими корпораціями, де обидві сторони називають загальну суму кредиту, яку промислова або торговельна корпорація буде отримувати від страхової компанії протягом тривалого часу.

У деяких країнах отримання кредитів від страхових компаній для дрібних підприємств є доволі серйозною проблемою. З одного боку, великий страховий бізнес не має бажання мати справу з «дрібною сошкою», з іншого – страховики не зацікавлені в купівлі невеликих емісій цінних паперів, що розміщуються дрібними підприємствами. Доступ до емісій у більшості розвинених країн є дуже обмеженим для невеликих підприємств і компаній.

Основні потоки позичкового капіталу страхових компаній спрямовуються в монополізовані види економічної діяльності з високими темпами зростання та інтенсивним розвитком. Однак у кожній країні існують сфери економіки, які користуються пріоритетом у страхових компаній, що визначається першочерговими потребами економіки.

У США 25 % усього портфеля облігацій страхування життя складають облігації хімічної, нафтової і нафтопереробної, електронної та машинобудівної галузей.

У Німеччині, Великобританії, Франції та Італії основний потік капіталу компаній спрямовується в енергетичну, хімічну, електротехнічну і машинобудівну промисловість. У Португалії кошти вкладаються в домінуючі галузі економіки, зокрема енергетику і добувну промисловість.

В Японії 30 % усіх коштів товариств зі страхування життя використовується в базових галузях промисловості – електроенергетиці, чорній металургії, вугільній промисловості, морському транспорті. Крім того, великі капіталовкладення компанії здійснюються в галузі, що пов'язані з технічним прогресом – хімічну та електротехнічну.

Величезні кошти страховики життя вкладають у виробництво зброї, яке слугує джерелом гарантованих урядом прибутків як для промислових корпорацій, так і для банків і страхових компаній. Останні займають також важливе місце в фінансуванні транспортних і торговельних монополій. Фінансування авіаційного транспорту в США монополізовано четвіркою найбільших компаній страхування життя, які надали кредити на строк від 10 до 40 років авіатранспортним монополіям, наприклад, *United Earliness*, а також авіаційним компаніям, які працюють здебільшого на внутрішніх лініях країни. Кредити були надані в формі прямого кредиту та у вигляді інвестицій у цінні папери. В європейських країнах і Японії залізничний та авіаційний транспорт перебуває у власності держави, тому страхові компанії фінансують ці галузі транспорту побічно – через придбання державних цінних паперів.

Щодо торгівлі, то найбільші страхові компанії життя США фінансують також великі фірми, які займаються роздрібною торгівлею через чисельну мережу супермаркетів.

Це стосується тільки країн, де чітко розмежовані компанії зі страхування життя та компанії зі страхування майна (США, Канада, Японія). У більшості ж розвинених країн страхові товариства займаються одночасно всіма видами страхування. Однак довгострокові інвестиції вони здійснюють здебільшого за рахунок накопичень від страхування життя, оскільки створення

грошових фондів у страхуванні майна носить короткостроковий характер. У США ці компанії вкладають капітал здебільшого в цінні папери транспортних і комунальних корпорацій, банків і страхових компаній (в основному акції, а не облігації корпорацій, причому частка останніх в активах страховиків складає 15–17 % (у минулому – більше 30 %), а також у державні боргові зобов'язання. В Японії 43,3 % активів компаній зі страхування майна складається з акцій транспортних, металургійних, текстильних і електроенергетичних фірм.

Таким чином, страхові компанії зайняли одне з провідних місць у системі альянсів з банківськими і торговельно-промисловими установами, взявши на себе роль накопичувача коштів для капіталовкладень як у виробничу, так і невиробничу сферу економіки розвинених країн.

12.2. Використання фінансового потенціалу страхової компанії в інвестиційній діяльності

Страхові компанії є потужними інституційними інвесторами і органічною складовою фінансового сектору будь-якої економіки. Як зазначено у Законі України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР, предметом безпосередньої діяльності страховика можуть бути лише: 1) страхування; 2) перестрахування; 3) фінансова діяльність, пов'язана з формуванням, розміщенням страхових резервів та їхнім управлінням. Остання і становить його інвестиційну діяльність.

Сама фінансова діяльність, пов'язана з формуванням, розміщенням страхових резервів та їхнім управлінням, – це діяльність щодо акумулювання і наступного перерозподілу значних грошових коштів, і вона визначає склад і структуру капіталу страховика. Сформовані у такий спосіб фінансові ресурси є тимчасово вільними коштами, що можуть використовуватись як джерела страхових інвестицій. Кругообіг коштів страхової компанії охоплює страхові та інвестиційні операції і визначає кошти, що перебувають в обороті як фінансовий потенціал страховика.

Фінансовий потенціал страхової компанії – це грошові фонди, що формуються шляхом сплати фізичними особами та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій) і використовуються для розміщення страхових резервів та управління ними з метою отримання прибутку та задоволення потреб страхувальників і застрахованих осіб.

Механізм формування фінансово-інвестиційного потенціалу страховика наведено на рис. 12.1, а його структуру – на рис. 12.3.

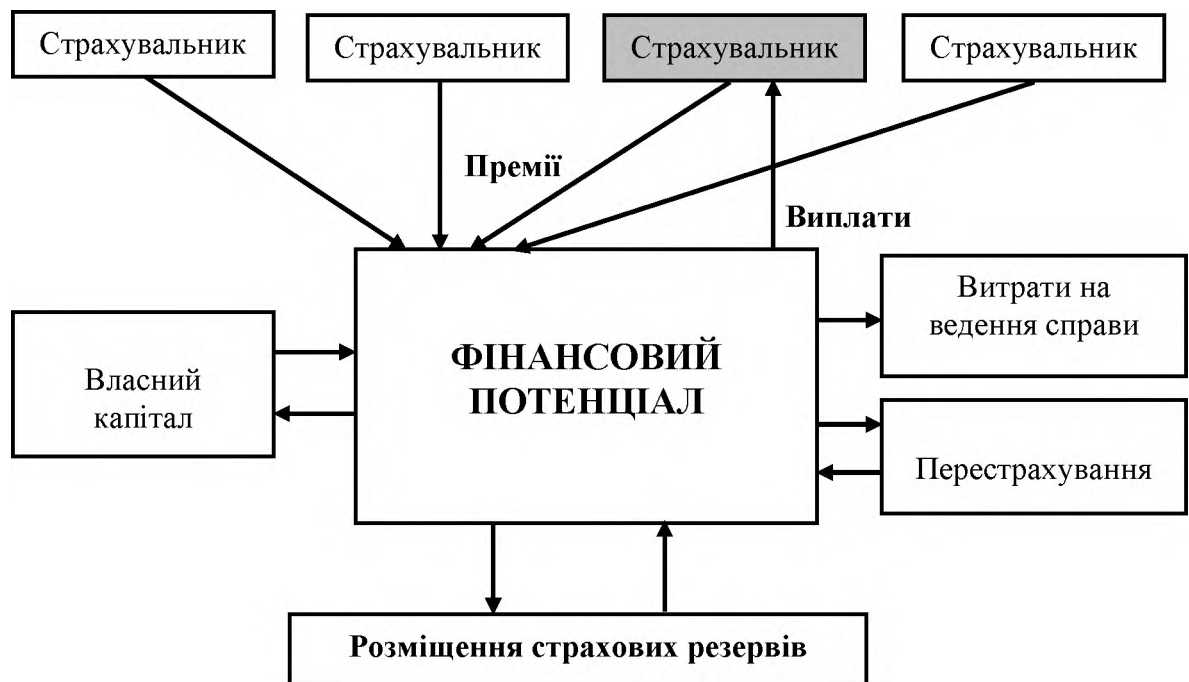


Рис. 12.1. Механізм формування фінансового потенціалу страховика

На етапі заснування та створення страхової компанії важливим є власний капітал, який з часом зазвичай поповнюється за рахунок різних джерел. Сюди можна віднести прибутки та доходи від страхової та інвестиційної діяльності, емісій, позабалансових операцій тощо. Страхові операції включають акумулювання внесків учасників страхового фонду (страхових премій) із подальшим виконанням зобов'язань через виплати обумовлених страхових відшкодувань лише деяким із них. Зиски страхувальника можна визначити через специфіку витрат страховика на ведення справи.

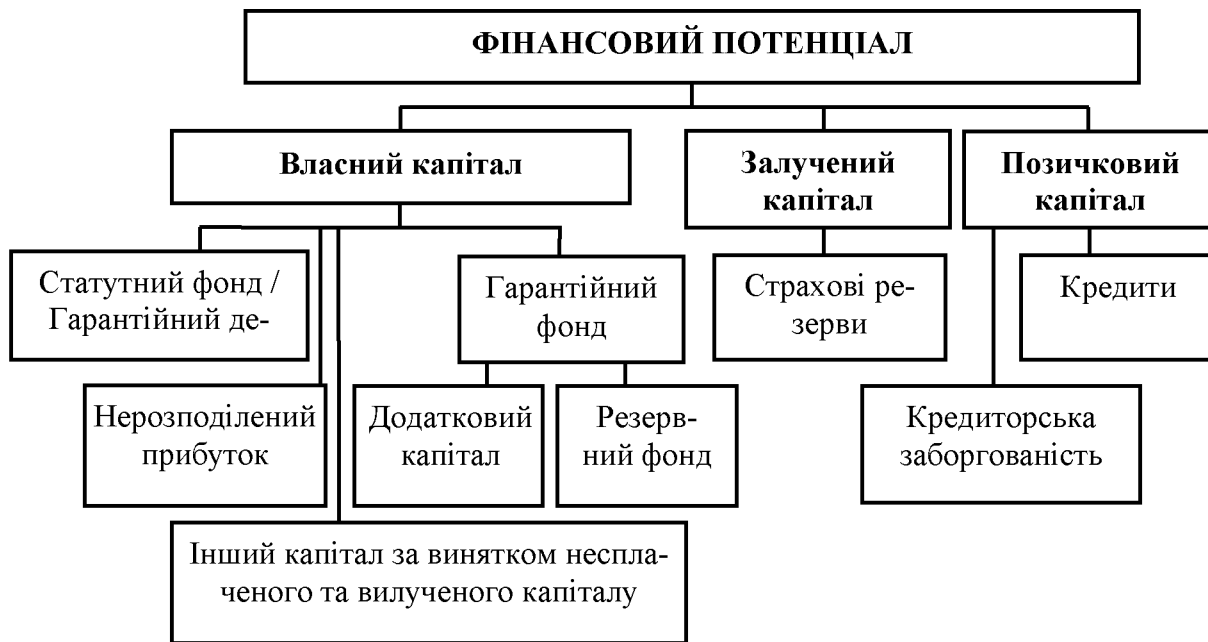


Рис. 12.2. Структура фінансового потенціалу страхової компанії

Прийняття страховою компанією підвищених ризиків (відповідно до Закону України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР **ризик** – певні події, на випадок яких проводиться страхування і які мають ознаки ймовірності та випадковості настання) на себе спричиняє несприятливість умов щодо платоспроможності. У цьому випадку використовують механізм **перестрахування**, тобто страхування одним страховиком (цедентом, перестрахувальником) на визначених договором умовах ризику виконання частини своїх обов'язків перед страхувальником у іншого страховика (перестраховика) резидента або нерезидента, який має статус страховика або перестраховика, згідно з законодавством країни, в якій він зареєстрований. Договір перестрахування може містити передбачені зворотні суми як комісійну винагороду і тантьєми страховику, а з метою гарантованого виконання перестраховиком зобов'язань на його ім'я відкривається депозитний рахунок, де під передбачені договором відсотки накопичується премія перестрахування. У такий спосіб прямий страховик одержує додатковий інвестиційний ресурс і дохід. Характер же відносин із формування премій визначається формами та умовами договору перестрахування.

Беззаперечним є той факт, що інвестиційна та страхова - діяльність між собою органічно пов'язані, незважаючи на те, що метою першої є одержання прибутку, а другої – захист від ризиків і покриття збитків. При цьому обов'язковим є дотримання таких умов забезпечення платоспроможності:

1) наявність сплаченого статутного фонду для страховиків-резидентів або гарантійного депозиту для філій страховиків-нерезидентів та наявність гарантійного фонду страховика;

2) створення страхових резервів, достатніх для майбутніх виплат страхових сум і страхових відшкодувань;

3) перевищення фактичного запасу платоспроможності страховика над розрахунковим нормативним запасом платоспроможності.

Мінімальний розмір статутного фонду (гарантійного депозиту) страховика, який займається видами страхування іншими, ніж страхування життя, встановлюється у сумі, еквівалентній 1 млн євро, а страховика, який займається страхуванням життя, 10 млн євро за валютним обмінним курсом валюти України. Забороняється використовувати для формування статутного капіталу векселі, кошти страхових резервів, а також кошти, одержані в кредит, позику та під заставу, і вносити нематеріальні активи.

Щодо гарантійного фонду, то він включає додатковий та резервний капітал, а також суму нерозподіленого прибутку. За рахунок нерозподіленого прибутку можуть створюватись **вільні резерви** – частка власних коштів, що резервується для забезпечення платоспроможності страхової компанії відповідно до прийнятої методики здійснення страхової діяльності.

У випадку обов'язкового страхування для забезпечення виконання взятих на себе зобов'язань страховики можуть формувати **централізовані страхові резервні фонди**, а також створювати відповідні органи управління. Їхніми джерелами виступають відрахування від надходжень страхових платежів, внески власних коштів та доходи від розміщення коштів централізованих страхових резервних фондів.

Якщо у період створення страховика його базовим є власний капітал, то у забезпеченні його фінансового потенціалу є, власне, інвестиційна діяльність, коли формування, розміщення страхових резервів та їхнє управління забезпечує певний дохід.

Відповідно до Закону України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР **страхові резерви** утворюються страховиками з метою забезпечення майбутніх виплат страхових сум і страхового відшкодування залежно від видів страхування (перестрахування). Вони поділяються на технічні резерви та резерви зі страхування життя, або математичні резерви (рис. 12.3).



Рис. 12.3. Система страхових резервів в Україні

Страховики, які займаються ризиковими видами страхування, зобов'язані формувати і вести облік таких технічних резервів:

1) незароблених премій (резерви премій), що включають частки від сум надходжень страхових платежів (страхових внесків, страхових премій), що відповідають страховим ризикам, які не минули на звітну дату;

2) збитків, що включають зарезервовані несплачені страхові суми та страхові відшкодування за відомими вимогами страховальників, з яких не прийнято рішення щодо виплати або відмови у виплаті страхової суми чи страхового відшкодування.

Нацкомфінпослуг було затверджено Методику формування страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя, від 17.12.2004 № 3104, з якої випливає, що страховики

мають право робити за рахунок тимчасово вільних коштів страхових резервів і капітальні, і фінансові інвестиції. Проте перші обмежуються лише правом придбання нерухомого майна, а другі мають бути лише портфельними, а не прямими.

Відповідно до Методики формування резервів зі страхування життя від 27.01.2004 № 24 страховики, які займаються страхуванням життя, зобов'язані створювати і вести облік:

1) довгострокових зобов'язань (математичні резерви): резерви нетто-премій; резерви на ведення справи; резерви вирівнювання; резерви бонусів;

2) належних виплат страхових сум: резерв заявлених, але не врегульованих збитків; резерв збитків, що виникли, але не заявлені.

При цьому величина резервів довгострокових зобов'язань (математичних резервів) обчислюється актуарно окремо по кожному договору згідно з методикою формування резервів зі страхування життя з урахуванням темпів зростання інфляції. Базис розрахунку математичних резервів установлюється страховиком і включає:

- демографічні показники тривалості життя (таблиці смертності);
- ймовірності настання ризиків певної хвороби та (або) нещасного випадку чи їхніх наслідків, якщо страхування на випадок настання таких подій передбачене правилами страхування;
- річну ставку інвестиційного доходу. Вона не може перевищувати 4 %.

Зазначимо, що страхові резерви формуються з метою покриття ризиків страхувальників, тобто, отримуючи страхові внески, страховик бере на себе відповідальність з виконання страхових зобов'язань. Розмір сформованого страхового резерву буде наближений до розміру майбутніх страхових виплат, якщо ретельніше будуть оцінені ці ризики.

З метою управління ризиками страховика та забезпечення підтримки на належному рівні достатності капіталу та платоспроможності в Україні використовують Методичні рекомендації

щодо загальних підходів до застосування страховиками стрес-тестів, затверджені Розпорядженням Держфінпослуг від 05.12.2006 № 6496. Страховикам рекомендується використовувати стрес-тестування під час стратегічного планування, планування на випадок непередбачуваних подій та під час розробки та оцінки альтернативних стратегій зменшення ризиків. Використовуються поняття у такому значенні:

- **екстраординарна подія** – подія, вірогідність настання якої за звичайних обставин є невисокою і яка може мати фінансову, операційну, законодавчу природу або іншу природу;

- **кризова ситуація** – ситуація, яка може мати місце в майбутньому через вплив зовнішніх та/або внутрішніх чинників і яка призводить до суттєвих фінансових втрат страховика;

- **тестування чутливості** – оцінка впливу на фінансовий стан страховика стресових ситуацій, що характеризуються одним фактором ризику або декількома близько пов'язаними між собою факторами ризику, вплив яких може розглядатись як одне ціле;

- **сценарій** – набір стресових ситуацій, що розвиваються в часі та характеризуються декількома взаємопов'язаними факторами ризику;

- **сценарне тестування** – оцінка впливу на фінансовий стан страховика стресових ситуацій, що розвиваються за історичним та/або гіпотетичним сценарієм;

- **стрес-тестування** – тестування чутливості або сценарне тестування з метою оцінки готовності страховика до можливих кризових ситуацій;

- **стресова ситуація** – історична або гіпотетична ситуація, що може скластися в результаті екстраординарних подій і яка характеризується певним набором факторів ризику;

- **суттєві фінансові втрати страховика** – фінансові втрати в розмірі не менше ніж 10 % суми активів по балансу;

- **історичний сценарій** – набір стресових ситуацій, що відображають певні епізоди, що мали місце в дійсності;

- **гіпотетичний сценарій** – набір стресових ситуацій, що можуть мати місце, але на практиці ще ніколи не траплялись.

При розробці стрес-тестів рекомендується враховувати, що в кризових ситуаціях навіть добре диверсифікований портфель не захищений від ризику концентрації, оскільки в цих ситуаціях порушується нормальний (звичайний) зв'язок між активами. Також рекомендується враховувати, що в сучасних умовах має місце прискорене розповсюдження (розвиток) кризових ситуацій.

Страховику рекомендується узагальнювати практику розробки і проведення стрес-тестування, поклавши відповідальність за це на наглядовий орган страховика. Безпосередньо виконувати ці функції може спеціалізований підрозділ з управління ризиками або актуарії. Рекомендується, щоб залучені до розробки стрес-тестів особи мали:

- сукупний досвід у сфері актуарної діяльності, бухгалтерського обліку, економічній, юридичній та фінансовій сферах;
- глибоке розуміння діяльності страховика;
- здатність ідентифікувати ризики, які потенційно можуть мати значний негативний вплив на фінансовий стан страховика;
- здатність аналізувати розмір впливу цих ризиків;
- розуміння різних моделей, що можуть бути використані, а також були здатними проаналізувати його результати та підготувати відповідне повідомлення.

Серед факторів загального характеру, що впливають на природу та обсяги стрес-тестів, рекомендується враховувати: стан платоспроможності; напрями діяльності та систему розповсюдження страхових продуктів; поточну позицію на ринку; поточну позицію в групі (конгломераті); інвестиційну політику; положення бізнес-плану; загальні економічні умови.

Страховику, фактичний запас платоспроможності якого перевищує нормативний запас платоспроможності не більше ніж на 10 %, рекомендується проводити більші за обсягом та частіші стрес-тести.

Під час розробки стрес-тестів рекомендується визначати фактори ризику, що стосуються таких ризиків:

1. Страховий ризик.
2. Ринковий ризик.

3. Кредитний ризик.
4. Ризик ліквідності.
5. Операційний ризик.
6. Груповий ризик.
7. Системний ризик.

Цей перелік не є вичерпним для визначення всіх специфічних ризиків страховика. Рекомендується при розробці стрес-тестів враховувати також поради актуаріїв щодо включення інших факторів ризику.

Страховий ризик стосується ризику прийняття невідповідної стратегії андеррайтингу (наприклад, невідповідне об'єднання ризиків чи несприятливий вибір ризиків), невідповідного впровадження прийнятої стратегії або ризик настання неочікуваних збитків, навіть якщо стратегія є відповідною і впроваджується належним чином. Під час визначення цього ризику розглядаються окремо вплив андеррайтингу та функції виплат на страхові премії та технічні резерви страховика.

Страхові ризики можуть бути розділені на такі категорії:

- ризик андеррайтингу;
- ризик катастроф;
- ризик погіршення технічних резервів.

Наведені нижче переліки факторів ризику не є вичерпними.

Ризик андеррайтингу може включати такі фактори ризику:

- відповідність ціноутворення, наприклад, можливість для страховика встановлювати відповідні ціни на свої продукти, беручи до уваги умови ведення бізнесу, прийнятої політики, будь-які видані гарантії, обмеження, пов'язані з циклічністю премій та місткістю галузі, рівень існуючих ставок та власні цілі щодо прибутку;
- вплив швидкого зростання або зменшення обсягів андеррайтингового портфеля;
- недостатність досвіду щодо страхових вимог, включаючи частоту їхнього подання та розмір великих вимог;
- тривалість розвитку черги вимог та приховані вимоги;
- залежність від певних посередників, що мають непропорційну частку в доходах страховика від страхових премій;

Розділ 12. Управління активами страхових компаній

- можливість зростання ставок перестрахування або закриття (обмеження) доступу до перестрахування;
- вплив високого рівня невизначеності при ціноутворенні на нових ринках чи ринках, що розвиваються, через недостатність необхідної інформації для здійснення належної оцінки ціни ризику;
- географічний склад страхового портфеля, концентрація за географічною чи країнною ознакою;
- толерантність до змін у витратах, включаючи непрямі витрати, наприклад, накладні витрати.

Ризик катастроф може включати такі фактори ризику:

- спроможність страховика витримати катастрофічні події, зростання ризиків, що непередбачено відкрилися, вплив прихованих вимог або акумулювання вимог;
- можливе вичерпання заходів перестрахування;
- відповідність припущень та моделей катастроф, що використовуються, наприклад, фактори вірогідних максимальних збитків тощо.

Перелік факторів повинен враховувати, що катастрофічні події стосуються всіх напрямів діяльності.

Ризик погіршення технічних резервів може включати такі фактори ризику:

- адекватність та невизначеність технічних резервів збитків;
- адекватність інших технічних резервів, наприклад, резерву незароблених премій тощо;
- частота та розмір великих вимог;
- можливі результати щодо вимог, які оспорюються, у тому числі в суді;
- вплив інфляції;
- включені гарантії в страховому полісі;
- ризик, пов'язаний зі змінами процентних ставок при достроковому розірванні договору страхування;
- соціальні зміни, що призводять до зростання вимог чи позовів до суду;
- інші соціальні, економічні, законодавчі та технологічні зміни.

Ринковий ризик пов'язаний у першу чергу з несприятливими змінами у вартості активів і зобов'язань страховика як на балансі, так і поза балансом, що відбуваються в результаті впливу ситуації на ринку. Це, наприклад, ризик зменшення вартості активів через ринкові зміни відсоткових ставок, валютних курсів, цін на інструменти капіталу тощо, що не компенсується відповідним зменшенням зобов'язань страховика.

Ринковий ризик може включати такі фактори ризику:

- можливість значного економічного спаду або спаду на ринку, що призводить до змін відсоткових ставок, які негативно впливають на фінансовий стан страховика;
- вплив на портфель у цілому зміни цін на окремі види активів;
- неадекватна оцінка активів;
- безпосередній вплив на портфель знецінення валюти, а також вплив на пов'язані ринки та валюти;
- обсяг будь-яких невідповідностей активів та зобов'язань, включаючи ризик реінвестування;
- вплив на вартість портфеля значних змін у різниці між ринковими відсотковими ставками і безризиковою відсотковою ставкою;
- вплив погіршення кредитних та інших рейтингів на вартість активів.

Кредитний ризик стосується можливості невиконання зобов'язань контрагентом. До контрагентів страховика можна віднести боржників, позичальників, брокерів, страхувальників, перестраховиків тощо. Кредитний ризик може також бути присутній у гарантіях та інших фінансових інструментах, у тому числі при сек'юритизації. Він може включати такі фактори ризику:

- вплив фінансової неспроможності (банкрутства) перестраховика або декількох перестраховиків на виконання зобов'язання перед страховиком;
- погіршення кредитоспроможності перестраховиків, що задіяні в програмі перестрахування страховика, посередників чи інших контрагентів;

- ступінь концентрації в програмах перестрахування на перестраховиках із певним рейтингом;
- ступінь концентрації кредитного ризику, наприклад, в одного контрагента тощо;
- погіршення обсягів та якості наданого забезпечення;
- більші, ніж очікувані збитки від безнадійних боргів;
- неспроможність сторін виконати зобов'язання, щодо яких страховиком були надані гарантії.

Ризик ліквідності стосується неспроможності страховика реалізувати активи для погашення зобов'язань точно на момент настання строку погашення. Фундаментальним є розуміння того, чи достатньо потоків грошових коштів, що отримує страховик, для виконання зобов'язань перед страхувальниками та іншими кредиторами. Він може включати такі фактори ризику:

- будь-які неспівпадання між очікуваними потоками грошових коштів, пов'язаних з активами та зобов'язаннями;
- неспроможність швидко продати активи;
- частка активів, право страховика на реалізацію яких обмежене (активи в заставі тощо);
- загальний стан грошових потоків страховика та його спроможність витримати різкі, неочікувані впливи грошових коштів у зв'язку з виплатами вимог або неочікуване зменшення притоку грошових коштів від премій;
- можлива потреба реалізації активів із різним рівнем ринкової ліквідності та пов'язані з цим потенційні витрати та часові обмеження.

Операційний ризик може спричинятися відмовою систем (у тому числі технічних), порушенням внутрішніх процедур та засобів контролю страховика, що призводить до фінансових втрат.

Незважаючи на те, що операційний ризик може бути дуже важко визначити та оцінити, рекомендується, як мінімум, мати в наявності відповідні плани та процедури для несприятливого сценарію. Він може включати такі фактори ризику:

- адекватність безперервного бізнес-планування;

Управління фінансовими активами

- адекватність планів відновлення після аварії, наприклад, потенційної відмови систем збереження інформації тощо;
- можливість шахрайської діяльності, яка може вплинути на фінансовий стан чи операційну ситуацію страховика;
- технологічні ризики, що можуть очікувати страховика, наприклад, пов'язані з системами апаратного чи програмного забезпечення;
- ризики репутації, що можуть очікувати страховика, наприклад, вплив ушкодження бренду страховика на зменшення частини потенційних страховиків в андеррайтинговому портфелі;
- маркетингові та дистриб'юторські ризики, що можуть очікувати страховика, наприклад, залежність від бізнесу посередників;
- можливість політичного втручання, наприклад, обмеження руху коштів у кризовій ситуації, зміни законодавства, як зміни в оподаткуванні тощо;
- вплив правових ризиків, наприклад, накладення штрафних санкцій або ризик того, що текст страхового договору може бути інтерпретовано ширше, ніж малося на увазі;
- можливий вплив труднощів із залученням зовнішнього персоналу, наприклад, коли третя сторона не може виконати своє зобов'язання за контрактом;
- неспроможність загальних засобів контролю за управлінням персоналом, наприклад, вплив андеррайтера, що перевищив свої повноваження.

Участь страховика в групі може бути для страховика як джерелом потенційних переваг, так і причиною виникнення ризику взаємного впливу членів групи.

Груповий ризик може включати такі фактори ризику:

- вплив на страховика, якщо фінансова підтримка більше не гарантується материнською компанією або якщо страховик не має доступу до залучення додаткового капіталу чи фондів групи;
- вплив на страховика погіршення стану справ материнської компанії або афілійованої компанії в групі, наприклад, вплив на доступ до фінансових ресурсів у вигляді кредитних ліній,

внутрішньогрупового фінансування або вплив стану групи на доступ до зовнішнього капіталу;

- вплив на страховика неможливості оперативно продати чи закрити дочірнє підприємство у випадку труднощів, наприклад, коли дочірнє підприємство має той самий бренд, систему та інфраструктуру, що і страховик;

- потенційне витрачання управлінського часу на питання групи;

- прихована підтримка компаній групи через перерозподіл накладних витрат групи на страховика;

- тиск на страховика щодо фінансової підтримки членів групи;

- тиск на страховика щодо дотримання перш за все вимог групи, а не власної стратегії страховика, наприклад, щодо складу інвестицій;

- вплив на страховика високого ступеня залежності від ресурсів групи (наприклад, через використання внутрішньогрупового перерозподілу персоналу) для підтримки критичних операцій страховика;

- вплив на страховика падіння рейтингу групи або інших проблем, пов'язаних із репутацією групи.

Системний ризик може включати такі фактори ризику:

- неплатоспроможність одного або більше значних страховиків на ринку, що може призвести до маркетингового ризику або ризику репутації для інших страховиків;

- неплатоспроможність або зниження рейтингу інших фінансових інститутів, таких як банки, може вплинути на операції страховика.

Рекомендується проводити стрес-тестування щонайменше раз на рік. Додатково стрес-тести рекомендується проводити при значному розвитку протягом року як обсягу портфеля, так і його окремих характеристик.

Нормальною практикою може вважатись щорічне проведення стрес-тестування. Регулятор може рекомендувати проведення стрес-тестування, наприклад, щоквартально у відповідь на певні

обставини на ринку чи в страховика. Таке тестування може бути менш детальним, ніж при щорічному тестуванні.

За розробки стрес-тестів рекомендується враховувати, що вони мають визначати результати та вплив різних часових горизонтів на бізнес-плани, стратегічні ризики та майбутні вимоги до операційної діяльності. Часовий горизонт повинен бути достатньо довгим, щоб результати стресу повністю проявились і керівництво мало можливість здійснити відповідні дії. Для деяких ризиків це може вимагати проведення стрес-тестування протягом повного економічного циклу.

Страховикам, які здійснюють довгострокове страхування життя або страхування в межах недержавного пенсійного забезпечення, рекомендується планувати фінансові результати на п'ять і більше років, водночас як для інших страховиків може бути достатньо двох років.

Щодо технологій моделювання трес-тестування, то рекомендується за використання певної моделі ризиків враховувати конкретні обставини та підходи страховика до оцінки та управління ризиками. Загальні методи базуються на статичному або динамічному моделюванні і детермінованому або стохастичному підходах.

Статичне моделювання передбачає аналіз фінансового стану страховика на конкретний момент часу, водночас як динамічне моделювання враховує розвиток фінансового стану протягом певного часового періоду.

Детерміновані моделі вивчають вплив на фінансовий стан страховика у випадку настання певного сценарію, водночас як стохастичні моделі беруть до уваги також вірогідність настання різних сценаріїв.

Однією з переваг *стохастичного моделювання* є те, що воно надає уяву про діапазон та вірогідність отримання різних фінансових результатів. Однак стохастичні моделі мають обмеження щодо точного передбачення під час катастрофічних ситуацій або граничних випадків, оскільки відсутня достатня кількість спостережень і моделі здійснюють екстраполяцію минулого досвіду.

Незалежно від моделі, що використовується для проведення стрес-тестів, рекомендується періодично здійснювати її тестування або інші процедури для підтвердження результатів та точності моделі. При цьому рекомендується враховувати таке:

- якщо використовується стохастична модель, необхідно тестувати припущення та кореляції, щоб оцінити, наскільки результат є чутливим до таких припущень та параметрів моделі. Результати проведеного аналізу похибок слід враховувати при оцінці результатів стрес-тестів;

- перегляд моделі слід здійснювати особам, які не брали участі в її розробці та регулярному використанні чи не беруть участі в прийнятті відповідних бізнес-рішень. Результат такого перегляду має бути задокументованим;

- повинні бути в наявності процедури контролю, що забезпечують ідентифікацію, документування та аудит проведених змін у моделях;

- необхідно забезпечити безперервний аналіз за послідовні періоди змін у результатах моделювання.

Для багатьох ризиків, з якими стикається страховик, потенціал та ступінь достовірності тестування моделі можуть бути обмеженими.

Аналіз фондового ринку (з точки зору інвестиційного портфеля страховика) може бути здійснений на підставі щорічних даних за багато років, але більшість із таких даних вже втратять суттєвість на час аналізу. Суттєвість історичного аналізу законодавчих змін також може бути дуже обмеженою.

Під час аналізу катастрофічних подій модель має базуватись в основному на структурі ризиків, а не на минулих статистичних даних.

Щодо звітності наглядовим та виконавчим органам страховика, то рекомендується готувати письмовий звіт за результатами стрес-тестування та включати до нього таку інформацію:

- опис методики стрес-тестування та ключові припущення, що використовуються в моделі тестування;

- опис результатів тестування при використанні припущень, визначених у бізнес-плані (базовий варіант);
- опис припущень, що використані в сценаріях стрес-тестування та взаємозв'язків факторів ризику;
- опис результатів стрес-тестування до будь-яких дій керівництва страховика;
- опис впливу на результат аналізу обмежень щодо застосованих даних;
- опис характеру дій керівництва страховика щодо поліпшення результатів негативних сценаріїв стрес-тестування;
- результати стрес-тестування, що враховують дії керівництва страховика.

У цілях нагляду рекомендується надавати Нацкомфінпослуг результати найбільш суттєвих стрес-тестів та інформацію щодо припущень, на яких вони побудовані, а також надавати доступ до результатів усіх стрес-тестів.

Нацкомфінпослуг може розробити та рекомендувати страховикам стандартні стрес-тести. Такі тести можуть бути запропоновані окремому страховику, групі страховиків чи всім страховикам. Критерії для сценаріїв стандартних стрес-тестів розробляються Нацкомфінпослуг з урахуванням профілю ризиків страховиків.

12.3. Специфіка фінансових інвестицій страхових компаній

Страхові компанії, зокрема зі страхування життя, є класичними прикладами консервативних інвесторів фінансового ринку і традиційно орієнтуються на придбання високонадійних фінансових активів (наприклад, таких як державні цінні папери). Водночас вони є інститутами фінансового захисту юридичних і фізичних осіб (щодо останніх, то й засобом додаткового соціального забезпечення).

Таким чином, можна зробити висновок, що страхова компанія повинна в першу чергу брати до уваги безпечність інвестицій, а в останню – одержання майбутнього доходу. Якщо вона буде

успішно здійснювати страхові операції та проводити збалансовану інвестиційну політику щодо мінімізації ризику та дохідності, то вона буде успішно конкурувати на ринку. Таким чином, інвестиційна політика повинна доповнювати базову стратегію страхової компанії з метою забезпечення суттєвих конкурентних переваг та довгострокових перспектив зростання.

Основними вимогами до прийняття рішень і вибору стратегії управління фінансовими інвестиціями страхової компанії є вимоги до:

- 1) капіталу, що базуються на оцінці ризику;
- 2) методів оцінки активів для надання звіту контролюючим органам;
- 3) інвестицій.

Таким чином, первинною є інвестиційна політика щодо формування капіталу, і вже потім визначаються підходи до формування та управління портфелем інвестицій через розміщення страхових резервів.

Як зазначалось вище, вибір інвестиційної стратегії страхової компанії залежить від природи зобов'язань (пасивів). Через те, що для багатьох зобов'язань як суми, так і строки їхніх виплат наперед невідомі, компанія, яка випустила зобов'язання, повинна завжди мати достатньо коштів для виконання поточних зобов'язань. Крім того, слід мати на увазі, що утримувач зобов'язань може мати право вимагати їх дострокового виконання, навіть якщо це загрожує йому сплатою штрафу. Так, компанії зі страхування життя повинні мати наявні кошти для виплат власнику полісу у випадку дострокового розірвання договору з обкладанням його штрафом. У деяких компаніях існує можливість одержання кредиту, тобто власник полісу має право взяти кредит під заставу полісу. Обидва ці фактори також збільшують невизначеність пасивів страхової компанії.

Таким чином, основні функції страхових компаній, так само як і інших інституційних інвесторів, полягають у такому:

- 1) отримання від інвестованих активів адекватної дохідності;
- 2) підтримка прийнятного рівня перевищення активів над зобов'язаннями або економічного надлишку.

В Україні розпорядженням Держфінпослуг від 03.02.2004 № 39 було затверджено Порядок складання звітних даних страховиків, згідно з яким зобов'язання в звіті відображаються відповідно до вимог П(С)БО 11 «Зобов'язання», а оцінка і відображення активів суб'єкта господарювання – П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції».

Відповідно до Розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Положення про обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика» від 07.06.2018 № 850 *страхові резерви* визначено як величину, яка визначає грошову оцінку зобов'язань страховика за договорами страхування (перестрахування), розраховану відповідно до вимог законодавства з метою забезпечення майбутніх страхових виплат залежно від видів страхування. *Нормативний обсяг активів* – мінімальний обсяг прийнятних активів, необхідний страховику з метою дотримання нормативу платоспроможності та достатності капіталу, нормативу ризиковості операцій та нормативу якості активів, який визначається окремо для кожного такого нормативу.

Сума прийнятних активів – сукупна вартість у національній валюті активів страховика, яка визначається за балансовою вартістю таких активів, які відповідають критеріям ліквідності, прибутковості та якості.

До суми прийнятних активів можуть включатися такі активи:

- 1) грошові кошти на поточному рахунку;
- 2) банківські вклади (депозити);
- 3) валютні вкладення згідно з валютою страхування;
- 4) нерухоме майно;
- 5) акції, облігації підприємств (крім цільових облігацій), іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, облігації місцевих позик, облігації міжнародних фінансових організацій;
- 6) державні цінні папери, у тому числі державні облігації України;
- 7) права вимоги до перестраховиків;

Розділ 12. Управління активами страхових компаній

8) інвестиції в економіку України за напрямами інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів, затвердженими Постановою Кабінету Міністрів України від 17.08.2002 № 1211;

9) банківські метали, в тому числі поточні та вкладні (депозитні) рахунки в банківських металах;

10) кредити страхувальникам-фізичним особам, що уклали договори страхування життя, в межах викупної суми на момент видачі кредиту та під заставу викупної суми – для страхових резервів зі страхування життя;

11) готівка в касі в обсягах лімітів залишків каси, розрахунків яких установлений НБУ;

12) залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах, що сплачені страховиками до централізованих страхових резервних фондів Моторного (транспортного) страхового бюро України відповідно до Закону України «Про обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів»;

13) непрострочена дебіторська заборгованість за укладеними договорами страхування та/або перестрахування;

14) дебіторська заборгованість, що виникла внаслідок розміщення грошових коштів страховика в гарантійних фондах аси- станських компаній виключно з метою гарантування медичного обслуговування клієнтів страховика в медичних закладах відповідно до договорів страхування в разі настання страхових випадків в обсязі не більше 3 % нормативного обсягу активів, який визначається з метою дотримання нормативу платоспроможності та достатності капіталу;

15) дебіторська заборгованість, що виникла внаслідок здійснення страхового відшкодування за іншого страховика за договором обов'язкового страхування цивільно-правової відповідальності;

16) дебіторська заборгованість за нарахованими відсотками за банківськими вкладами (депозитами), цінними паперами, емітентом яких є держава;

17) внески страховика, що є учасником фінансової групи, до статутних капіталів інших страховиків-учасників цієї фінансової групи в обсязі, встановленому законодавством, за умови виконання такою фінансовою групою вимог до регулятивного капіталу.

Прийнятні активи повинні розміщуватися з урахуванням принципів безпечності, прибутковості, ліквідності. При цьому вони включаються до суми прийнятних активів за умови, якщо:

1) акції українських емітентів відповідно до законодавства пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі та перебувають у біржовому реєстрі;

2) акції іноземних емітентів, щодо яких НКЦПФР прийнято рішення про допуск таких цінних паперів до обігу на території України, відповідно до законодавства пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі та перебувають у біржовому реєстрі, а також за умови, що:

а) іноземний емітент акцій провадить свою діяльність не менше ніж два роки;

б) акції іноземних емітентів перебувають в обігу упродовж останніх 12 місяців до дати розрахунку величини активів на організованих фондових ринках та пройшли процедуру лістингу на одній з іноземних фондових бірж згідно з переліком іноземних фондових бірж, на яких мають бути допущені до обігу цінні папери іноземних емітентів, що мають намір отримати допуск до обігу цінних паперів на території України, затвердженням НКЦПФР;

3) облігації підприємств українських емітентів, облігації місцевих позик, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, державні облігації України, облігації міжнародних фінансових організацій перебувають у біржовому списку. Якщо облігації виключено з біржового списку та протягом 90 календарних днів не включено до біржового списку, такі активи надалі включаються до суми прийнятних активів у розмірі не більше 50 % їхньої вартості;

4) облігації іноземних емітентів, щодо яких НКЦПФР прийнято рішення про допуск таких цінних паперів до обігу на території

України, відповідають вимогам щодо допуску таких цінних паперів до обігу їх на території України, а також за умови, що:

– кредитний рейтинг іноземного емітента облігацій не нижчий одного з таких:

A3 – Moody's Investors Service (США);

A – Standard & Poor's (США);

A – Fitch Ratings (Великобританія);

облігації іноземних емітентів перебувають в обігу упродовж останніх 12 місяців до дати розрахунку величини активів на організованих фондових ринках та пройшли процедуру лістингу на одній з іноземних фондових бірж згідно з переліком іноземних фондових бірж, на яких мають бути допущені до обігу цінні папери іноземних емітентів, що мають намір отримати допуск до обігу цінних паперів на території України, затвердженим НКЦПФР;

5) цінні папери іноземних держав-емітентів відповідають вимогам щодо допуску таких цінних паперів до обігу на території України, а також за умови, що суверенні рейтинги в національній валюті, в іноземній валюті, за короткостроковими зобов'язаннями, за довгостроковими зобов'язаннями країни, в якій державою здійснено випуск цінних паперів, не нижчі одного з таких:

A3 – Moody's Investors Service (США);

A – Standard & Poor's (США);

A – Fitch Ratings (Великобританія);

6) активи, визначені в підпунктах 1–3 та 9 перерахованих прийнятих активів, розміщені в банку, кредитний рейтинг якого відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою, затвердженою постановою Кабінету Міністрів України від 26.04.2007 № 665.

У разі зниження рівня кредитного рейтингу банку, в якому розміщено активи страховика, нижче інвестиційного рейтингу за національною рейтинговою шкалою, такі активи включаються до суми прийнятих активів з відповідного розрахунку, зокрема протягом:

– 30 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу в розмірі не більше 75 % їхньої вартості;

- 31–60 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу в розмірі не більше 50 % їхньої вартості;

- 61–90 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу в розмірі не більше 25 % їхньої вартості.

Якщо протягом 90 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу банку, в якому розміщені активи страховика, не відбулось відновлення рейтингу до рівня інвестиційного, зазначені активи не включаються до суми прийнятних активів;

7) боргові цінні папери, емітентом яких є резидент України, мають інвестиційний, кредитний рейтинг за національною рейтинговою шкалою.

У разі зниження рівня кредитного рейтингу боргового цінного папера, в якому розміщено активи страховика, нижче інвестиційного за національною рейтинговою шкалою, такі активи включаються до суми прийнятних активів з відповідного розрахунку, зокрема протягом:

- 30 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу в розмірі не більше 75 % їхньої вартості;

- 31–60 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу в розмірі не більше 50 % їхньої вартості;

- 61–90 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу в розмірі не більше 25 % їхньої вартості.

Якщо протягом 90 календарних днів з моменту зниження рівня кредитного рейтингу боргового цінного папера, в якому розміщено активи страховика, не відбулось відновлення рейтингу до рівня інвестиційного, зазначені активи не включаються до суми прийнятних активів;

8) оцінка активів здійснюється за їхньої справедливою вартістю відповідно до вимог міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності;

9) активи визначені в національній валюті України або в іноземній вільно конвертованій валюті.

До суми прийнятних активів не включаються:

1) активи, розміщені в банку, щодо якого прийнято рішення НБУ України про віднесення його до категорії неплатоспроможних;

2) цінні папери:

- обіг яких зупинено, – з дати оприлюднення відповідної інформації на офіційному веб-сайті НКЦПФР, зупинено внесення змін до системи депозитарного обліку;

- емітента, стосовно якого порушено провадження у справі про банкрутство, винесено ухвалу про його санацію;

- емітента, щодо якого прийнято рішення про припинення шляхом ліквідації або визнання емітента банкрутом;

- емітента, емісію цінних паперів якого визнано недійсною, скасовано реєстрацію випуску цінних паперів такого емітента;

- емітента яких включено до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності, оприлюдненого на офіційному веб-сайті НКЦПФР;

- емітента, щодо якого в Єдиному державному реєстрі юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань відсутні відомості про юридичну особу або наявні відомості про відсутність юридичної особи за її місцезнаходженням;

- емітента, щодо якого прийнято рішення про зупинення торгівлі на будь-якій біржі, – з дати оприлюднення відповідної інформації на офіційному веб-сайті НКЦПФР;

3) права вимоги до перестраховиків-резидентів з видів страхування, за якими такий перестраховик не має права здійснювати діяльність на дату розрахунку, та права вимоги до перестраховиків-нерезидентів, які на дату укладення відповідного договору перестрахування не відповідали вимогам, встановленим законодавством з питань регулювання ринків фінансових послуг;

4) активи, які обтяжені зобов'язаннями, що обліковуються на позабалансових рахунках (застави, гарантії, зобов'язання тощо);

5) активи, які зареєстровані та/або перебувають на тимчасово окупованій території України;

6) активи, які зареєстровані та/або перебувають на території населених пунктів, внесених до переліку населених пунктів, на території яких органи державної влади тимчасово не здійснюють свої повноваження, та переліку населених пунктів, що розташовані на лінії зіткнення;

7) права вимоги до фізичних осіб та юридичних осіб, до яких Радою національної безпеки і оборони України застосовано персональні спеціальні економічні та інші обмежувальні заходи (санкції), а також активи таких осіб;

8) майно, щодо якого законом, актами уповноважених на це органів державної влади, їхніх посадових осіб або на підставі договору встановлено заборону розпоряджатися та/або користуватися (обтяження) або заборону відчуження, крім випадків, коли обмеження встановлено з метою виконання страхових зобов'язань страховика;

9) активи, щодо справедливої та/або балансової вартості яких аудитор відповідно до аудиторського звіту щодо проведення обов'язкового аудиту фінансової звітності (консолідованої фінансової звітності) не зміг отримати достатні аудиторські докази (не зміг підтвердити вартість, за якою актив визнаний у балансі страховика) та/або отримав достатні аудиторські докази і дійшов висновку про викривлення справедливої та/або балансової вартості таких активів. Активи, зазначені у цьому підпункті, будуть віднесені до прийнятних активів після підтвердження аудитором їхньої справедливої та/або балансової вартості з дати такого підтвердження.

До нормативу ризиковості операцій не включають такі активи:

1) майно, яке перебуває в заставі та є забезпеченням виконання будь-якої вимоги за іншими, ніж страхові, зобов'язаннями страховика;

2) активи, придбані за рахунок позик (кредити, поворотна фінансова допомога, інші позикові кошти);

3) активи, розміщені у банках та боргових цінних паперах, кредитний рейтинг яких нижче інвестиційного рівня за національною рейтинговою шкалою;

4) цінні папери, емітентами яких є інші страховики;

5) цінні папери із зобов'язаннями зворотного викупу, крім державних облігацій України;

6) цінні папери, за якими не здійснено повної оплати їхньої вартості;

7) іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, крім іпотечних облігацій, емітентом яких є фінансова установа, більше ніж 50 % корпоративних прав якої належать державі та/або державним банкам;

8) кошти, надані іншим особам на умовах субординованого боргу;

9) помилково перераховані кошти на рахунок страховика;

10) суми страхових платежів, які підлягають поверненню страхувальнику в період, наступний за звітним, відповідно до законодавства;

11) права вимоги до перестраховика-нерезидента, який не є страховим пулом та рейтинг фінансової надійності (стійкості) якого нижчий, ніж за класифікацією таких міжнародних рейтингових агентств:

B+ – *A.M. Best* (США);

Baa3 – *Moody's Investors Service* (США);

BBB- – *Standard & Poor's* (США);

BBB- – *Fitch Ratings* (Великобританія);

12) права вимоги до перестраховиків-нерезидентів за укладеними договорами перестрахування ризиків, пов'язаних з дожиттям застрахованої особи до певного віку, події чи закінчення дії договору, крім ризиків, які пов'язані зі смертю застрахованої особи в будь-якому випадку та/або з нещасним випадком, що трапився, та/або в разі стійкої непрацездатності або інвалідності унаслідок хвороби застрахованої особи;

13) активи, перелічені у підпунктах 13–15 прийнятих активів.

Норматив платоспроможності та достатності капіталу – сума прийнятних активів, яка на будь-яку дату має бути не меншою нормативного обсягу активів, що визначається як більша з таких величин:

$$З + K;$$

$$З + НЗП,$$

де *З* (зобов'язання) – величина довгострокових та поточних зобов'язань і забезпечень, що розраховується відповідно до законодавства та визначається як сумарна величина розділів II–IV пасиву

балансу (Звіту про фінансовий стан), форма і склад статей якого визначаються Національним положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності», затвердженим наказом Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73, зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 28.02.2013 № 336/22868;

K – величина, що дорівнює: 30 млн грн – для страховика, який здійснює або планує здійснювати види страхування інші, ніж страхування життя; 45 млн грн – для страховика, який здійснює або планує здійснювати страхування життя;

НЗП – нормативний запас платоспроможності, який розраховується відповідно до законодавства.

Норматив платоспроможності та достатності капіталу власника істотної участі – сума прийнятних активів, яка на будь-яку дату має бути не меншою нормативного обсягу активів, який визначається з метою дотримання нормативу платоспроможності та достатності капіталу, збільшеного на величину, що визначається у такому порядку:

- у разі набуття істотної участі у страховику (страховиках), що не виконує (виконують) вимоги Положення, величина дорівнює добутку розміру істотної участі у такому (таких) страховику (страховиках) на розмір нестачі (дефіциту) прийнятних активів страховика (страховиків), участь у якому (яких) набула;

- якщо страховик (страховики), у якому (яких) набула участь, виконує (виконують) вимоги, встановлені Положенням, величина дорівнює нулю.

Позитивним моментом можна вважати появу в Україні **тестів раннього попередження** – системи порівняння фактичних фінансових показників діяльності страховиків із визначеними Нацкомфінпослуг показниками (Рекомендації щодо аналізу діяльності страховиків від 17.03.2005 № 3755).

Відповідно до Рекомендацій здійснюється аналіз капіталу, активів, перестрахування, страхових резервів, дохідності, ліквідності та надається відповідна оцінка. Оцінки виставляються за 4-бальною шкалою залежно від діапазону, в який потрапило значення відповідного показника.

На основі проведених тестів раннього попередження страховики можуть отримати такі оцінки:

- «1» (стійка) – фінансові показники перебувають на високому рівні;
- «2» (задовільна) – відсутні серйозні проблеми, фінансові показники перебувають на середньому рівні;
- «3» (гранична) – фінансовий стан викликає побоювання, фінансові показники перебувають на рівні значно нижчому за середній;
- «4» (незадовільна) – вважається неприпустимою, фінансовий стан є дуже нестабільним.

Під час розрахунку показників тестів раннього попередження використовуються такі дані: капітал, високоліквідні активи, зобов'язання, дебіторська заборгованість, сума чистих премій, зароблені страхові платежі, чистий прибуток (або збиток), виплати і витрати, прибуток від фінансової діяльності, середній обсяг фінансових інвестицій протягом року, чисті страхові резерви (табл. 12.2).

Управляючий активами страхової компанії зі страхування життя повинен максимізувати економічний надлишок у рамках бухгалтерських і регулюючих обмежень для різних класів полісів відповідно до інвестиційної стратегії компанії, що напряду залежить від типів полісів.

Зазвичай страховими компаніями застосовується інвестиційна стратегія, відома як *стратегія точної відповідності*, або *дублююча стратегія (dedicated portfolio strategy)*. Вона може бути використана з метою генерування потоку платежів, що відповідає всім майбутнім зобов'язанням, вказаним у полісі, незалежно від зміни процентних ставок. Для інвестиційного контракту може бути використана *імунізаційна стратегія (immunization strategy)*, яка забезпечує необхідну суму до виплати після закінчення строку погашення, незалежно від того, як змінюються процентні ставки в майбутньому. Дублююча та імунізаційна портфельна стратегії носять також назву структурних портфельних стратегій, оскільки ними керуються під час удосконалення структури портфеля з метою забезпечення виконання страхових зобов'язань.

**Зміст і порядок розрахунку показників тестів
раннього попередження**

№/п	Термін	Зміст	Формула*
1	2	3	4
1.	Капітал, чистий капітал	Активи по балансу за вирахуванням нематеріальних активів та зобов'язань по балансу	$\Phi 1 : 280 - 010 - 430 - 480 - 620 - 630$
2.	Високоліквідні активи	Грошові кошти та їх еквіваленти	$\Phi 1 : 230 + 240$
3.	Зобов'язання, загальна сума зобов'язань	Зобов'язання по балансу	$\Phi 1 : 430 + 480 + 620 + 630$
4.	Дебіторська заборгованість	Всі види дебіторської заборгованості відповідно до балансу	$\Phi 1 : 50 + 160 + 170 + 180 + 190 + 200 + 210 + 060$
5.	Сума чистих премій	Валовий обсяг зібраних премій за вирахуванням частки, належної перестраховикам	$P 1 : 010 - 020 [P 1 : 080 - 090]$
6.	Зароблені страхові платежі	Дохід від реалізації послуг з видів страхування, інших, ніж страхування життя	$P 1 : 070^{**}$
7.	Чистий прибуток (або збиток)	Чистий прибуток (збиток) відповідно до звіту	$\Phi 2 : 220$ (або 225)
8.	Виплати і витрати	Страхові виплати та відшкодування, а також витрати, пов'язані з врегулюванням страхових випадків, збільшені на суму резервів збитків на кінець звітного періоду та зменшені на суму резервів збитків на початок звітного періоду	$(P 1 : 240 + 320 + 330) + P 3(K)070 - P 3(\Pi)070 + P 4(K)070 - P 4(\Pi)070$
9.	Прибуток від фінансової діяльності	Дохід від участі в капіталі та інші фінансові доходи за вирахуванням витрат від участі в капіталі та інші фінансові витрати	$\Phi 2 : 110 + 120 + 130 - 140 - 150 - 160$

Розділ 12. Управління активами страхових компаній

Продовження таблиці 12.2

1	2	3	4
10.	Середній обсяг фінансових інвестицій протягом року	Сума довгострокових фінансових інвестицій, які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств, та інших фінансових інвестицій та поточних фінансових інвестицій на початок і кінець звітного періоду, поділена на два	$(\Phi 1 : 040(\Pi) + 045(\Pi) + 220(\Pi) + 040(K) + 045(K) + 220(K)) / 2$
11.	Чисті страхові резерви	Страхові резерви за балансом за вирахуванням частки перестраховиків у страхових резервах	$\Phi 1 : 415 - 416$

**Формули записані відповідно до форм звітних даних, затверджених розпорядженням Держфінпослуг від 03.02.04 № 39 «Про затвердження Порядку складання звітних даних страховиків». У квадратних дужках наводяться формули для страховиків зі страхування життя, якщо вони відрізняються від формул для страховиків з загальних видів страхування. При записі формул в цій таблиці використовують такі умовні позначення: $\Phi 1$ – баланс, $P1$ – розділ 1 звіту, $P3$ – розділ 3 звіту, $P4$ – розділ 4 звіту, (Π) – на початок річного звітного періоду, (K) – на кінець річного звітного періоду, якщо не зазначено — на кінець річного звітного періоду.*

***Формула визначена тільки для страховиків з загальних видів страхування.*

Існують також інші стратегії управління активами для забезпечення ренти або гарантування інвестиційного контракту. Вони ґрунтуються на прогнозі руху процентних ставок. Такі прогнози дають можливість компанії оцінити ризик зменшення дохідності відносно ставки за полісом, що призводить до зниження надлишку.

Стратегії управління активами для полісів страхування життя зі змінною ставкою істотно відрізняються від розглянутих вище через те, що в цьому випадку об'єктом інвестування є портфель простих акцій.

Останнім часом у розвинених країнах значної популярності набуло фондове страхування життя (*unit-linked life insurance*), або

фондове страхування, коли кожна страхова премія, що вноситься страхувальником, ділиться на дві частини: одна частина використовується для формування фонду страхового покриття, а інша йде на придбання паїв у пайовому трасті (*unit trust*). Таким чином, дрібний інвестор має можливість одержати дохід від інвестицій, не беручи на себе великих фінансових ризиків.

Розвиток фондового страхування можна пояснити такими перевагами порівняно зі звичайними інвестиціями та іншими видами страхування:

- 1) дозволяє прив'язати моменти максимізації доходу до подій в особистому житті страхувальника;
- 2) пропонує пільги з оподаткування;
- 3) дозволяє безпосередньо брати участь у прийнятті інвестиційних рішень;
- 4) надає можливість отримати позички від страхової компанії;
- 5) дозволяє користуватись послугами кращих управляючих активами фінансових установ;
- 6) гарантує високу ліквідність вкладень.

Саме поняття «фондове страхування» є новим і малопоширеним навіть серед спеціалістів. Однак західні компанії, які обрали своєю стратегією спеціалізацію на фондовому страхуванні життя, досягли в цьому напрямі значних успіхів у дуже короткі строки. Наприклад, шведська фінансово-страхова група «Skandia», що має досвід класичного (здебільшого майнового) страхування, прийняла рішення зробити фондове страхування своїм виключним видом діяльності. У результаті активи компанії за 6 років збільшилися більш ніж у 12 разів і досягли розміру в 130 млрд дол.

Страхові компанії, які займаються ризиковими видами страхування, мають більш короткий строк зобов'язань порівняно з компаніями зі страхування життя, і більш широкий спектр типів полісів. При цьому точний розмір збитку і час настання страхового випадку є невідомими. Разом з тим максимальна сума зобов'язань не може перевищувати страхову суму, що зафіксована в полісі.

На відміну від багатьох фінансових продуктів, що пропонуються компаніями зі страхування життя, зобов'язання компаній, що займаються ризиковими видами страхування, не залежать від зміни процентних ставок, але цілком підпадають під вплив інфляції. Існує ряд специфічних типів ризику зобов'язань, з якими стикаються такі компанії, серед них два найбільш вагомі – *географічний ризик (geographic risk)* і *тарифний ризик, пов'язаний з обмеженнями на премії за полісами (regulatory pricing risk)*. Географічний ризик виникає, коли страховик має поліси, що локалізовані в межах певної географічної території. Якщо катастрофа, наприклад, землетрус або ураган, виникають на цій території, значення цього ризику стрімко зростає. Тарифний ризик виникає, коли органи нагляду обмежують премії, які можуть бути призначені за певним видом страхування.

Щодо економічного надлишку компанії, що займається ризиковими видами страхування, то він з часом підлягає змінам. Його трансформація щодо змін портфеля активів і змін у зобов'язаннях показана на рис. 12.4.

Останні роки в портфелях компаній із ризикових видів страхування переважали короткострокові активи відповідно до характеру зобов'язань. Дилема, з якою стикаються ці страховики, полягає в тому, що при більш різкому зниженні процентних ставок за короткостроковими цінними паперами порівняно з достроковими доходи компанії значно знижуються. Жорсткий контроль з боку контролюючих органів і тиск конкуренції не дає можливості компенсувати це зниження доходом від інвестиційної діяльності шляхом емісії нових полісів, що ставить страховиків із ризикових видів страхування в ряд найбільш складних суб'єктів управління серед усіх фінансових інститутів.

На практиці найбільш досвідчені компанії проводять якісний статистичний аналіз, застосовують імітаційне моделювання для портфеля активів і зобов'язань з метою обґрунтування комбінації активів, яка буде включена в портфель компанії.

У цілому для страхової компанії важливим є показник фінансової стійкості, який базується на достатності її фінансових

ресурсів – як власних, так і залучених, до яких належать кошти, що перебувають у розпорядженні страховика.

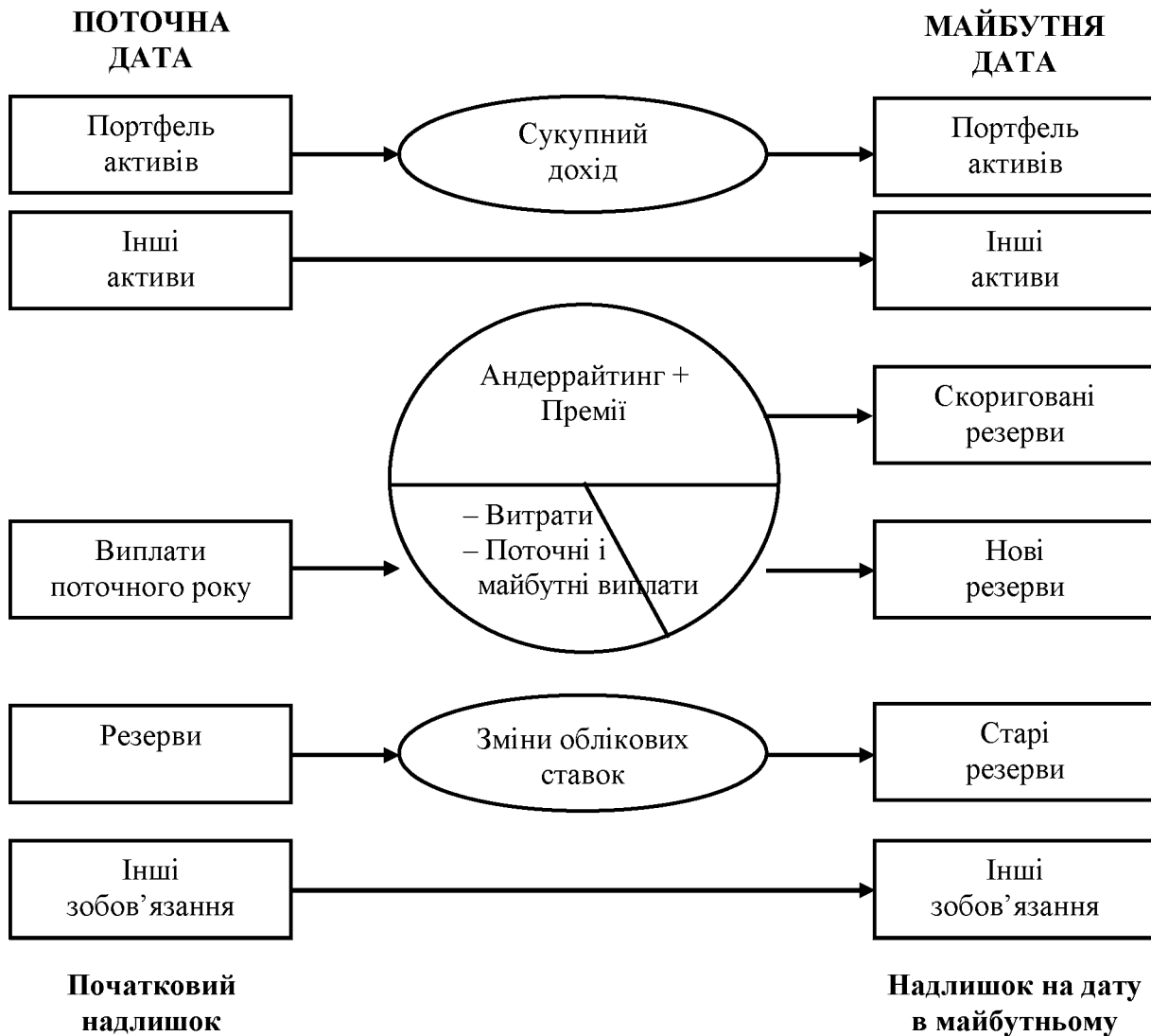


Рис. 12.4. Фінансова динаміка компаній з ризикових видів страхування

Фінансова стійкість страховика – це економічна категорія, що характеризує такий стан його фінансових ресурсів, їхнього розподілу й використання, за якого страхова компанія є платоспроможною і здатною своєчасно й у повному обсязі виконати свої фінансові зобов'язання перед страхувальниками за умов негативного впливу зовнішніх чинників, що спричинені зміною параметрів середовища, в якому вона перебуває, і/або внутрішніх чинників, що викликані ризиками самого страховика. Основними

складовими забезпечення фінансової стійкості страхової компанії є: власний капітал, страхові резерви, перестраховування, інвестиційна діяльність, тарифна політика.

Починаючи з 1971 року Міжнародне рейтингове агентство *Standard & Poor's* здійснює комплексний розрахунок показника фінансової стійкості страхових компаній. До нього входить аналіз таких основних компонентів: ринкового ризику (оцінка середовища, в якому працює страховик), менеджменту і корпоративної стратегії, бізнес-профілю компанії, результатів основної діяльності, достатності власного капіталу, принципів і методів резервування й ліквідності.

Вітчизняне рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг» розробило власну **Методологію рейтингової оцінки страхової компанії**, яка містить перелік критеріїв, дослідження яких, на думку розробників, повною мірою дає змогу скласти уявлення про ступінь фінансової стійкості й про здатність страховика виконати узяті на себе фінансові зобов'язання за договорами страхування і перестраховування. До методології згаданого агентства входить розгляд широкого спектра кількісних і якісних чинників, що впливають на рівень фінансової стійкості страхової компанії, а саме:

1. *Аналіз стану страхової галузі*: ринок та конкуренція; регулювання галузі; тенденції розвитку ринку й асортименту страхових послуг; бар'єри для входження на ринок.

2. *Якісний аналіз компанії*: аналіз організаційно-правової структури; розмір страхової компанії; структура власності й контролю над страховою компанією, потенційні конфлікти інтересів; організаційна структура страхової компанії; юридичний аналіз компанії; стратегічний фокус; діловий потенціал; тенденція зміни частки ринку; канали дистрибуції; бренд і гудвіл; бар'єри для вступу в ключові для компанії сектори ринку страхових послуг; якість інвестиційного портфеля; менеджмент і персонал.

3. *Кількісний аналіз компанії*: достатність резервів; використання перестраховування; ліквідність; інвестиційний ризик; прибутковість; капіталізація та фінансування;

Отже, дотримання фінансової стійкості страховика належить до найважливіших проблем ринкової економіки, оскільки відсутність або низький рівень фінансової стійкості страхової компанії призводить до його неплатоспроможності й у кінцевому результаті – до банкрутства.

12.4. Процес розміщення активів і страхових резервів

Інвестиційна діяльність страхових компаній, джерелом якої є тимчасово вільні залучені кошти, достатньо жорстко регулюється державою. Це пояснюється не тільки природою інвестованих коштів страхових організацій, а й відсутністю у фактичних власників цих грошових коштів (страхувальників), об'єктивної можливості контролювати, наскільки ефективно страховик розпоряджається наданими йому коштами.

Оскільки основним джерелом інвестицій страхової компанії є страхові резерви, держава встановлює певні обмеження на форми і умови розміщення цих коштів. При цьому спостерігається постійне зростання фінансового потенціалу страховиків, що зумовлює необхідність державного регулювання їхньої інвестиційної діяльності. Форми і методи цього регулювання, як правило, відображують національні особливості страхового та інвестиційного ринку.

Інвестиційна діяльність страхових компаній, що здійснюють свою діяльність на території України, регулюється Законом України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР, Постановою Кабінету Міністрів «Про затвердження Напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів» від 17.08.2002 № 1211, Розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Положення про обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика» від 07.06.2018 № 850.

Як зазначалось вище, згідно зі ст. 31 Закону України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР, для забезпечення ефективної інвестиційної діяльності кошти страхових резервів повинні

розміщуватися з урахуванням безпечності, ліквідності, прибутковості, диверсифікованості.

Безпечність, як принцип розміщення страхових резервів, означає, що страхова компанія несе інвестиційний ризик – ризик втрати вкладеного капіталу та очікуваного доходу, тому вона повинна проводити достатньо зважену інвестиційну політику (консервативну), яка б забезпечувала збереження та приріст страхових резервів. З точки зору страховика авантюризмом є інвестування коштів у дуже дохідні активи, оскільки в такому разі під ризик підпадає не стільки дохід від інвестицій, скільки можливість повернення вкладеного капіталу.

Ліквідність – це принцип, згідно з яким загальна структура вкладень страховика повинна бути такою, щоб у будь-який час він мав у наявності суму коштів, які б забезпечували виплату страхувальникам страхових сум у межах встановлених строків. Так, наприклад, кошти, отримані за договорами ризикового страхування, бажано інвестувати переважно у високоліквідні і короткострокові активи. При визначенні ліквідності інвестицій слід звернути увагу на два важливих чинники – ринкову ціну і надійність, які враховуються при екстремному продажі активів компанії, і при цьому ціна реалізації інвестицій має бути не нижчою за їхню балансову вартість.

Згідно з Рекомендаціями щодо аналізу діяльності страховиків, затвердженими Розпорядженням Держфінпослуг від 17.03.2005 № 3755, показник ліквідності активів розраховується як відношення високоліквідних активів (грошових коштів та їхніх еквівалентів) до зобов'язань. Фактично цей показник визначається шляхом порівняння його розрахованого значення з відповідною шкалою значень (враховуючи, якими видами страхування (життя/не життя) займається страховик. Результати тестів раннього попередження, про які йшлося вище, для страховиків з різних видів страхування щодо показника ліквідності активів наведено в табл. 12.3.

**Оформлення тесту раннього попередження
для показника ліквідності активів**

Вид показника	Розраховане значення показника	Оціночна шкала	Коефіцієнт	Фактична оцінка
Показник ліквідності активів (ПЛА) для страховиків життя		1. $95 \leq \text{ПЛА}$ 2. $80 \leq \text{ПЛА} < 95$ 3. $65 \leq \text{ПЛА} < 80$ 4. $\text{ПЛА} < 65$	0,10	
Показник ліквідності активів (ПЛА) для страховиків не життя		1. $60 \leq \text{ПЛА}$ 2. $50 \leq \text{ПДІ} < 60$ 3. $40 \leq \text{ПДІ} < 50$ 4. $\text{ПДІ} < 40$	0,125	

Прибутковість інвестицій для страховиків не є першочерговим принципом, але при розміщенні страхових резервів з урахуванням ситуації на фінансовому ринку вони повинні приносити достатньо високий прибуток. Інвестиційний дохід у страховій діяльності відіграє особливу роль – за наявності збитку за страховими операціями він забезпечує виконання зобов'язань страховика за договорами, що передбачається при розробці портфельної стратегії.

Показник дохідності інвестицій (ПДІ) розраховується за формулою:

$$\text{ПДІ} = \frac{\text{ПФД}}{(\sum \text{ФІ}_{\text{п.р.}} - \sum \text{ФІ}_{\text{к.р.}}) : 2}, \quad (12.1)$$

де ПФД – прибуток від фінансової діяльності;

$\sum \text{ФІ}_{\text{п.р.}}$; $\sum \text{ФІ}_{\text{к.р.}}$ – сума фінансових інвестицій на початок і кінець року відповідно. Сума фінансових інвестицій включає довгострокові фінансові інвестиції, які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств, інші довгострокові фінансові інвестиції, а також поточні фінансові інвестиції.

Результати тесту для страховиків з різних видів страхування щодо показника дохідності інвестицій наведено в табл. 12.4.

Таблиця 12.4

**Оформлення тесту раннього попередження
для показника дохідності інвестицій**

Вид показника	Розраховане значення показника	Оціночна шкала	Коефіцієнт	Фактична оцінка
Показник дохідності інвестицій (ПДІ) для страховиків життя		1. $10 \leq \text{ПДІ}$ 2. $5 \leq \text{ПДІ} < 10$ 3. $0 \leq \text{ПДІ} < 5$ 4. $\text{ПДІ} < 0$	0,04	
Показник дохідності інвестицій (ПДІ) для страховиків не життя		1. $10 \leq \text{ПДІ}$ 2. $5 \leq \text{ПДІ} < 10$ 3. $0 \leq \text{ПДІ} < 5$ 4. $\text{ПДІ} < 0$	0,075	

Диверсифікованість – показник рівномірного розподілу інвестиційних ризиків за різними видами вкладень – підвищує стійкість інвестиційного портфеля. Диверсифікованість дозволяє уникнути переваг будь-якого виду вкладень над іншим, тим більше вкладень коштів на рахунок одного дебітора.

З урахуванням того, що страхові компанії є інституційними інвесторами, їхні кошти мають бути розміщені з урахуванням інвестиційних цілей, зокрема безпечності, прибутковості, ліквідності та диверсифікованості. *З метою забезпечення останньої страхові резерви повинні бути представлені однією або кількома з таких категорій активів:*

- грошові кошти на поточному рахунку;
- банківські вклади (депозити);
- валютні вкладення згідно з валютою страхування;
- нерухоме майно;
- акції, облігації, іпотечні сертифікати;
- цінні папери, що емітуються державою;

- права вимоги до перестраховиків;
- інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними Кабінетом Міністрів України;
- банківські метали;
- кредити страхувальникам-фізичним особам, що уклали договори страхування життя, в межах викупної суми на момент видачі кредиту та під заставу викупної суми. У цьому разі кредит не може бути видано раніше, ніж через один рік після набрання чинності договором страхування, та на строк, який перевищує період, що залишився до закінчення дії договору страхування;
- готівка в касі в обсягах лімітів залишків каси, встановлених НБУ.

Що стосується страхування життя, то, крім вищезазначених категорій вкладень, резерви можуть використовуватися також для довгострокового кредитування житлового будівництва, зокрема індивідуальних забудовників. Зазначимо, що це єдиний вид кредитування, який дозволено здійснювати страховикам.

При цьому розмір окремих категорій активів приймається для надання страхових резервів і обліковується як розміщення цих резервів в обмежених обсягах. Розробка норм їхнього розміщення переслідує три мети:

1) відповідність зобов'язанням у часі та просторі, тобто вимогам страхового захисту, ліквідності й дохідності, а також вкладання на строк, що збігається з терміном дії взятих зобов'язань;

2) обмеженість сферою національної економіки. З одного боку, це нівелює ризики, що пов'язані з обмінними курсами, з іншого – сприяє задоволенню потреб національної економіки у капітальних вкладеннях;

3) спрямованість інвестиційних ресурсів страховиків у конкретні види економічної діяльності, що їх необхідно розвивати у певних регіонах або період часу.

Не менше 90 % страхових резервів повинні бути розміщені на території України, якщо інше не передбачено чинним законодавством та міжнародними угодами, що укладені Україною.

Напрями спрямування інвестиційних ресурсів страховиків у конкретні види економічної діяльності визначені Постановою

Розділ 12. Управління активами страхових компаній

Кабінету Міністрів України «Про затвердження Напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів» від 17.08.2002 № 1211. Зокрема, це:

- розроблення та впровадження високотехнологічного устаткування, іншої інноваційної продукції;
- ресурсо- та енергозберігаючі технології;
- розвиток інфраструктури туризму; добування корисних копалин;
- перероблення відходів гірничо-металургійного виробництва;
- будівництво житла;
- розвиток транспортної інфраструктури, у тому числі будівництво та реконструкція автомобільних доріг;
- розвиток сектору зв'язку та телекомунікацій.

Сюди ж було віднесено розвиток ринку іпотечного кредитування шляхом придбання цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

За диверсифікації активів дуже важливим є визначення нормативу ризиковості операцій.

Відповідно до Розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Положення про обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика» від 07.06.2018 № 850 **норматив ризиковості операцій** – сума прийнятних активів, які відповідають вимогам диверсифікації, яка на будь-яку дату має бути не меншою нормативного обсягу активів, що визначається як розмір страхових резервів, які розраховуються відповідно до законодавства.

До нормативу ризиковості операцій включаються прийнятні активи в обсягах, що наведені у табл. 12.5. і 12.6.

Кошти резерву належних виплат страхових сум та кошти резерву заявлених, але не виплачених збитків, розміщені у вигляді грошових коштів на поточних рахунках та банківських вкладів на вимогу, включаються до нормативу ризиковості операцій у повному обсязі.

Таблиця 12.5

Нормативи структурних співвідношень активів і страхових резервів для страховика, що здійснює страхування життя

№ з/п	Прийнятні активи	Не більше стра- хових резервів
1.	грошові кошти на поточних рахунках, банківські вклади (депозити) на вимогу та банківські вклади (депозити), істотною умовою яких є право страховика повернути (зняти) кошти, розміщені на такому депозиті, протягом строку дії договору (за винятком коштів у розмірі резерву належних виплат страхових сум та коштів резерву заявлених, але не виплачених збитків)	20 %
2.	банківські вклади (депозити), зокрема в іноземній вільноконвертованій валюті, валютні вкладення згідно з валютою страхування	70 %
2*.	банківські вклади (депозити), валютні вкладення згідно з валютою страхування в кожному банку	20 %
3.	нерухоме майно	20 %
3*.	вкладення в один об'єкт нерухомого майна	10 %
4.	цінні папери	50 %
4.1.	акції українських емітентів	10 %
4.1.*	акції одного емітента	3 %
4.2.	облігації підприємств українських емітентів	40 %
4.2*.	облігації одного емітента	10 %
4.3.	акції, облігації іноземних емітентів та цінні папери іноземних держав	20 %
4.4.	облігації місцевих позик	10 %
4.5.	іпотечні облігації, емітентом яких є Державна іпотечна установа, фінансова установа, більше ніж 50 % корпоративних прав якої належать державі та/або державним банкам	20 %
4.6.	облігації міжнародних фінансових організацій	50 %
5.	державні облігації України	95 %
6.	права вимоги до перестраховиків	40 %
6*.	права вимоги до кожного перестраховика-резидента	5 %
6**.	права вимоги до перестраховиків-нерезидентів	35 %
7.	довгострокове фінансування (кредитування) житлового будівництва	10 %
8.	інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними Кабінетом Міністрів України, крім інвестування в розвиток ринку іпотечного кредитування шляхом придбання цінних паперів, емітентом яких є Державна іпотечна установа	10 %
7*.	окремий об'єкт інвестування	5 %
9.	банківські метали, в т. ч. поточні та вкладні (депозитні) рахунки в банківських металах	15 %
10.	кредити страхувальникам-фізичним особам	20 %

Нормативи структурних співвідношень активів і страхових резервів для страховика, що здійснює страхування інше, ніж страхування життя

№ з/п	Прийнятні активи	Не більше страхових резервів
1.	грошові кошти на поточних рахунках, банківські вклади (депозити) на вимогу та банківські вклади (депозити), істотною умовою яких є право страховика повернути (зняти) кошти, розміщені на такому депозиті, протягом строку дії договору (за винятком коштів у розмірі резерву належних виплат страхових сум та коштів резерву заявлених, але не виплачених збитків)	30 %
2.	банківські вклади (депозити), зокрема в іноземній вільно-конвертованій валюті, валютні вкладення згідно з валютою страхування	70 %
2*.	банківські вклади (депозити), валютні вкладення згідно з валютою страхування в кожному банку	20 %
3.	нерухоме майно	20 %
3*.	вкладення в один об'єкт нерухомого майна	10 %
4.	цінні папери	50 %
4.1.	акції українських емітентів	10 %
4.1*.	акції одного емітента	3 %
4.2.	облігації підприємств українських емітентів	30 %
4.2*.	облігації одного емітента	10 %
4.3.	акції, облігації іноземних емітентів та цінні папери іноземних держав	10 %
4.4.	облігації місцевих позик	10 %
4.5.	іпотечні облігації, емітентом яких є Державна іпотечна установа, фінансова установа, більше ніж 50 % корпоративних прав якої належать державі та/або державним банкам	20 %
4.6.	облігації міжнародних фінансових організацій	40 %
5.	державні облігації України	80 %
6.	права вимоги до перестраховиків	50 %
6*.	права вимоги до кожного перестраховика-резидента	5 %
7.	інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними Кабінетом Міністрів України, крім інвестування в розвиток ринку іпотечного кредитування шляхом придбання цінних паперів, емітентом яких є Державна іпотечна установа	10 %
7*.	окремий об'єкт інвестування	5 %
9.	банківські метали, в т. ч. поточні та вкладні (депозитні) рахунки в банківських металах	15 %

Обсяг банківських вкладів (депозитів) в іноземній валюті може бути збільшений на величину, яка відповідає розміру сформованих страхових резервів за договорами страхування, за якими страховики несуть відповідальність в іноземній валюті.

До нормативу ризиковості операцій включаються у повному обсязі права вимоги до перестраховиків у резерві заявлених, але не виплачених збитків, а також права вимоги до перестраховиків за укладеними договорами перестрахування ризиків за такими видами страхування:

- авіаційне страхування цивільної авіації;
- страхування відповідальності морського перевізника та виконавця робіт, пов'язаних із обслуговуванням морського транспорту, щодо відшкодування збитків, завданих пасажиром, багажу, пошті, вантажу, іншим користувачам морського транспорту та третім особам;
- страхування об'єктів космічної діяльності (наземна інфраструктура), перелік яких затверджується Кабінетом Міністрів України за поданням Національного космічного агентства України;
- страхування цивільної відповідальності суб'єктів космічної діяльності;
- страхування об'єктів космічної діяльності (космічна інфраструктура), які є власністю України, щодо ризиків, пов'язаних із підготовкою до запуску космічної техніки на космодромі, запуском та експлуатацією її у космічному просторі;
- страхування відповідальності щодо ризиків, пов'язаних з підготовкою до запуску космічної техніки на космодромі, запуском та експлуатацією її у космічному просторі;
- страхування відповідальності власників водного транспорту (включаючи відповідальність перевізника);
- страхування повітряного транспорту;
- страхування відповідальності власників повітряного транспорту (включаючи відповідальність перевізника);
- страхування водного транспорту (морського внутрішнього та інших видів водного транспорту);

- обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів;
- страхування сільськогосподарської продукції інше, ніж страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою, відповідно до Закону України «Про особливості страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою».

Зазначені прийнятні активи включаються до нормативу ризиковості операцій за умови, що перестраховик відповідає таким вимогам:

- а) провадить страхову та/або перестрахову діяльність не менше десяти років;
- б) рейтинг фінансової надійності перестраховика-резидента, визначений уповноваженими рейтинговими агентствами та/або міжнародними рейтинговими агентствами, визнаними відповідно до законодавства, не нижчий ніж *AA* – за національною рейтинговою шкалою.

До нормативу ризиковості операцій включаються у повному обсязі права вимоги до перестраховиків за укладеними договорами перестрахування:

- а) ризиків зі страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою відповідно до Закону України «Про особливості страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою»;
- б) ризиків зі страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки за ядерну шкоду, яка може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту.

Права вимоги до перестраховиків визначаються як сума часток перестраховиків у страхових резервах, розрахованих відповідно до вимог законодавства, за виключенням суми часток перестраховиків-резидентів у страхових резервах з видів страхування, щодо яких такий перестраховик не має права здійснювати діяльність на дату розрахунку, та суми часток перестраховиків-нерезидентів у страхових резервах, які на момент укладення відповідного договору перестрахування не відповідали вимогам, встановленим законодавством з питань регулювання ринків фінансових послуг.

До нормативу ризиковості операцій включаються кошти, сплачені за заборгованість, що виникла внаслідок розрахунків з прямого врегулювання збитків (вимог) за договорами страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів відповідно до законодавства та угодами з прямого врегулювання збитків (вимог), зменшені на суму кредиторської заборгованості, що виникла страховиком до централізованих страхових резервних фондів Моторного (транспортного) страхового бюро України, в обсязі не більше ніж розміри коштів, що використовуються виключно для здійснення страхових виплат за укладеними таким страховиком договорами страхування (перестрахування) цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів, збільшені на дебіторську внаслідок таких розрахунків зі страховиками.

Зазначені кошти страховика повинні обліковуватись у Моторному (транспортному) страховому бюро України окремо.

До нормативу ризиковості операцій включаються активи, розміщені у банках та боргових цінних паперах, кредитний рейтинг яких за національною рейтинговою шкалою нижче ніж *A*- (але в межах інвестиційного рейтингу), – разом не більше 20 % страхових резервів, при цьому в одній юридичній особі – не більше 10 % страхових резервів.

До нормативу ризиковості операцій включаються активи страховика, розміщені в одній юридичній особі, в розмірі не більше 25 % страхових резервів, зокрема:

- банківські вклади (депозити), валютні вкладення, банківські метали на рахунках, відкритих у цій юридичній особі;
- акції, облігації підприємств, іпотечні облігації, емітентом яких є ця юридична особа;
- інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними Кабінетом Міністрів України;
- довгострокове фінансування (кредитування) житлового будівництва.

Норматив якості активів – сума активів, що визначені як низькоризикові активи, яка на будь-яку дату має бути не меншою нормативного обсягу активів, який визначається:

а) для страховика, що здійснює страхування життя, – у розмірі 40 % страхових резервів;

б) для страховика, що здійснює страхування за видами страхування іншими, ніж страхування життя:

– якщо страховик здійснює страхування хоча б за одним із видів обов’язкового страхування, – у розмірі 40 % страхових резервів;

– якщо страховик здійснює страхування тільки за видами добровільного страхування, – у розмірі 20 відсотків страхових резервів.

Низькоризиковими активами визнаються такі активи:

1) цінні папери, емітентом яких є держава;

2) кошти, розміщені в банках, які мають кредитний рейтинг не нижче ніж *АА* за національною рейтинговою шкалою;

3) облігації, емітентом яких є банк, який має кредитний рейтинг не нижче ніж *АА* за національною рейтинговою шкалою;

4) облігації міжнародних фінансових організацій;

5) залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах, що сплачені страховиком до централізованих страхових резервних фондів Моторного (транспортного) страхового бюро України відповідно до Закону України «Про обов’язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів» та розміщені в банках, які мають кредитний рейтинг не нижче ніж *АА* за національною рейтинговою шкалою, та в державні цінні папери, зокрема державні облігації України;

6) права вимоги до перестраховиків-нерезидентів за укладеними договорами перестрахування ризиків з обов’язкового авіаційного страхування цивільної авіації та за договорами міжнародного обов’язкового страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів «Зелена картка» за умови, що такі перестраховики не є резидентами держави, що здійснює збройну агресію проти України у значенні, наведеному

в ст. 1 Закону України «Про оборону України», та/або дії яких створюють умови для виникнення воєнного конфлікту та застосування воєнної сили проти України, та рейтинг фінансової надійності (стійкості) таких перестраховиків-нерезидентів не нижчий за класифікацією таких міжнародних рейтингових агентств:

A – A.M.Best (США);

A2 – Moody's Investors Service (США);

A – Standard & Poor's (США);

A – Fitch Ratings (Великобританія);

1) права вимоги до перестраховика-нерезидента за укладеними договорами перестрахування ризиків з обов'язкового страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки за ядерну шкоду, яка може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту, за умови, що такий перестраховик не є резидентом держави, що здійснює збройну агресію проти України у значенні, наведеному в ст. 1 Закону України «Про оборону України», та/або дії якого створюють умови для виникнення воєнного конфлікту та застосування воєнної сили проти України.

Українські страховики стикаються з реальними труднощами вже на стадії вибору фінансових інструментів. Вони намагаються досягти інвестиційних цілей на якісному рівні прийняття рішень щодо найбільш ризикованих напрямів вкладень. При цьому більша частина коштів розміщується на банківських депозитах і поточних рахунках. Невеликі обсяги та низька ліквідність ринку корпоративних цінних паперів, обмеженість можливостей вкладення в державні цінні папери призводять до того, що страховики змушені використовувати «прості» інструменти, а саме: банківські депозити та поточні рахунки.

Зберігання коштів на депозиті в банку або у валюті могло бути в кращому випадку засобом збереження коштів і захисту від інфляції, але не засобом реального збільшення капіталу, яким могли б бути акції. Перевагою страхових компаній порівняно з іншими інвесторами є те, що вони можуть грати на ринку на довгостроковому тренді (більше року), тому вірогідність програшу у декілька разів менша, ніж на короткому часовому інтервалі.

Контрольні запитання

1. Чим можна пояснити зростання ролі страхових компаній на західних ринках капіталу?
2. У чому полягає специфіка реалізації страхової послуги, на відміну від послуг в інших видах діяльності?
3. Охарактеризуйте розвиток страхування в Україні.
4. У чому полягає страхування життя і яку роль воно відіграє в інвестиційних процесах?
5. Яких форм на Заході набуло поєднання інтересів страхових компаній та інших фінансових установ?
6. Чим відрізняється структура вкладень капіталу страховиків різних країн світу?
7. Яку роль відіграють західні страхові компанії на іпотечному ринку?
8. Охарактеризуйте механізм формування фінансового потенціалу страховика.
9. Які види діяльності включаються до безпосередньо страхової діяльності?
10. Як пов'язані між собою страхова та інвестиційна діяльність?
11. Яку роль в інвестиційній діяльності відіграє власний капітал страховика? З чого він складається?
12. У чому полягає методика формування резервного капіталу страхової компанії?
13. Що являє собою фінансова стійкість страховика?
14. З чого складається система страхових резервів в Україні?
15. З якими ризиками у своїй діяльності стикається страховик?
16. Які вимоги висуваються до прийняття рішень і вибору стратегії управління портфелем фінансових інвестицій страхової компанії?
17. У чому полягає сутність фондового страхування?
18. На яких принципах має будуватись розміщення страхових резервів?

Управління фінансовими активами

19. Які цілі переслідує розробка норм розміщення страхових резервів?

20. В яких активах і обсягах представляються технічні й математичні страхові резерви в Україні?

Завдання

1. Наводяться такі звітні дані страхової компанії «ТАЛА».

Витяг зі звіту про фінансові результати

Стаття	Код рядка	За звітний період	За попередній період
Доходи від участі в капіталі	110		
Інші фінансові доходи	120	158,6	60,9
Інші доходи	130	30,4	1,4
Фінансові витрати	140		1,1
Витрати від участі в капіталі	150	570,9	
Інші витрати	160	27,0	53,4

Фінансові інвестиції

Найменування показника	Код рядка	За рік	На кінець року	
			довгострокові	поточні
А. Фінансові інвестиції за методом участі в капіталі в: асоційовані підприємства	350	—	23,2	—
дочірні підприємства	360	—	547,7	—
спільну діяльність	370	—	—	—
Б. Інші фінансові інвестиції в: частки і паї у статутному капіталі інших підприємств	380	—	—	—
акції	390	7 152,0	6 748,0	—
облігації	400	—	—	—
інші	410	—	—	—
Разом (розд. А + розд. Б)	420	7 152,0	7 318,9	—

а) на основі зробленого витягу зі звітних даних страховика визначте:

- прибуток від фінансової діяльності;
- величину середнього обсягу фінансових інвестицій протягом року;
- показник дохідності інвестицій;

б) складіть результат тесту раннього попередження для показника дохідності інвестицій.

в) охарактеризуйте характер, можливі причини і наслідки фінансового інвестування страховика.

2. Голова інвестиційного відділу компанії страхування життя *Guardian Ф. Джонс* написав у річному звіті за 1992 рік: «Значний надлишок компанії *Guardian* дозволяє нам інвестувати великі кошти в прості акції». Чому значний надлишок дозволяє розмістити більшу частину коштів у прості акції?

Тести

1. Призначенням страхових фондів є:

- а) забезпечення розподілу збитку від настання страхових подій;
- б) відшкодування збитків внаслідок настання страхових подій;
- в) відповідальність за договором страхування;
- г) захист майнових інтересів фізичних і юридичних осіб.

2. Грошові фонди у страхуванні формуються шляхом сплати:

- а) страхових платежів;
- б) страхових внесків;
- в) страхових премій;
- г) всі відповіді правильні.

3. Ймовірісна, випадкова подія з негативними наслідками для предмета страхування юридичних або фізичних осіб, що обумовлює їхню потребу у страхуванні, – це:

- а) страховий випадок;
- б) страховий ризик;
- в) страховий збиток;
- г) страхова подія.

4. Українські страховики формують такі основні страхові резерви:

- а) технічні резерви, математичні резерви;
- б) резерв збитків;
- в) резерви належних виплат страхових сум;
- г) резерв збитків, що заявлені, але ще не урегульовані.

5. Умовами забезпечення платоспроможності страховика є:

- а) наявність нетто-активів;
- б) створення страхових резервів;
- в) перевищення розрахункового нормативного запасу платоспроможності над фактичним запасом платоспроможності;
- г) наявність резервного фонду.

6. Нагляд та контроль за страховою діяльністю в Україні здійснює:

- а) Ліга страхових організацій України;
- б) Моторне (транспортне) страхове бюро;
- в) Нацкомфінпослуг;
- г) Укрстрахнагляд.

7. Мінімізація ризику у страхуванні проводиться:

- а) на кожному етапі процесу страхування;
- б) при настанні страхового випадку;
- в) під час визначення розміру страхового відшкодування;
- г) під час укладання страхового договору.

8. Ринковий ризик може включати такі фактори ризику:

- а) можливість значного економічного спаду або спаду на ринку, що призводить до змін відсоткових ставок, які негативно впливають на фінансовий стан страховика;
- б) вплив на портфель у цілому зміни цін на окремі види активів;
- в) неадекватна оцінка активів;
- г) всі відповіді правильні.

9. Основними вимогами до прийняття рішень і вибору стратегії управління фінансовими інвестиціями страхової компанії є вимоги до:

- а) капіталу, що базуються на оцінці ризику;
- б) методів оцінки активів для надання звіту контролюючим органам;
- в) інвестицій;
- г) всі відповіді правильні.

10. Норматив ризиковості операцій – сума прийнятних активів, які відповідають вимогам:

- а) ліквідності;
- б) прибутковості;
- в) диверсифікації;
- г) правильної відповіді немає.

Рекомендовані джерела

1. Про затвердження Методики формування страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя [Електронний ресурс] : Розпорядження Держфінпослуг : від 17.12.2004 № 3104. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/go/z0019-05>.

2. Про затвердження Методики формування резервів із страхування життя [Електронний ресурс] : Розпорядження

Держфінпослуг : від 27.01.2004 № 24. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/go/z0019-05>.

3. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо загальних підходів до застосування страховиками стрес-тестів [Електронний ресурс] : Розпорядження Держфінпослуг : від 05.12.06 № 6496. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v6496486-06>.

4. Про затвердження Напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів [Електронний ресурс] : Постанова Кабінету міністрів України : від 17.08.02 №1211. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1211-2002-%D0%BF>.

5. Про затвердження Положення про обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика: [Електронний ресурс] : Розпорядження Нацкомфінпослуг : від 07.06.18 № 850. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0782-18>.

6. Про затвердження Порядку складання звітних даних страховиків: [Електронний ресурс] : Розпорядження Держфінпослуг : від 03.02.04 № 39. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/go/z0517-04>.

7. Про затвердження Рекомендацій щодо аналізу діяльності страховиків [Електронний ресурс] : Розпорядження Держфінпослуг : від 17.03.05 № 3755. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v3755486-05>.

8. Про страхування [Електронний ресурс] : Закон України : від 07.03.1996 № 85/96-ВР. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/85/96-%D0%B2%D1%80>.

9. *Коваленко Ю. М.* Державне регулювання розміщення страхових резервів в Україні / Ю. М. Коваленко // Економіка : Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2009. – № 113–114. – С. 75–78.

10. *Коваленко Ю. М.* Діяльність страхових компаній у сфері медичного страхування в Україні / Ю. М. Коваленко // Збірник

наукових праць НУДПСУ : електронне фахове видання. – Ірпінь : НУДПСУ, 2014. – № 2. – С. 99–109. – Режим доступу : http://ir.asta.edu.ua/jspui/bitstream/doc/53/1/023_IR.pdf.

11. *Коваленко Ю. М.* Становлення страхових компаній та їх інституційного забезпечення в Україні / Ю. М. Коваленко // *Маллий і середній бізнес (право, держава, економіка) : ек.-правовий наук.–практ. журнал: фахове видання.* – К. : Інститут законодавчих передбачень і правової експертизи, 2014. – № 3–4 (58–59). – С. 132–137.

12. *Коваленко Ю. М.* Стратегія управління фінансовими інвестиціями страхових компаній / Ю. М. Коваленко, Л. О. Позднякова // *Фінансова система України: зб. наук. праць.* – Вип. 8. – Острог : НаУ «Острозька академія», 2006. – Ч. 2. – С. 185–192.

13. *Коваленко Ю. М.* Теоретичні засади страхових і пов'язаних з ними послуг / Ю. М. Коваленко // *Економічний вісник (серія: фінанси, облік, оподаткування).* – Ірпінь : Вид-во УДФСУ, 2019. – № 3. – С. 72–79.

14. *Коваленко Ю. М.* Фінансово-інвестиційний потенціал страхових компаній в Україні / Ю. М. Коваленко, Я. А. Літвін // *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України.* – 2019. – № 1. – С. 109–124.

15. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : кол. монографія у 2-х т. / [за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко]. – К. : ДННУ «Академія фінансового управління», 2014. – Т. 2. – 784 с.

16. *Насырова Г. А.* Управление финансами страхового предприятия / Насырова Г. А. : учеб. пособие. – СПб : Изд-во СПбГУЭФ, 2001. – 118 с.

17. *Пересада А. А.* Особливості здійснення інвестиційної діяльності через розміщення страхових резервів страховими компаніями в Україні / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко // *Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць.* – Дніпропетровськ: ДНУ, 2002. – Вип. 165. – С. 170–176.

18. *Пересада А. А.* Фінансові інвестиції / Пересада А. А., Коваленко Ю. М: підручник. – К.: КНЕУ, 2006. – 728 с.

19. Позднякова Л. О. Перестраховання: тенденції розвитку та шляхи вдосконалення / Л. О. Позднякова, Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 12 (66). – С. 53–60.

20. Розвиток фінансових посередників у турбулентних умовах функціонування національної економіки : кол. монографія / за заг. ред. В. П. Ільчука. – Чернігів : ЧНТУ, 2017. – 200 с.

21. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Фабоцци Ф.; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.

22. Фінанси інституційних секторів економіки : кол. монографія / [за ред. Т. І. Єфименко, М. М. Єрмошенка]. – К. : ДННУ «Академія фінансового управління»; Національна академія управління, 2014. – 584 с.

РОЗДІЛ 13

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

13.1. Діяльність і організаційна структура пенсійних фондів на розвинених ринках.

13.2. Система недержавного пенсійного забезпечення в Україні.

13.3. Інвестиційна діяльність недержавного пенсійного фонду як запорука його стабільності.

13.4. Інвестиційна політика та управління активами недержавних пенсійних фондів.

13.1. Діяльність і організаційна структура пенсійних фондів на розвинених ринках

У багатьох розвинених країнах пенсійні фонди є провідними інституційними інвесторами, які здійснюють інвестиції не тільки у національну економіку, але і на міжнародних фінансових ринках. За оцінками спеціалістів швейцарського Банку міжнародних розрахунків (*Bank for International Settlement*), диверсифікація інвестиційного портфеля пенсійних фондів, зокрема і за рахунок розширення зарубіжних вкладень, останнім часом перетворилася в один із основних чинників інтенсифікації міжнародного руху капіталів.

Пенсійний фонд – це фінансова установа, що заснована роботодавцями, урядом або громадськими організаціями для акумуляції пенсійних внесків, їх збереження, примноження та здійснення у подальшому пенсійних виплат. Одночасно ці акумульовані внески використовуються як інвестиційні ресурси.

У наукових працях можна знайти лише поодинокі згадки щодо виникнення пенсійних фондів, єдиної думки стосовно їх історичного походження не існує. Ключовим моментом їх створення стала індустріалізація та урбанізація. До того часу основну

підтримку люди похилого віку одержували від своїх родин та церкви. Первинною формою пенсійного страхування була взаємодопомога, яка мала характер добровільного страхування і не могла задовольняти малозабезпечене населення.

У Середньовіччі ідея допомоги знайшла своє відображення у створенні купецьких гільдій, а згодом цехів. У різних країнах такі гільдії виникли в різні періоди: X–XI ст. в Англії, XI–XII ст. – Німеччині, XII ст. – Данії. Середньовічні цехи були одночасно економічними, релігійними, соціальними союзами, які допомагали своїм учасникам за настання страхових випадків або у зв'язку із втратою працездатності, що пов'язані зі старістю, або у випадку смерті. Такі форми страхування закріпили вже саму ідею страхування як колективну організацію.

Епоха індустріального періоду характеризується великою кількістю незайнятого працездатного населення. Через відсутність підтримки і допомоги зі сторони приходів, гільдій чи цехів виникає нова форма взаємодопомоги – добровільне страхування (в Англії – «дружні общини», Франції – робітничі общини, «робітничі союзи»). Слід зазначити, що саме приватне, або добровільне страхування, передувало становленню всеохоплюючої системи державного соціального страхування у період становлення капіталістичної індустрії, що супроводжувалося зростанням міст, монополізацією економіки, підйомом робочого руху. Саме в цей період з'являються перші прототипи недержавних пенсійних фондів в Італії, Англії, США і Російській імперії, до складу якої на той час входила і Україна.

В Італії перші пенсійні фонди зародилися у банківській сфері. Уже у 1779 р. банк Монте дей Паскі ді Сієна виплачував своїм службовцям пенсії за старістю. Уже з XIX ст. всі банки, кредитні та ощадні каси утворили для своїх службовців спеціальні пенсійні фонди. Серйозним поштовхом у розвитку пенсійного страхування було виникнення приватних акціонерних компаній страхування (1820 р.), державних пенсійних кас для страхування пожиттєвої ренти (1833 р.).

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

В Англії недержавні пенсійні фонди як добровільний та ефективний засіб накопичення на старість з'явилися більше двох з половиною століть тому. І є лише згадки про те, що Англія в середині XIX ст. принесла в організацію допоміжних кас традиційні клубні початки. У 1846 р. було засновано Центральне бюро для реєстрації дружніх товариств із регламентованими вимогами до їхніх статутів і застосовуваних страхових таблиць (таблиць народжень і смертності), а основний регулюючий закон було прийнято у 1875 р.

У США перші пенсійні програми було створено на залізниці у 1875 р. компанією *American Express Company*, а згодом, у 1880 р. – *Baltimore and Ohio Railroad*. Ці компанії виявилися першими промисловими організаціями, які досягли великих розмірів, проте праця на залізницях була небезпечною і потребувала певного виду допомог для компенсацій на випадок втрати працездатності. І саме вони стали першими компаніями, які встановлювали пенсії, а умовою їх отримання стала наявність стажу роботи в цій компанії не менше двадцяти років.

До 1929 р. у США нараховувалося 400 діючих пенсійних фондів з активами близько 500 млн дол., які охоплювали лише 4 млн робітників та їх сімей. За часів Великої депресії більшість американських фірм збанкрутувало, а їх пенсійні фонди також були спустошені, оскільки вони виплачували допомоги з поточного доходу. У цілому ці не забезпечені ресурсами пенсійні плани, що побудовані за принципом «плачу, коли ти йдеш з роботи» (*Pay As You Go – PAYG*), діяли без будь-якого регулювання ззовні, а їх учасники мали досить обмежені права. Разом із тим пенсійні схеми, які пропонувалися страховими компаніями, були забезпечені відповідними коштами і довели свою життєздатність в умовах кризи 1930-тих рр.

Фінансові негаразди Великої депресії викрили необхідність створення низки програм універсального забезпечення на випадок припинення трудової діяльності або втрати працездатності, а Закон про соціальну допомогу 1935 р. забезпечив фінансову безпеку пенсіонерам, зокрема приватному сектору. Однак до Другої

світової війни пенсійні програми, що запроваджувалися відповідно до цього закону, ще не стали суттєвими для економіки. Це сталося тільки у 1945 р., коли програми приватного пенсійного забезпечення охопили 6,4 млн осіб.

Бурхливий розвиток приватної пенсійної системи розпочався з 50-тих рр. з активним розвитком американської економіки. Саме тоді компанією *General Motors* було створено перший сучасний недержавний пенсійний фонд (1950 р.). Кількість американців, які підпадали під програми пенсійного забезпечення, продовжувала зростати і досягла 9,8 млн осіб у 1950 р. і 21 млн у 1960 р.

До чинників прогресуючого розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення можна віднести:

- принцип «відкладеного» оподаткування відповідно до Закону 1926 р., тобто звільнення від оподаткування відрахувань, що здійснюються в пенсійні фонди;

- безвідзивність пенсійних внесків у приватні пенсійні фонди з 1938 р.;

- введення вимог проти дискримінації працівників у межах системи недержавного пенсійного забезпечення з 1942 р. (до цього часу роботодавець мав право виключити з пенсійних схем працівників з низькими доходами, в яких він не зацікавлений);

- визначення юридичних рамок діяльності пенсійних фондів, створених приватними підприємствами з 1974 р., коли органами нагляду США було ініційовано прийняття Закону про пенсійне забезпечення (*ERISA – Employee Retirement Income security Act*).

Нині єдиної загальновизнаної класифікації недержавних пенсійних фондів не існує. Так, практика розрізняє виробничі та страхові фонди.

У **виробничому пенсійному фонді** відсутній жорсткий зв'язок між розміром пенсійного забезпечення та сумою внесків, а в страховому – розмір пенсії залежить від суми накопичень. **Страхові фонди** відносять до солідарної (нефондової) системи, вони акумулюють кошти з бюджетів держави, профспілок,

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

інших надходжень і розподіляють їх для поточних виплат пенсій. Вони належать до накопичувальних (фондованих) систем. Принциповим для систем цієї групи є систематичне довгострокове накопичення коштів учасників для забезпечення пенсійних виплат. Пенсії в цих системах розглядаються як результат спеціального страхування, баланс внесків і виплат визначається страховими принципами.

З іншого боку, у світовій практиці є два основних типи недержавних пенсійних фондів – *закриті* та *відкриті*, які відрізняються ступенем можливості переходу учасників та індивідуального вибору. Ці переходи між закритими фондами обмежуються, як правило, випадком, коли працівник змінює роботу та переходить до пенсійного плану нової компанії. Однак роботодавці можуть створювати кілька закритих фондів з різними параметрами ризику та дохідності і дозволяти своїм працівникам вибрати фонд з-поміж них. У відкритих фондах учасники мають право змінювати фонд так часто, як вони бажають, хоча інколи регулятивні органи можуть встановлювати обмеження частоти переходів з метою пом'якшення негативного впливу комісій на пенсійні заощадження. У відкритих пенсійних фондах, що створені в договірній формі, учасники не мають представництва в органі управління і тому не можуть будь-яким чином безпосередньо впливати на нього. Незадоволені учасники фонду можуть завжди скористатися можливістю виходу та перейти до іншого пенсійного фонду. Однак перехід є, як правило, дорогим варіантом, оскільки відкриті пенсійні фонди часто стягують плату за вихід або вступ до фонду.

Існує також класифікація типів пенсійних фондів на автономні та неавтономні. *Автономні фонди* визначаються як незалежні юридичні особи, відмінні від страхових компаній та інших фінансових установ, або відокремлена сукупність активів без статусу юридичної особи, які використовуються для пенсійного забезпечення і здійснення відповідних виплат. Вони існують в усіх країнах Організації Економічного Співробітництва і Розвитку (ОЕСР), за винятком Словаччини і Туреччини, де законодавство

не передбачає існування таких утворень. Усі автономні пенсійні фонди мають орган управління чи адміністратора, який є особою (особами), відповідальною за здійснення операцій фонду. Орган управління може бути внутрішнім чи зовнішнім залежно від юридичної форми організації фонду. Він може здійснювати оперативні завдання самостійно або делегувати їх здійснення іншим особам, зокрема таким надавачам послуг, як консультанти, актуарії, управляючі активами. **Неавтономні пенсійні фонди** складаються з резервів чи інших активів, які юридично не відокремлені від вкладника чи адміністратора, та активів вкладників. У світовій практиці існує два типи таких фондів:

– *інституційний*, у якому фонд є незалежною юридичною особою з правоздатністю і дієздатністю (мають внутрішні органи управління). За правовим статусом приналежності пенсійних активів учасникам пенсійного фонду інституційні фонди за формою утворення поділяють на:

а) корпоративні – пенсійні активи належать учасникам, що володіють певним статусом. Орган управління є внутрішнім, як правило, це рада директорів (Угорщина, Бельгія, Італія, Швейцарія, Мексика, Австрія та Чеська Республіка);

б) засновницькі – учасники отримують прибуток від інвестування активів і можуть володіти правами щодо прибутку фонду, хоча не мають правового статусу щодо активів цього фонду. Орган управління є також внутрішнім (Бельгія, Італія, Швейцарія, Данія, Фінляндія, Нідерланди і Швеція);

в) трастові – активи пенсійного фонду належать довіреном, які здійснюють управління ним, на правах довірчої власності. Довірені повинні управляти трастовими активами лише в інтересах учасників фонду, які отримують прибутки від інвестування активів. Основним принципом організації таких фондів є відокремленість активів різних довіритель і активів самого довіреного (Австралія, Канада, Ірландія, Нова Зеландія, Великобританія, США).

– *контрактного типу*, в якому пенсійний фонд складається з юридично відокремленої сукупності активів без право- і

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

дієздатності (управляються зовнішніми особами, якими можуть бути стандартна фінансова установа або спеціалізована компанія з управління пенсійним фондом, активи якої є юридично відокремленими від активів, що становлять пенсійний фонд). Пенсійні фонди такого типу можуть створюватися в індивідуальній правовій формі (учасники володіють певним правовим статусом щодо пенсійних активів, управляють компанії з управління пенсійними фондами (закриті й відкриті пенсійні фонди Польщі, Португалії) або в ролі управляючої компанії може виступати вже існуюча фінансова компанія, наприклад банк чи страхова компанія (Іспанія та відкриті пенсійні фонди Італії); у колективній правовій формі, відповідно до якої учасники є одержувачами прибутку від інвестування пенсійних активів (пенсійні фонди Кореї та Японії).

Недержавні пенсійні фонди (НПФ) зарубіжних країн характеризуються різноманітними видами та формами функціонування, що відображено на рис. 13.1.

Джерелами фінансування фондів можуть бути внески учасників та роботодавців, доходи від інвестування пенсійних резервів. У більшості випадків використовуються всі три зазначених джерела. Розмір внесків як учасника, так і роботодавця, зазвичай, визначається у відсотках до суми заробітної плати. З позицій фінансового забезпечення фонду немає значення, у якому співвідношенні перебувають внески роботодавця (вкладника) та робітника (учасника). У різних пенсійних фондах вони можуть істотно відрізнятися, натомість часто передбачається, що роботодавець вносить до фонду рівну з учасником суму.

Основною відмінністю діяльності НПФ, яка також слугує і визначальною ознакою їх структури, є використання різних пенсійних планів. Найбільш поширеними та популярними є пенсійні плани з визначеними (фіксованими) виплатами (*defined benefit, DB*) та плани з визначеними (фіксованими) внесками (*defined contribution, DC*).

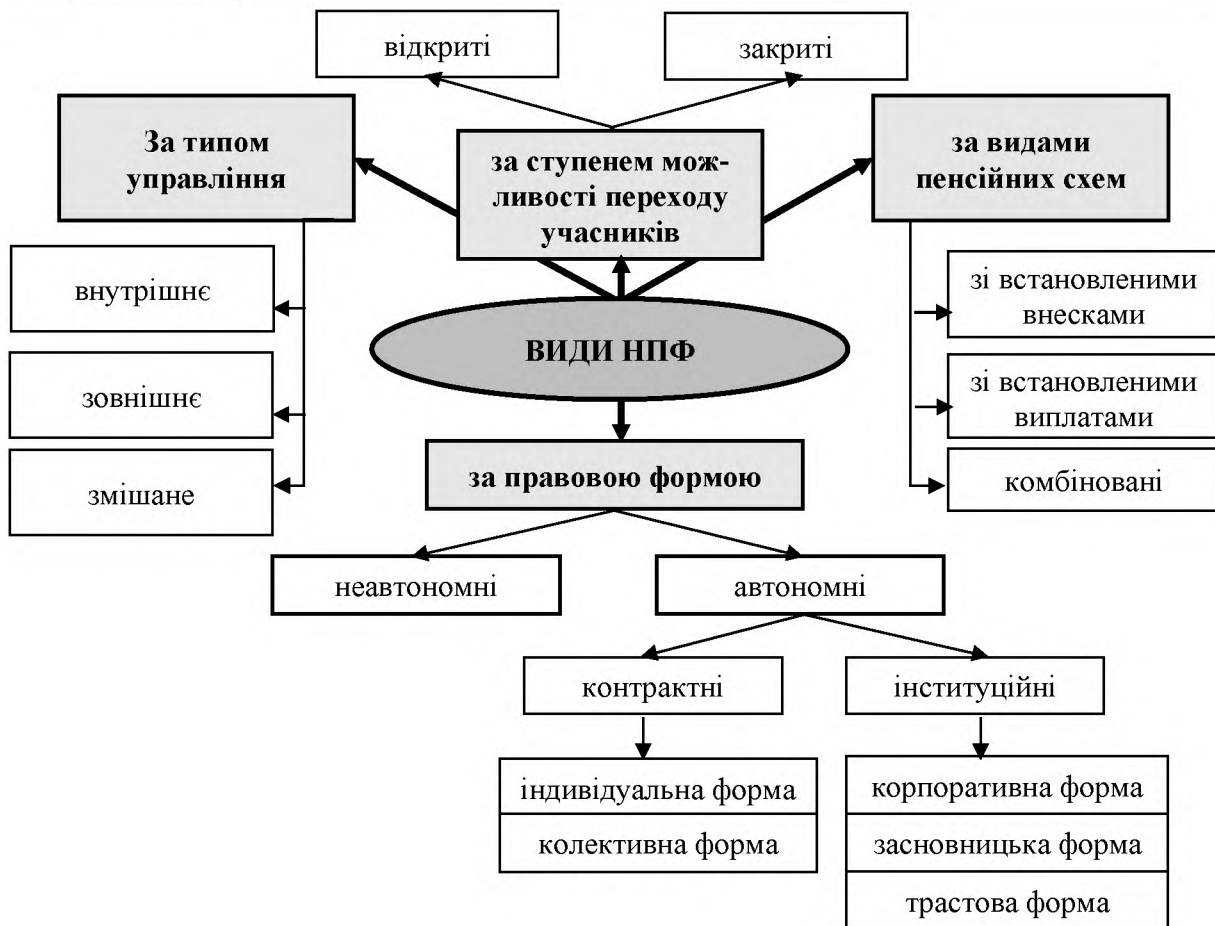


Рис. 13.1. Класифікація недержавних пенсійних фондів у зарубіжній практиці

Основним принципом НПФ, що використовує план зі встановленими розмірами виплат (*DB*), є гарантія виплати встановленого розміру пенсій. Фонди, які працюють за схемою встановлених виплат, під час укладення договору визначають фіксований розмір майбутньої пенсії (в абсолютних значеннях або відносних величинах). При цьому принцип і порядок визначення розміру пенсійного внеску встановлюється залежно від прогнозного розміру пенсії, періоду внесення пенсійних внесків, інвестиційної політики, оцінки економічної і демографічної ситуації в державі або регіоні, інвестування активів. Із цією метою проводять актуарні розрахунки, складають баланс пенсійних внесків і виплат. Вкладнику фонду за настання певного віку гарантується пенсія в розмірі, який обговорений у договорі. Такі фонди бувають корпоративними або професійними, тому для них характерною особливістю є солідарна відповідальність працівника і

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

роботодавця за формування пенсійних накопичень і розміри майбутньої пенсії.

Фонди із встановленими розмірами виплат пенсій поділяються на фонди з:

- жорстко встановленими (фіксованими) розмірами виплат за кожний рік внесків до фонду;
- встановленими розмірами виплат, що залежать від середнього заробітку учасника за період внесків до фонду (*percentage replacement*);
- зі встановленими розмірами виплат, що залежать від середнього заробітку учасника за останні кілька років внесків до фонду.

Пенсійні плани зі встановленими розмірами внесків (*DC*) – плани пенсійного забезпечення, які передбачають регулярні внески спонсора для своїх працівників, але не гарантують розмір майбутніх пенсійних виплат. У фондах, які використовують пенсійні плани з встановленими розмірами внесків (*DC*), розмір пенсії безпосередньо залежить від внесків у пенсійний фонд і доходів від інвестування цих внесків. Прикладом таких планів є індивідуальні пенсійні рахунки, схеми володіння акціями для працівника і схеми участі в прибутках.

Особливе значення під час використання пенсійних схем зі встановленими внесками має тимчасовий порядок їхньої сплати. Так, у реальній практиці здійснення пенсійних платежів за часом сплати поділяють на одночасні внески, періодичні та за розсудом вкладника.

У фонди зі встановленими розмірами внесків відрахування можуть здійснюватися у вигляді:

- 1) фіксованої суми;
- 2) відрахувань роботодавцем деякого відсотка від заробітку учасника;
- 3) у вигляді відрахувань роботодавцем деякого відсотка від заробітку учасника і пропорційних внесків самого учасника.

НПФ можуть використовувати пенсійні схеми змішаного типу (комбіновані), засновані на встановлених внесках і виплатах. Це так звана накопичувальна система, за якою при настанні

пенсійного віку вкладник фонду отримує пенсійні виплати відповідно розміру накопичень на індивідуальному рахунку (пенсійні внески плюс інвестиційний дохід). Перша така схема з'явилася у 1985 р. у США. Основною її метою є подолання негативних рис інших схем, зокрема прийняття ризику працівниками у випадку встановлених внесків, а також великих витрат і ризику в схемі встановлених виплат для компаній з нечисленним персоналом і з постійно працюючими.

Хоча змішані схеми мають багато форм, однією з найбільш розповсюджених є схема з *гарантованими мінімальними виплатами*, за якої роботодавець щороку вносить до фонду визначену суму. Розмір внесків залежить від строку служби працівника і гарантує визначений мінімум пенсійних виплат, як і в схемі зі встановленими виплатами. Роботодавець періодично інформує працівників про стан їх рахунків. Якщо фонд не зібрав достатньо коштів для виплати встановлених пенсій, працівник зобов'язаний внести необхідну суму для покриття дефіциту. Тобто у змішаних схемах ризик розподіляється серед роботодавців і працівників.

Таким чином, за своїм фінансовим потенціалом та впливом на соціально-економічний розвиток держави західна система НПФ може порівнюватися з міжнародною банківською системою. У сучасних умовах дуже важливо обрати найбільш оптимальний шлях, спираючись на досвід інших країн, враховуючи українську специфіку недержавного пенсійного забезпечення.

13.2. Система недержавного пенсійного забезпечення в Україні

У зв'язку з погіршенням демографічної ситуації в Україні вирішення проблеми виплат пенсій тільки за рахунок держави виявляється досить проблематичним. Реформування пенсійної системи передбачає поступове скорочення обсягів виплат державою окремим категоріям громадян. Передбачається, що будуть збережені тільки виплати у вигляді базових (трудових) пенсій і адресної допомоги малозабезпеченим.

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

Відповідно до законів «Про загальнообов’язкове пенсійне страхування» та «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 пенсійна система складається з трьох рівнів (рис. 13.2), що дозволяє розподілити між її складовими ризики, пов’язані зі змінами в демографічній ситуації та з коливаннями в економіці й на ринку капіталів.



Рис. 13.2. Реформована пенсійна система України

Перший рівень пенсійної системи являє собою солідарну систему пенсійних виплат, внески до якої сплачують усі працівники та їх роботодавці (25 % фонду зарплати). За рахунок цих коштів виплачуватимуться страхові пенсії, розмір яких залежатиме від заробітної плати та тривалості страхового стажу. Працівникам, які матимуть невеликий страховий стаж та/або низький розмір заробітку, з якого сплачуватимуться пенсійні страхові внески, надаватиметься цільова соціальна допомога, що дозволить забезпечити їх доходи на рівні мінімальних соціальних стандартів.

Другий рівень пенсійної системи передбачає запровадження системи загальнообов’язкового накопичувального пенсійного страхування. Сутність цієї системи полягає в тому, що частина обов’язкових внесків громадян накопичується у єдиному

Накопичувальному фонді і обліковується на їхніх індивідуальних накопичувальних пенсійних рахунках. Розмір пенсій із цих рахунків залежатиме від розміру пенсійних внесків, тривалості періоду їх сплати та інвестиційного доходу. Ці кошти є власністю громадян і передаються у спадщину.

Третій рівень створюється у вигляді системи добровільного недержавного пенсійного забезпечення. Це дозволить додатково залучати кошти громадян та роботодавців до формування пенсійних заощаджень і, таким чином, буде ще більше сприяти підвищенню рівня життя громадян після виходу на пенсію.

Система недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ) – це складова частина системи накопичувального пенсійного забезпечення, яка ґрунтується на засадах добровільної участі фізичних та юридичних осіб, крім випадків, передбачених законами, у формуванні пенсійних накопичень з метою отримання учасниками НПЗ додаткових до загальнообов’язкового державного пенсійного страхування пенсійних виплат.

Суб’єктами НПЗ є:

- недержавні пенсійні фонди;
- страхові організації, які уклали договори страхування довічної пенсії з учасниками фонду, страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду;
- банківські установи, які уклали договори про відкриття пенсійних депозитних рахунків;
- вкладники та учасники пенсійних фондів, учасники накопичувальної системи пенсійного страхування;
- вкладники пенсійних депозитних рахунків;
- учасники НПЗ;
- засновники пенсійних фондів;
- роботодавці-платники корпоративних пенсійних фондів;
- саморегульвні організації суб’єктів, які надають послуги у сфері НПЗ;
- органи державного нагляду і контролю у сфері НПЗ;
- адміністратори пенсійних фондів;
- компанії з управління активами;

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

- зберігачі;
- аудитори;
- особи, які надають консультаційні та агентські послуги.

НПЗ здійснюється:

- 1) НПФ шляхом укладення пенсійних контрактів між їх адміністраторами та вкладниками;
- 2) страховими організаціями шляхом укладення договорів страхування довічної пенсії з учасниками фонду, страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду;
- 3) банківськими установами шляхом укладення договорів про відкриття пенсійних депозитних рахунків для накопичення пенсійних заощаджень у межах суми, визначеної для відшкодування вкладів Фондом гарантування вкладів фізичних осіб, що встановлюється згідно із законом.

НПЗ України базується на принципах:

- 1) законодавчого визначення умов НПЗ;
- 2) заінтересованості фізичних осіб у НПЗ;
- 3) добровільності створення НПФ юридичними та фізичними особами, об'єднаннями фізичних осіб та об'єднаннями юридичних осіб;
- 4) добровільної участі фізичних осіб у системі НПЗ та вибору виду пенсійної виплати;
- 5) добровільності прийняття роботодавцем рішення про здійснення пенсійних внесків на користь своїх працівників до системи НПЗ;
- 6) економічної заінтересованості роботодавця у здійсненні пенсійних внесків на користь своїх працівників до системи НПЗ;
- 7) неможливості необґрунтованої відмови роботодавця від здійснення пенсійних внесків до системи НПЗ на користь своїх працівників, якщо роботодавець розпочав здійснення таких пенсійних внесків;
- 8) рівноправності всіх учасників НПФ, які беруть участь в одній пенсійній схемі;
- 9) розмежування та відокремлення активів НПФ від активів інших суб'єктів НПЗ та накопичувального пенсійного страхування

з метою захисту майнових прав учасників фонду та унеможливлення банкрутства НПФ;

10) визначення розміру пенсійної виплати залежно від суми пенсійних коштів, облікованих на індивідуальному пенсійному рахунку учасника НПФ або застрахованої особи;

11) гарантування фізичним особам реалізації прав, наданих їм законодавством;

12) цільового та ефективного використання пенсійних коштів;

13) державного регулювання розміру тарифів на послуги, що надаються у системі НПЗ;

14) відповідальності суб'єктів системи НПЗ за порушення норм законодавства;

15) державного регулювання діяльності з НПЗ та нагляду за його здійсненням.

Недержавний пенсійний фонд (НПФ) – юридична особа, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду.

НПФ поділяють на відкриті, корпоративні та професійні.

Відкритий пенсійний фонд – НПФ, учасниками якого можуть бути будь-які фізичні особи незалежно від місця та характеру їх роботи.

Корпоративний пенсійний фонд – НПФ, засновником якого є юридична особа-роботодавець або декілька юридичних осіб-роботодавців та до якого можуть приєднуватися інші роботодавці-платники. Учасниками такого НПФ можуть бути виключно фізичні особи, які перебувають (перебували) у трудових відносинах з роботодавцями-засновниками та роботодавцями-платниками цього фонду.

Професійний пенсійний фонд – НПФ, засновником (засновниками) якого можуть бути організації роботодавців, їх об'єднання, об'єднання громадян, професійні спілки, їх об'єднання або фізичні особи, пов'язані за родом їх професійної діяльності

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

(занять), визначеної у статуті фонду. Учасниками такого фонду можуть бути виключно фізичні особи, пов'язані за родом їх професійної діяльності (занять), визначеної у статуті фонду, а також фізичні особи, які є працівниками організацій роботодавців, їх об'єднань, членами або працівниками професійних спілок, їх об'єднань, які створили такий фонд.

Принципове рішення щодо участі в НПФ приймається працівником і його роботодавцем, є предметом підписання роботодавцем з НПФ договору про недержавне пенсійне забезпечення своїх співробітників, а для працівника – підписання з НПФ пенсійного контракту або тристоронньої угоди (роботодавець – НПФ – працівник). Умови професійного (корпоративного) пенсійного забезпечення, як правило, розглядаються на зборах трудового колективу і закріплюються в колективному договорі.

Управління активами НПФ може здійснюватися такими особами:

- компанією з управління активами (КУА);
- банком щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду у разі, якщо він не виконує функції зберігача цього фонду;
- НБУ щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду;
- професійним адміністратором, який отримав ліцензію на провадження діяльності з управління активами.

Управління активами НПФ здійснюється на підставі ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління активами, яка видається НКЦПФР в установленому нею порядку. Воно здійснюється відповідно до умов договору (у письмовій формі) про управління активами НПФ, який укладається з радою пенсійного фонду.

Особа, яка отримала ліцензію на провадження діяльності з управління активами НПФ, не може бути засновником або пов'язаною особою засновників зберігача фонду, засновників корпоративного або професійного пенсійного фонду, якщо з радою такого фонду вона уклала договір про управління активами.

Компанія з управління активами – це юридична особа, яка утворюється та діє відповідно до норм законодавства.

Істотними умовами договору про управління активами пенсійного фонду є:

- повна назва та місцезнаходження (юридична адреса) органів управління договірних сторін;
- вид пенсійного фонду (відкритий, корпоративний чи професійний);
- предмет договору;
- права й обов'язки сторін;
- обсяги пенсійних активів та умови їх розподілу між особами, що надають послуги з управління активами фонду (в разі укладення договору про управління активами фонду більше ніж з однією такою особою);
- застереження щодо конфіденційності;
- порядок подання звітності та інформації;
- відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору та порушення конфіденційності;
- строк дії договору;
- розмір винагороди за надання послуг з управління активами;
- порядок зміни умов договору;
- умови дострокового розірвання договору.

Дострокове розірвання договору про управління активами за ініціативою ради фонду провадиться у разі:

- 1) анулювання НКЦПФР ліцензії на провадження діяльності з управління активами, наданої особі, яка провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду;
- 2) припинення особи, яка провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду;
- 3) укладення особою, яка провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду, угод, які порушують або наслідком яких є порушення норм законодавства з НПЗ, умов договору про управління активами пенсійного фонду або умов інвестиційних декларацій пенсійних фондів;

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

4) визнання незадовільними результатів діяльності такої особи щодо управління активами пенсійного фонду радою фонду;

5) зменшення протягом року більше ніж на 20 % середньозваженого показника зміни чистої вартості одиниці пенсійних активів фонду та/або більше ніж на 10 % середньозваженого показника зміни чистої вартості одиниці пенсійних активів накопичувальної системи пенсійного страхування; за пенсійними активами, які перебували в управлінні особи (осіб), що провадить (провадять) діяльність з управління активами пенсійного фонду, якщо таке зменшення не обумовлено об'єктивними змінами на фінансовому ринку.

Дострокове розірвання договору про управління активами за ініціативою особи, яка здійснює управління активами фонду, провадиться у разі, коли така особа не спроможна надалі здійснювати управління активами фонду, про що вона повинна письмово повідомити раду відповідного пенсійного фонду із зазначенням причин, які перешкоджають виконанню нею такого договору.

Особа, яка провадить діяльність з управління пенсійними активами, зобов'язана:

1) здійснювати операції щодо управління активами відповідно до інвестиційної декларації пенсійного фонду та укладеного договору про управління активами;

1-1) дотримуватися внутрішніх правил та процедур оцінки і управління ризиками, пов'язаними з інвестуванням пенсійних активів;

2) подавати щороку раді фонду пропозиції щодо внесення змін до інвестиційної декларації фонду;

3) надавати звітність.

Обмеження діяльності осіб, що здійснюють управління активами пенсійних фондів. Особи, що здійснюють управління активами пенсійних фондів, під час провадження такої діяльності не мають права:

1) використовувати пенсійні активи пенсійного фонду для забезпечення виконання будь-яких зобов'язань, виникнення яких

не пов'язане з функціонуванням цього пенсійного фонду, зокрема власних;

2) здійснювати за рахунок активів пенсійних фондів операції з придбання, набуття внаслідок міни активів, у тому числі цінних паперів, які не можуть бути віднесені до пенсійних активів;

3) від імені пенсійного фонду надавати позику або брати позику чи кредит, які підлягають поверненню за рахунок пенсійних активів фонду;

4) укладати від імені пенсійного фонду угоди купівлі-продажу, міни, дарування та інші угоди щодо відчуження пенсійних активів з його пов'язаними особами, а також з іншими пенсійними або інвестиційними фондами, які перебувають у неї в управлінні;

5) інвестувати пенсійні активи з порушенням обмежень згідно зі встановленим законодавством;

6) безоплатно відчужувати пенсійні активи.

Винагорода за надання послуг з управління активами пенсійних фондів. Розмір винагороди особі, яка провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду, є істотною умовою договору про управління активами пенсійного фонду, який укладається між радою пенсійного фонду і такою особою. Сума винагороди визначається як відсоток чистої вартості активів пенсійного фонду, що перебувають в управлінні цієї особи. Винагорода виплачується у грошовій формі.

Оплата послуг, пов'язаних з проведенням операцій з активами пенсійного фонду, які надаються третіми особами (послуги торговців цінними паперами, витрати на перереєстрацію прав власності на активи пенсійного фонду, інших послуг), здійснюється за рахунок пенсійного фонду шляхом оплати таких послуг цим особам на підставі документів, що підтверджують фактично отримані послуги, або шляхом відшкодування витрат особі, яка провадить діяльність з управління активами, одночасно з виплатою винагороди за надання послуг з управління активами пенсійного фонду на підставі документів, що підтверджують фактично здійснені витрати.

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

Збитки, завдані пенсійному фонду, відшкодовуються за рахунок резервного фонду особи, яка здійснює управління активами такого пенсійного фонду, а у разі недостатності резервного фонду – за рахунок іншого майна цієї особи.

Особи, які здійснюють управління активами, виконують свої функції на підставі відповідного договору зі спостережною радою НПФ. Вони повинні дотримуватися вимог законодавства та *інвестиційної декларації фонду* – документа, який визначає інвестиційну політику НПФ, основні напрями та обмеження інвестування активів НПФ відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення».

Адміністратор НПФ (далі – адміністратор) – юридична особа, що здійснює адміністрування недержавних пенсійних фондів. **Адміністратором** може бути: а) юридична особа, яка надає професійні послуги з адміністрування НПФ (професійний адміністратор); б) юридична особа – одноосібний засновник корпоративного пенсійного фонду, який прийняв рішення про самостійне здійснення адміністрування такого фонду; в) КУА.

Адміністратор зобов'язаний:

- 1) вести персоніфікований облік учасників НПФ;
- 2) укладати пенсійні контракти від імені НПФ;
- 3) забезпечувати здійснення пенсійних виплат учасникам НПФ;
- 4) надавати зберігачу розпорядження щодо перерахування грошових коштів для оплати витрат, що здійснюються за рахунок пенсійних активів;
- 5) надавати НПФ агентські та рекламні послуги, пов'язані з його діяльністю;
- 6) надавати інформацію відповідно до умов договору про адміністрування НПФ та чинного законодавства;
- 7) складати звітність у сфері НПЗ, вести бухгалтерський облік та подавати фінансову звітність відповідним органам виконавчої влади та раді НПФ;
- 8) у письмовій формі інформувати учасників накопичувальної системи пенсійного страхування про умови і порядок

отримання довічної пенсії за рахунок коштів, облікованих на їх індивідуальних пенсійних рахунках;

9) виконувати інші обов'язки.

Професійний адміністратор може утворюватися фізичними та юридичними особами, в тому числі особами, що є засновниками пенсійних фондів будь-якого виду, у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю відповідно до законів з питань регулювання діяльності господарських товариств.

Особа, яка подає документи на отримання ліцензії на провадження діяльності з адміністрування пенсійних фондів, повинна відповідати таким вимогам:

1) мати сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не менше ніж 2,5 млн грн на день подання документів до регулятора для отримання цієї ліцензії;

2) мати кадри відповідного кваліфікаційного рівня, належне технічне забезпечення та інформаційні системи для ведення персоніфікованого обліку учасників фонду, які відповідають вимогам, установленим регулятором.

Зберігач пенсійних фондів – НБУ або банк, який на підставі відповідної ліцензії провадить діяльність зі зберігання активів пенсійних фондів.

Зберігачем пенсійного фонду може бути банк, який відповідає таким вимогам:

1) має ліцензію НКЦПФР на провадження діяльності зі зберігання активів пенсійних фондів;

2) не є пов'язаною особою пенсійного фонду, з радою якого укладено договір про обслуговування пенсійного фонду зберігачем, адміністратором, осіб, які здійснюють управління активами, засновників і аудитора такого фонду та їх пов'язаних осіб;

3) не здійснює управління активами створеного ним корпоративного пенсійного фонду;

4) не є кредитором адміністратора або осіб, які здійснюють управління активами пенсійного фонду, з яким зберігачем укладено договір про обслуговування пенсійного фонду.

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

НПФ може обслуговуватися тільки одним зберігачем.

До обов'язків зберігача належать:

- 1) відкриття та ведення рахунків НПФ;
- 2) приймання, передача (переведення), облік та забезпечення зберігання цінних паперів, а також документів, які підтверджують право власності на пенсійні активи в інших формах та їх використання;
- 3) перевірка підрахунку чистої вартості активів НПФ і чистої вартості одиниці пенсійних внесків, здійсненого адміністратором та особою (особами), що провадить (провадять) діяльність з управління активами НПФ;
- 4) виконання розпоряджень адміністратора щодо перерахування пенсійних коштів;
- 5) виконання розпоряджень адміністратора щодо перерахування грошових коштів для оплати послуг адміністратора, зберігача, винагороди особі, що провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду, аудитора (аудиторської фірми), оплати послуг осіб, які надають НПФ консультаційні та (або) агентські послуги, торговців цінними паперами та інших посередників, здійснення оплати витрат на перереєстрацію прав власності та оплати інших витрат;
- 6) виконання розпоряджень особи, яка здійснює управління активами НПФ, згідно з інвестиційною декларацією;
- 7) зберігання копій розпоряджень щодо операцій з цінними паперами та іншими активами, наданих особами, які здійснюють управління активами НПФ, торговцям цінними паперами та іншим посередникам;
- 8) подання звітності, передбаченої законодавством;
- 9) виконання розпоряджень НКЦПФР щодо припинення (блокування) виконання розпоряджень особи, яка здійснює управління активами НПФ, на підставах, визначених законодавством.

Договір про обслуговування пенсійного фонду зберігачем може бути достроково розірваний за ініціативою зберігача у разі його неспроможності виконувати свої функції відповідно до умов договору про обслуговування пенсійного фонду, про що зберігач

повинен письмово повідомити раду відповідного пенсійного фонду із зазначенням причин, які перешкоджають виконанню ним такого договору.

Рада пенсійного фонду розробляє та затверджує інвестиційну декларацію НПФ та контролює її додержання компанією з управління активами та банком-зберігачем, а також відповідно до вимог законодавства з НПЗ та з метою забезпечення контролю за діяльністю НПФ.

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

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

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

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

Інвестиційним радником НПФ може бути як належним чином підготовлена фізична особа, яка має відповідний сертифікат фахівця з управління активами, що видається ДКЦПФР за результатами атестації (складання іспиту), так і професійний учасник ринку цінних паперів – інша КУА або торговець цінними паперами, що, відповідно до законодавства, має право надавати послуги з інвестиційного консультування (надання консультацій власникам цінних паперів).

Схема НПЗ працює таким способом.

Роботодавець-вкладник перераховує обумовлений у договорі про НПЗ і/чи колективному договорі відсоток заробітної плати працівника до НПФ, який зараховує їх на солідарний пенсійний рахунок вкладника. Працівник-учасник Фонду перераховує обговорений у пенсійному контракті відсоток заробітної плати до НПФ, який зараховує їх на індивідуальний пенсійний рахунок учасника. Ці кошти на правах довірчого управління надходять у розпорядження компанії-адміністратора Фонду, яка, в свою чергу, збільшує пенсійні кошти шляхом їх розміщення у вигідні об'єкти інвестування. У разі, якщо зазначена компанія не має ліцензії на управління пенсійними активами, вона укладає відповідний договір з компанією, що має таку ліцензію.

Отриманий інвестиційний дохід розподіляється адміністратором між вкладником і учасниками Фонду пропорційно розмірам їхніх внесків, а потім знову реінвестується КУА. Усі пенсійні активи знаходяться в банку-зберігачеві НПФ, з яким адміністратор Фонду уклав відповідний договір. При настанні в учасника Фонду пенсійних підстав частина суми накопичень (внески плюс інвестиційний дохід) перераховуються із солідарного пенсійного рахунку на індивідуальний та виплачується учаснику разом з його особистими накопиченнями у вигляді корпоративної (професійної) пенсії.

Слід зазначити, що сума пенсійних накопичень на індивідуальному пенсійному рахунку працівника належить йому на правах приватної власності, виплачується та успадковується в повному обсязі. Розподіл накопичень на солідарному рахунку,

утворених за рахунок пенсійних внесків, здійснює пенсійна комісія підприємства-вкладника НПФ. Підприємство гарантує кожному учаснику НПФ базову пенсію, розмір якої залежить тільки від тарифної сітки (посадового окладу). У свою чергу, пенсійна комісія підприємства може збільшувати базову пенсію з урахуванням основного і додаткового коефіцієнтів. Основний коефіцієнт враховує виробничий стаж працівника та інші об'єктивні фактори, додатковий – суб'єктивні фактори (особисті заслуги перед державою і підприємством, відношення до виконання службових обов'язків, сімейний стан, стан здоров'я тощо).

Рішення комісії щодо призначення розміру недержавної пенсії оформлюється протоколом і передається на затвердження керівникові підприємства-вкладника. Керівник підприємства, в свою чергу, приймає остаточне рішення щодо призначення недержавної пенсії встановленого розміру і дає відповідне розпорядження НПФ щодо перерахування належної працівникові частки пенсійних накопичень із солідарного на індивідуальний пенсійний рахунок. Пенсійна комісія має право переглядати розміри окремих коефіцієнтів (наприклад у зв'язку зі зміною групи інвалідності тощо).

Таким чином, розмір майбутньої недержавної пенсії залежить від суми пенсійних накопичень працівника, що складаються з:

- особистих накопичень на індивідуальному пенсійному рахунку;
- частки накопичень працівника (обсягу прав вимоги) на солідарному пенсійному рахунку, що визначається пенсійною комісією підприємства.

Додаткова (до державної) пенсія утворюється в НПФ за рахунок:

- 1) періодичних внесків працівника-учасника НПФ;
- 2) внесків підприємства-вкладника НПФ на користь працівника-учасника НПФ;
- 3) наступного збільшення пенсійних накопичень за рахунок інвестиційного доходу.

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

Отже, розмір майбутньої додаткової пенсії визначається:

- величиною внесків працівника і внесків підприємства на користь працівника;
- доходом на користь працівника від інвестування фондом пенсійних активів.

Насправді майбутня пенсія являє собою форму відкладеної заробітної плати працівника, частка якої постійно зростає за рахунок інвестиційного доходу, що нараховується на ці кошти. Внески роботодавця також працюють в інтересах майбутніх пенсіонерів і самого підприємства (оскільки можуть інвестуватися в його цінні папери).

Розрахунки, виконані фахівцями НПФ, показують, що коли працівник буде поповнювати свій індивідуальний пенсійний рахунок протягом 40 років, то при інвестуванні внесків із середньорічною рентабельністю вкладень у 3 % його пенсія становитиме 55 % останньої зарплати, у 5 % — уже 94 % зарплати, а для рентабельності 7 % — 167 % зарплати. Вважається, що НПФ мають забезпечити виплати пенсій у розмірі 30–70 % середньої заробітної плати працівника.

Переваги інвестування через НПФ полягають в такому:

1. НПФ має можливість приймати і розміщувати щомісячні суми внесків учасника, розміри яких істотно не впливають на зниження його поточних доходів. Законом надано право встановлювати мінімальний розмір пенсійних внесків — 10 % мінімальної зарплати із розрахунку за один місяць. При цьому максимальний розмір пенсійних внесків не обмежується.

2. З точки зору гарантій щодо збереження і виплат майбутніх пенсій працівник має більше довіри до свого роботодавця як особи, яка зацікавлена в стабільному соціальному кліматі в колективі і вже має у своєму розпорядженні реальні активи для виконання зобов'язань щодо НПЗ.

3. Пенсійні внески не підлягають обкладанню податком на прибуток і відносяться на валові витрати роботодавців-вкладників, а послуги з управління та інвестування пенсійних активів звільнені від ПДВ.

4. НПФ дає можливість засновникам і вкладникам брати участь у перерозподілі корпоративної власності шляхом викупу цінних паперів підприємства за рахунок коштів фонду.

5. Разове вилучення накопичених зобов'язань можливе лише за умов договору, підписаного обома сторонами. Учасник, який переходить до іншого НПФ, має право перевести туди всі свої накопичені кошти, в тому числі пенсійні внески та інвестиційний дохід.

6. Гарантоване виконання своїх фінансових зобов'язань передбачає постійне ведення НПФ усього світу актуарних (балансуючих прогнозованих величин фінансових надходжень і зобов'язань) розрахунків, щоб випадково не потрапити у стан неплатоспроможності. Держава гарантує надійність заощаджень населення, регламентує і контролює припустимі для НПФ фінансові ризики та необхідні страхові резерви. Пенсійні кошти розміщуються, головним чином, у фінансові інструменти, дохід за якими гарантується державою і відомими компаніями, а також у валютні цінності і нерухомість, що є передумовою не тільки рентабельності, але і надійності та своєчасного повернення вкладень.

Таким чином, чинне законодавство України гарантує повернення та приріст пенсійних накопичень шляхом жорсткого контролю з боку держави за виконанням фінансовими установами-учасниками НПЗ вимог: розмежування та відокремлення активів НПФ від активів його засновників і роботодавців-платників фонду, адміністратора, КУА, страхових організацій з метою унеможливлення банкрутства НПФ; цільового та ефективного використання пенсійних коштів; додержання розміру тарифів на послуги, що надаються у системі НПЗ; відповідальності суб'єктів системи НПЗ за порушення норм, передбачених законодавством.

13.3. Інвестиційна діяльність недержавного пенсійного фонду як запорука його стабільності

Соціальна спрямованість і неприбутковий характер діяльності НПФ вимагають максимальної надійності і фінансової стійкості у справі акумулювання, розміщення пенсійних коштів і, головне, виплати регулярної недержавної пенсії учасникам.

Українське законодавство і нормативні акти регуляторів обумовлюють вимоги до організації роботи НПФ, що покликані забезпечити цю надійність. Проте особливості діяльності НПФ, пов'язані з недержавним характером роботи в ринкових умовах, не завжди підлягають жорсткій регламентації в рамках нормативно-правової бази.

Головна особливість НПФ – тривалі відносини з вкладниками і учасниками, які передбачають невизначеність і необхідність у майбутньому урахування великої кількості істотних умов, що допускає виключно імовірний підхід до перспективного планування. Для діяльності НПФ характерними є деякі специфічні ризики, які притаманні страховим компаніям, але з певними відмінностями. Тут ідентифікують три класи ризиків (табл. 13.1).

На практиці існує зв'язок між систематичним (ринковим) ризиком та іншими двома. У кожному випадку, коли присутні системний та агентський ризик, для інвестора виникає систематичний ринковий ризик.

Метою регулювання діяльності НПФ має бути мінімізація системних, агентських і, особливо, портфельних ризиків. Крім того, існують ще моральний та політичний ризики, які також впливають на функціонування НПФ. Під *моральним ризиком* розуміється те, що довірені особи не будуть діяти в інтересах своїх клієнтів, а шукатимуть задоволення власним інтересам або інтересам своїх реальних «керівників» на підставі інших контрактів. У контексті термінів українського законодавства моральний ризик стосується діяльності тих осіб, які приймають рішення щодо інвестування активів НПФ.

Ризики, що пов'язані з інвестуванням активів НПФ

Тип ризику	Передумови виникнення	Заходи щодо зменшення ризику
Системний	Банківська криза	Пруденційне регулювання (адекватність капіталу) Державні гарантії (страхування депозитів)
Агентський	Моральний ризик: шахрайство, недобросовісний продаж пенсій, надмірно ризиковані інвестиції Несприятливий вибір: недороге страхування не є загальнодоступним	Пруденційне регулювання (диверсифікація, обмеження самоінвестування) Державні гарантії (компенсація втрат)
Портфельний: несистематичний	Неефективність або недосвідченість менеджменту (специфічний для фонду або всієї галузі)	Диверсифікація портфеля (між країнами або посередниками)
систематичний	Глобальна волатильність цін активів	Надання урядом інструментів, що зменшують ризик (інфляційні індексації) Державні гарантії мінімальної пенсії або мінімальної реальної доходності

Політичний ризик – це ризик зміни правил регулювання пенсійної системи в бік погіршення умов функціонування НПЗ, що призводить до збільшення ризику, який несуть учасники НПФ.

Системні ризики виникають через існування зв'язків між системою пенсійного забезпечення та іншими сегментами фінансового ринку й економіки в цілому. Криза банківської системи, наприклад, може призвести до стрімкого зниження цін на активи та банкрутства окремих банків, що буде мати вплив на функціонування НПФ. Загальний економічний спад також матиме

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

негативний вплив на пенсійну галузь. Крім падіння цін на активи, він також погіршить фінансовий стан вкладників фондів (спонсорів). Скорочення зайнятості може призвести до більш раннього, зокрема групового, виходу на пенсію, що викличе необхідність здійснювати пенсійні виплати в умовах негативного інвестиційного доходу та скорочення (припинення) пенсійних внесків.

Агентські ризики виникають, коли інтереси надавачів послуг недостатньо узгоджуються з інтересами учасників НПФ. Сам процес управління пенсійними активами, який характеризується використанням складних інвестиційних стратегій, довгими інвестиційними горизонтами, інформаційною асиметрією між управляючими активами та учасниками фондів, низьким рівнем юридичної та фінансової обізнаності багатьох учасників фондів, створює передумови щодо недоотримання очікуваного доходу. Причиною цього можуть бути навмисні дії (шахрайство, зловживання, посадові злочини, пряма крадіжка активів) або ненавмисні (некомпетентність, непрофесіоналізм, недбальство).

Типи агентських ризиків залежать від організаційно-правової форми НПФ і структури управління ним. Однак під дію агентських ризиків у тому чи іншому вигляді підпадають пенсійні фонди всіх різновидів.

Найбільш очевидними прикладами агентських ризиків є прямі крадіжки, коли права на пенсійні активи НПФ незаконно привласнюють інші особи (наприклад, переказ грошових коштів з рахунку фонду на рахунки інших осіб або перереєстрація права власності на цінні папери з НПФ на ім'я іншої особи). Існують інші засоби «перерозподілу» доходу від учасників фонду, а саме: інвестування в споріднені компанії, самоінвестування, завищені розміри витрат та комісійних винагород, що, без сумніву, призводить до зниження дохідності пенсійних активів.

Методами обмеження агентських ризиків є встановлення державою пруденційних регуляторних правил; при чому не тільки до діяльності НПФ, а й інших суб'єктів фінансового ринку.

Портфельний (інвестиційний) ризик складається з двох складових: несистематичного та систематичного ризиків.

Несистематичний ризик можна зменшити за допомогою диверсифікації інвестиційного портфеля. При цьому з переліку можливих вкладень доцільно виключити досить ризиковані та неліквідні активи. Однак повністю запобігти цьому ризику неможливо. Учасники НПФ будуть підпадати під ризик коливань на ринку навіть у разі належної диверсифікації портфеля, що може бути наслідком цілого ряду факторів, таких як коливання цін на активи, банкрутство окремих емітентів, несподівані стрибки інфляції тощо.

Систематичний (ринковий) ризик може бути зменшений шляхом розподілу ризику між поколіннями учасників через об'єднання доходів інвесторів у часі.

Портфельний ризик для НПФ складається з ризиків: цінового, кредитного (ризик неплатоспроможності), інфляційного, валютного, реінвестиційного, дострокового відклику, ліквідності, капіталу. Недиверсифікована компонента портфельного ризику включає інфляційний, реінвестиційний ризики і ризик капіталу. Декомпозиція інвестиційного ризику на складові, які диверсифікуються та недиверсифікуються, залежить від стану ринку та його інституційного складу.

Важливим аспектом регулювання інвестиційної діяльності НПФ є запровадження гарантій з метою зменшення інвестиційного ризику, на який наражаються учасники фондів. В Україні питання запровадження гарантій дохідності пенсійних активів є надзвичайно актуальним з огляду на те, що НПФ дозволено тільки пенсійні схеми з установленими внесками.

Кінцевим результатом роботи НПФ з точки зору його учасника є розмір пенсійних виплат, який його задовольнить. Таким чином, очікуваний розмір пенсійних виплат, скоригований на інвестиційний результат, є критерієм оцінки діяльності НПФ.

Запровадження гарантій завжди викликає три взаємопов'язаних питання:

- 1) визначення типів ризиків, які ця гарантія буде забезпечувати;
- 2) визначення обсягу капіталу, що забезпечує гарантію, тобто важливим є відповідність капіталу вірогідному розміру гарантійних виплат, що можуть бути здійснені;

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

3) можливість змін у поведінці, викликаних наявністю гарантії, тобто прояву морального ризику.

Аналіз різноманітних гарантії, які існують у різних країнах світу для капіталізованих пенсійних систем, свідчить, що їх умовно можна розділити на дві категорії – абсолютні гарантії і відносні гарантії (табл. 13.2).

Таблиця 13.2

Класифікація гарантії НПФ

Категорія гарантії	Вид гарантії	Критерій визначення	Призначення
Абсолютні	Гарантія абсолютної дохідності	Рівень очікуваної дохідності	Зобов'язання забезпечення встановленої дохідності
	Гарантія абсолютного рівня пенсійної виплати	Фіксований розмір пенсійних виплат	Мінімальна пенсійна виплата встановленого розміру
	Гарантія життєвого рівня	Показник певного рівня вартості життя	Мінімальна пенсійна виплата встановлюється як відсоток від певного показника вартості життя (мінімального рівня з/п або прожиткового мінімуму, або межі малозабезпеченості тощо)
Відносні	Гарантія відносної дохідності галузі	Середньогалузева дохідність	Зобов'язання забезпечити дохідність, близьку до середньої для усіх пенсійних фондів, що діють на ринку
	Гарантія дохідності системи НПЗ	Гарантія відносної дохідності порівняно з орієнтиром	Зобов'язання забезпечити дохідність, близьку до дохідності зведеного портфеля-орієнтира
	Гарантія відносно рівня виплати	Середня заробітна плата	НПФ зобов'язаний забезпечити рівень пенсійних виплат у розмірі визначеного відсотка від рівня заробітної плати працівника

Гарантія абсолютної дохідності означає, що дохідність на активи НПФ повинна становити не меншу за визначену (нормативну), тобто фонд повинен гарантувати встановлену мінімальну дохідність, яка може встановлюватися як рівень мінімальної номінальної дохідності або рівень мінімальної реальної дохідності. Цей показник застосовується у Швейцарії, Аргентині, Уругвай, Сінгапурі, Угорщині (табл. 13.3).

Таблиця 13.3

**Гарантії та інвестиційні обмеження в обов'язкових
накопичувальних пенсійних системах**

Країна	Гарантія ставки абсолютної дохідності	Гарантія ставки відносної дохідності	Наявність інвестиційних обмежень
Аргентина	+	+	Так
Болгарія	—	+	Так
Великобританія	—	—	Ні. Правила «розсудливої людини»
Домініканська Республіка	—	+	Так
Сальвадор	—	+	Так
Колумбія	—	+	Так
Мексика	—	—	Так
Нікарагуа	—	+	Так
Перу	—	+	Так
Польща	—	+	Так
Сінгапур	+	-	Інвестиційні рішення приймає уряд
Угорщина	+	+	Так
Україна	—	—	Так
Уругвай	+	+	Так
Хорватія	—	+	Так
Чилі	—	+	Так
Швейцарія	+	—	Ні

Абсолютні гарантії (наприклад, запроваджені в Швейцарії і частково в Угорщині) спрямовані на зменшення ринкового ризику

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

шляхом запровадження певного ступеня об'єднання ризиків між поколіннями. В обох країнах такі гарантії забезпечуються центральним гарантійним фондом, внески до якого здійснюються всіма НПФ в обов'язковому порядку.

Встановлення рівня мінімальної дохідності в номінальному виразі не враховує інфляцію. У Швейцарії, наприклад, за рівня мінімальної номінальної дохідності у 4 % реальна мінімальна дохідність становить приблизно 2 %. Тобто в разі наявності несприятливих тенденцій зміни рівня інфляції показник мінімальної номінальної дохідності втрачає свій сенс як норматив, що має захистити пенсійні активи.

Гарантії відносної дохідності передбачають встановлення рівня мінімальної дохідності відносно середньої дохідності всіх пенсійних фондів.

Відносні гарантії, наприклад такі, як запроваджені в країнах Латинської Америки, спрямовані передусім на захист від некомпетентного (неефективного) управління активами, шахрайства та інших агентських ризиків і не захищають від ринкового ризику. Однак вони не стимулюють занадто ризиковану поведінку управляючих активами, оскільки для покриття гарантії спочатку використовуються кошти управляючих активами, а потім держави. Деякі дослідження відмічають, що наслідком запроваджених гарантій у країнах Латинської Америки стала «стадна» поведінка управляючих активами при інвестуванні коштів пенсійних фондів. Однак ставиться під сумнів небажаність впливу «стадної» поведінки на інвестиційний результат, оскільки така поведінка може і не створювати негативних наслідків, якщо портфелі побудовані за подібними принципами і є добре диверсифікованими.

Адміністратори чилійських пенсійних фондів, наприклад, повинні забезпечувати щомісячну реальну мінімальну дохідність, яка повинна дорівнювати розміру, що є меншим з двох величин: середньої дохідності всіх фондів за останні 12 місяців, зменшеної на 2 %, або складати 50 % середньої дохідності по всій галузі. Дохідність понад 150 % середнього рівня по галузі або середнього по галузі плюс 2 % повинна бути перерахована до Резерву

покриття коливання дохідності. Крім того, чилійські фонди повинні створити готівковий резерв (гарантійний фонд) в розмірі 1 % активів для покриття різниці між річною реальною ставкою доходу на активи НПФ та рівнем мінімальної дохідності. Якщо пенсійний фонд не поповнює свій гарантійний фонд протягом 15 днів з моменту вимушеного витрачання його коштів, держава відкликає ліцензію такого адміністратора та продає його пенсійний фонд іншому адміністратору. У разі вичерпання гарантійного фонду адміністратора покриття дефіциту доходу до рівня мінімальної дохідності відбувається за рахунок держави.

У Польщі мінімально необхідною дохідністю є менша з двох величин: дохідності, яка на 50 % нижча за середньозважену дохідність усіх відкритих фондів у відповідний період, і дохідності, яка на чотири відсоткові пункти нижча за середньозважену дохідність усіх відкритих фондів. НПФ, що отримує внески протягом принаймні 24 місяців, в кінці останнього місяця кожного кварталу визначає дохідність за останні 24 місяці. Дефіцит у відкритому фонді має місце, якщо розрахована дохідність фонду за останні 24 місяці нижча за мінімально необхідну дохідність. У разі наявності дефіциту відкритий фонд зобов'язаний не пізніше 3 днів після оприлюднення керівником органу нагляду середньозваженої дохідності всіх відкритих фондів використати для усунення дефіциту доступні активи резервного рахунку, який формується з відрахувань з власних коштів універсального товариства, що управляє пенсійним фондом. Якщо активів резервного рахунку не вистачає для покриття дефіциту, універсальне товариство покриває дефіцит зі своїх власних активів не пізніше 14 днів після оприлюднення керівником органу нагляду середньозваженої дохідності всіх відкритих фондів. У разі недостатності цих коштів дефіцит покривається з гарантійного фонду. Якщо універсальне товариство не здатне покрити дефіцит, його правління негайно сповіщає орган нагляду, що подає у відповідний суд клопотання про визнання згаданого товариства банкрутом. Слід зазначити, що якщо дефіцит спричинений втратою активів відкритого фонду депозитарію, причому такі активи мають реальну

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

форму, депозитарій покриває будь-який дефіцит до використання резервного рахунку, власних ресурсів універсального товариства або гарантійного фонду. У разі, якщо дефіцит не можна покрити з використанням ресурсів гарантійного фонду, покриття дефіциту гарантує державна скарбниця на умовах, визначених законом.

Поряд із гарантією доходу щодо середнього показника для всіх НПФ (або замість нього) формула мінімального доходу в інших країнах включає елемент гарантії доходу стосовно ринкових «орієнтирів». У Колумбії половина мінімальної віддачі встановлена в розмірі 90 % від середнього показника для НПФ. Інша половина залежить від дохідності портфеля-«орієнтира», що частково визначається фактичним розподілом активів НПФ.

В Угорщині гарантується дохід щодо «орієнтира», а також мінімальна пенсія. НПФ повинні покривати будь-яку нестачу в тому випадку, якщо дохідність інвестицій виявляється нижчою за індекс для державних облігацій більше ніж на 5 %. Інвестиційний дохід, що перевищує дохід від облігацій більше ніж на 40 %, повинен спрямовуватися до резерву.

У табл. 13.4 наведені підходи до визначення мінімальної дохідності в деяких країнах.

В Україні встановлення мінімально гарантованої норми доходу за будь-якою пенсійною схемою забороняється. Договір про управління активами НПФ повинен передбачати зобов'язання особи, яка здійснює управління активами НПФ, щодо забезпечення мінімальної дохідності не нижче офіційного індексу інфляції.

Встановлення нормативу мінімальної дохідності потребує визначення джерела покриття нестачі у разі, якщо дохідність фонду не досягає встановленої величини. Узагальнюючи світову практику, можна виділити такі способи фінансування гарантії, а саме за рахунок:

- ресурсів НПФ;
- капіталу управляючих активами НПФ;
- централізованого гарантійного фонду;
- держави.

Вимоги до мінімальних дохідностей НПФ у деяких країнах

Країна	Абсолютна	Відносна
Аргентина	Банківська депозитна ставка	Менша величина між 70 % середньої для фондів номінальної дохідності та середньою номінальною дохідністю за вирахуванням 2 %
Чилі		Менша величина між 50 % середньої для фондів реальної дохідності та середньою реальною дохідністю за вирахуванням 2 %
Колумбія		Менша величина між середньою номінальною дохідністю та дохідністю еталонного портфеля
Хорватія		До облікової ставки Центрального банку
Сальвадор		Менша величина між 50 % середньої для фондів реальної дохідності та середньою реальною дохідністю за вирахуванням 2 %
Угорщина	25 % від пенсії в державній схемі	15 % – дохідність індексу державних облігацій
Малайзія	Мінімальна номінальна дохідність 2,5 % за рік	
Мексика	Більша величина між 100 % від пенсії у старій державній схемі та мінімальною зарплатою 1997 р. у реальному вираженні	
Перу		Менша величина між 50 % середньої для фондів реальної дохідності та середньою реальною дохідністю за вирахуванням 2 %
Польща		Менша величина між 50 % середньої для фондів номінальної дохідності та середньою номінальною дохідністю за вирахуванням 4 %
Сингапур	Мінімальна номінальна дохідність 2,5 % за рік	
Швейцарія	Мінімальна номінальна дохідність 4 % за рік	
Уругвай	Мінімальна реальна дохідність 2 %	Менша величина між 2 % реальної дохідності та середньою номінальною дохідністю фондів за вирахуванням 2 %

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

Якщо дохідність падає нижче встановленого мінімального рівня, різниця покривається послідовно з кількох вищезазначених джерел. Як правило, головним джерелом для забезпечення гарантії є кошти самого НПФ.

Таким джерелом можуть бути резерви, сформовані на рівні НПФ (наприклад, у Чилі – резерви згладжування коливань дохідності), або централізований пенсійний фонд, до якого НПФ здійснюють відрахування (Угорщина). У деяких країнах використовується така можливість – ресурси управляючих активами НПФ (спеціально сформовані резерви та (або) власний капітал). Якщо цього недостатньо, то вступає в силу компенсація за рахунок держави. Повністю така багатосходинова модель фінансування гарантії в тому чи іншому вигляді присутня в країнах Латинської Америки.

Аналіз підходів до фінансування гарантій показує, що всі вони не є досконалими. Як зазначалося вище, інвестиційна діяльність НПФ супроводжується різноманітними ризиками. Недоотримання дохідності на пенсійні активи може бути спричинене різними ризиками, в тому числі й агентськими. Так, аналіз конструкції центрального гарантійного фонду в Угорщині показує, що вона містить суттєвий недолік – надає доступ до ресурсів такого фонду без того, щоб спочатку використовувати ресурси приватного капіталу.

Встановлення державою гарантій не є панацеєю від системного ризику, однак може зменшити ризики інших видів. Встановлення гарантій може бути корисним і необхідним в умовах початку пенсійної реформи, щоб підтримати довіру до нововведень. Крім того, на ринках, які розвиваються, за умов відсутності достатнього досвіду надання послуг управляючими активами та наявності негативних прикладів проявів морального ризику, запровадження гарантій є доцільним.

Важливим є грамотна розробка моделі гарантії, зокрема, визначення її виду, джерел її фінансування та послідовності їх використання. Найбільш прийнятним щодо убезпечення від невідповідальної поведінки управляючих активами для країн, що

розвиваються, є встановлення нормативу мінімальної відносної дохідності. Як показано вище, «тягар» забезпечення гарантії повинен бути покладений на тих, чії дії спричинили її використання. Створення фондів або резервів з метою згладжування коливань дохідності у часі вбачається способом перерозподілу ризику між різними поколіннями учасників НПФ.

Додаткового до прямих гарантій мають застосовуватися пруденційні правила та в умовах ринків, що розвиваються, – інвестиційні обмеження на структуру портфеля НПФ. При цьому доцільно ввести регулятивну норму, яка б дозволяла при перевищенні встановленого нормативу у випадку зростання ринкової вартості «якісного» активу тримати такий актив у розмірі понад встановлений норматив, можливо за умов отримання дозволу на це від регулятора. З розвитком ринку цінних паперів фінансового ринку інвестиційні ліміти повинні переглядатися з метою приведення їх у відповідність до ринкових умов.

13.4. Інвестиційна політика та управління активами недержавних пенсійних фондів

Інвестиційна політика недержавних пенсійних фондів полягає у визначенні таких напрямів розміщення пенсійних активів, які в змозі забезпечити НПФ виконання зобов'язань перед учасниками в умовах необхідності дотримання встановлених державою інвестиційних обмежень.

Метою інвестиційної політики НПФ є накопичення і збереження пенсійних резервів, достатніх для виконання зобов'язань перед учасниками в повному обсязі, що вимагає побудови такої системи регулювання інвестиційної діяльності, яка б забезпечила отримання адекватного доходу на пенсійні активи та захист пенсійних коштів учасників фонду від знецінення.

У світовій практиці спостерігається застосування двох основних концептуальних підходів у цій сфері – правила «розсудливої людини» та «кількісні обмеження».

1. **Правило «розсудливої людини»** (*prudent person rules*) полягає в тому, що професійні інвестори, які управляють коштами інших осіб, несуть фідучіарну (засновану на довірі) відповідальність, що зобов'язує їх інвестувати кошти лише в такі активи, які ухвалив би поміркований (обачний) інвестор. Такий підхід передбачає диверсифікацію портфеля з урівноваженням активів і зобов'язань. Загалом правило «розсудливої людини» може бути сформульовано в такий спосіб: «Довірена особа (фідучіарій) має виконувати свої обов'язки з турботою, навичками і старанністю на кшталт розсудливої людини, що діє з подібними повноваженнями для ведення своїх справ і досягнення своїх цілей».

Правило «розсудливої людини» бере свою основу в законодавстві про трасти англосаксонських країн, які є визначеною групою активів, що сформована та управляється трасті (опікуном) на користь іншої сторони (бенефіціарія).

Фідучіарні стандарти чи стандарти «розсудливої людини» можуть бути встановлені і застосовуватися в різних правових формах і в країнах, законодавство яких не містить трастової концепції. Таким чином, договірне право може однаково добре підходити для встановлення і застосування стандарту «розсудливої людини» як для посадових осіб НПФ, так і для інвестиційних менеджерів. Навіть у межах англосаксонської традиції пенсійне законодавство – унікальна комбінація поєднання трасту і контрактних принципів, де трастове законодавство само по собі безпосередньо є спеціалізованою формою контрактного законодавства.

Важливу роль у визначенні, інтерпретації і застосуванні правила «розсудливої людини» відіграє цивільне право. Це правило орієнтоване швидше на поведінку, а не на результат, ключовим елементом якого є акцент на виконання трасті чи довіреною особою своїх функцій з належною дбайливістю. Тобто ефективність діяльності довірених осіб буде оцінюватися не відповідно до ретроспективної оцінки того, чи були їх інвестиційні рішення успішними, а з точки зору того, чи використовували вони раціональний підхід для прийняття своїх рішень.

Щодо управління пенсійними активами, то підхід «розсудливої людини» надає управляючим активами НПФ більше свободи, однак значною мірою будується на юридичних прецедентах і прийнятих у країні нормах обачності. Наприклад, у США управляючі зобов'язані здійснювати інвестиційну діяльність з такою старанністю, умінням й увагою, які застосувала б обачна людина, що виконує подібні функції з метою досягнення своїх цілей. Положення закону про пенсійне забезпечення федеральних службовців США від 1974 р. розвивають цей постулат таким чином: недостатньо бути обережним професіоналом – управляючий повинен діяти так, як діяв би обачний фахівець, що одержав відповідну підготовку у фінансовій галузі і має неабиякий необхідний досвід.

Правила «розсудливої людини» є загальними нормативними положеннями, у рамках яких має здійснюватися інвестиційна політика. За своїм характером вони є якісними категоріями і, отже, можуть по-різному інтерпретуватися, що ускладнює їх застосування. Вони також вимагають більш тісного зв'язку з відповідною фінансовою установою з метою одержання більш деталізованої інформації щодо об'єктів інвестування. З іншого боку, правила «розсудливої людини» обмежують вибір фінансових інструментів, що звужує інвестиційну політику і не дає можливості її коригувати відповідно до ринкових умов, які постійно змінюються. Цей принцип знайшов своє відображення в Директиві Європейського Союзу про професійне пенсійне забезпечення. В Австралії, Ірландії, Новій Зеландії, Великобританії, США, Канаді, Австрії, Іспанії, Нідерландах підхід до регулювання інвестицій пенсійних фондів базується саме на правилі «розсудливої людини».

2. *«Кількісне регулювання портфеля»* («драконівське регулювання») передбачає встановлення кількісних обмежень на вкладення в певні види активів, що формують портфель НПФ. Як правило, ті інструменти, вкладення в які обмежено, є інструментами з високою волатильністю (мінливістю) ціни та (або) низькою ліквідністю.

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

Існує така класифікація видів обмежень щодо вибору об'єктів інвестування через встановлення:

1) *переліку схвалених класів фінансових активів*, які можна утримувати. Такі «дозволені» активи є тими видами інвестицій, які мають прийнятні рівні ризиків неплатоспроможності і ліквідності;

2) *переліку заборонених активів* (цінні папери, емітентами яких виступають пов'язані особи НПФ, або інші види активів, визнаних занадто ризикованими або дуже низьколіквідними);

3) *максимальних процентних рівнів «сукупних» вкладень* у визначені класи активів. Такі обмеження існують для інвестицій з високим ступенем ризику неплатоспроможності або ризику ліквідності. Загальною практикою є встановлення максимальних обмежень за цінними паперами, що не котируються на організованому ринку, за корпоративними облігаціями низької якості і за визначеними класами іноземних цінних паперів. У деяких країнах існують мінімальні обмеження для інвестицій, що мають низький рівень ризику (урядові цінні папери або облігації високої якості);

4) *максимальних обмежень за питомою вагою «сукупних» інвестицій* в один об'єкт інвестування – застосовується для інвестицій у цінні папери одного емітента або в один об'єкт нерухомості з метою забезпечення адекватної диверсифікації портфеля. Цим нормативом регулюється реінвестування НПФ у материнську компанію або її дочірні структури на умовах придбання акцій або на умовах кредитування;

5) *вимог щодо відповідності валют для активів і пасивів*, тобто мінімальний відсоток активів, що мають бути інвестовані в тій самій валюті (валютах), у якій будуть виплачуватися пасиви. Ці вимоги пов'язані з валютними ризиками і можливим падінням курсу валюти, в якій робляться інвестиції, на дату виплати зобов'язань.

6) *обмежень стосовно використання деривативів* для торгівлі або більш спекулятивних цілей, у зв'язку з чим органи контролю встановлюють регуляторні норми щодо кредитоспроможності постачальників позабіржових деривативів.

У практиці інвестиційного регулювання не завжди є чітке розмежування між правилами «розсудливої людини» і кількісними обмеженнями. Наприклад, і те, й інше використовується у країнах Латинської Америки, Центральної та Східної Європи, країнах колишнього СРСР, у тому числі в Україні. Правило «розсудливої людини» слід вважати швидше результатом теоретичних узагальнень, які на практиці завжди підкріплюються кількісними обмеженнями.

Інвестиційні інструменти, представлені на фінансовому ринку України, в своєму загалі характеризуються високою волатильністю ціни або низькою ліквідністю. Разом з тим до управління пенсійними активами залучатимуться не лише компанії, що вже накопичили певний досвід і мають гарну репутацію, але й новостворені, які прагнутимуть завоювати ринок. Тому існує вірогідність, що частина КУА, побоюючись втратити активи НПФ, розміщуватимуть кошти виключно в інструменти з фіксованою дохідністю, максимально використовуючи банківські депозити. Отже, встановлення кількісного регулювання є об'єктивним та виправданим для вітчизняних умов, але при цьому є проблемним питання, чи не стануть регуляторні норми на заваді ефективності інвестиційної діяльності НПФ?

За своєю інвестиційною політикою НПФ можуть бути агресивними, поміркованими і консервативними. Вважається, що професійні і корпоративні фонди в інтересах своїх учасників не повинні проводити агресивну інвестиційну політику, оскільки це пов'язано з підвищеним ризиком при розміщенні та управлінні пенсійними активами. Разом з тим, якщо НПФ тривалий час проводить активну інвестиційну політику, оперує коштами великої кількості пенсіонерів і має гарантоване надходження внесків, такому фонду доцільно розширити інвестиційний портфель за рахунок залучення нових високодохідних фінансових інструментів. Для новостворених НПФ, які не мають достатніх ресурсів, потрібно обмежитися пасивною інвестиційною політикою.

Управляючий активами НПФ повинен враховувати вікові особливості учасників НПФ (табл. 13.5).

**Можливий діапазон розміщення інвестиційних інструментів
залежно від стадій життєвого циклу учасників НПФ**

Стадія життєвого циклу	Мета інвестора	Діапазон використання інструментів, %		
		Акції	Облігації	Готівка (валюта)
Початок кар'єри	Максимальне зрос- тання дохідності	80–100	0–10	0–10
Середина кар'єри	Зростання дохідності	70–80	10–20	5–10
Кінець кар'єри	Консервативне зростання	60–70	15–25	5–20
Вихід на пенсію	Зростання і дохід	50–60	15–30	10–20
Життя на пенсії	Дохід	15–50	40–75	10–35

Таким чином, НПФ обирає напрям інвестиційної політики під впливом, по-перше, системи обмежень, встановлених чинним законодавством, і, по-друге, наявністю на ринку фінансових інструментів, розміщення в які дозволить одержати дохід, необхідний для виконання фондом своїх зобов'язань, з мінімальним ризиком.

Згідно зі ст. 47 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 №1057-IV до складу активів НПФ належать: активи в грошових коштах; активи у цінних паперах; інші активи згідно із законодавством.

Пенсійні активи у цінних паперах складаються з:

1) цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства;

2) акцій українських емітентів;

2-1) облігацій українських емітентів, кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою, визначеною законодавством України, або які,

відповідно до норм законодавства, пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає вимогам, установленим НКЦПФР;

3) цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, при цьому встановлення вимог до рейтингу зовнішнього боргу та визначення рейтингових компаній здійснюються НКЦПФР;

4) облігацій іноземних емітентів з інвестиційним рейтингом;

5) акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, або у торговельно-інформаційній системі НАСДАК (*NASDAQ*). Емітент цих акцій повинен провадити свою діяльність не менше ніж протягом 10 років і бути резидентом країни, рейтинг зовнішнього боргу якої визначається відповідно до п. 3;

6) іпотечних облігацій.

Пенсійні активи пенсійного фонду в цінних паперах не можуть включати:

1) цінні папери, емітентами яких є зберігач, особи, які здійснюють управління пенсійними активами, адміністратор, аудитор (аудиторська фірма) та особи, що надають консультаційні, агентські або рекламні послуги, з якими пенсійним фондом укладено відповідні договори, та їх пов'язані особи, засновники пенсійного фонду та їх пов'язані особи;

2) цінні папери (крім акцій), які не пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає вимогам, встановленим НКЦПФР, та не перебувають в обігу на фондовій біржі, зареєстрованій у встановленому порядку, крім випадку, якщо кредитний рейтинг облігацій відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою, визначеною законодавством;

3) цінні папери, емітентами яких є інститути спільного інвестування, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами НКЦПФР;

4) векселі;

5) похідні цінні папери.

Пенсійні активи не можуть бути предметом застави і повинні використовуватися лише на певні цілі. На них не може бути звернене стягнення за зобов'язаннями засновників пенсійного фонду, роботодавців-платників, осіб, що здійснюють управління активами фонду, адміністратора, зберігача такого фонду та страхової організації, з якою укладено договір страхування довічної пенсії учасником відповідного пенсійного фонду або договір страхування ризику настання інвалідності чи смерті учасника фонду.

На пенсійні активи не може бути звернене будь-яке стягнення або застосована конфіскація, якщо вони сформовані за рахунок коштів, отриманих на підставах, що не суперечать законодавству.

Використання пенсійних активів

Пенсійні активи, що накопичуються у пенсійному фонді, можуть бути використані виключно для цілей інвестиційної діяльності фонду, виконання зобов'язань перед його учасниками та оплати витрат, пов'язаних із здійсненням недержавного пенсійного забезпечення, а саме:

1) інвестування з метою отримання доходу на користь учасників фонду;

2) виконання договорів виплати пенсії на визначений строк, укладених з учасниками фонду, та для здійснення одноразових пенсійних виплат, передбачених законом;

3) оплати договорів страхування довічної пенсії та договорів страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду, укладених із страховою організацією;

4) оплати послуг з адміністрування пенсійного фонду (крім випадків, коли адміністрування самотійно здійснює юридична особа – одноосібний засновник корпоративного фонду), включаючи оплату рекламних і агентських послуг, пов'язаних з функціонуванням пенсійного фонду, витрат на оприлюднення інформації про його діяльність, передбаченої цим законом;

5) виплати винагороди за надання послуг з управління активами пенсійного фонду;

6) оплати послуг зберігача;

7) оплати послуг з проведення планових аудиторських перевірок пенсійного фонду;

8) оплати послуг третіх осіб, надання яких передбачено регуляторами, включаючи оплату послуг торговців цінними паперами (посередників), витрат на ведення обліку та перереєстрацію прав власності на активи пенсійного фонду;

9) оплати інших послуг.

Корпоративний та професійний пенсійні фонди можуть укласти договір страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду для всіх учасників фонду за рахунок частини їх пенсійних внесків. Порядок укладання такого договору та розмір страхового внеску за таким видом страхування визначаються у колективному договорі.

Відкритий пенсійний фонд за бажанням учасників фонду може укласти договори страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду за рахунок частини їх пенсійних внесків.

Загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами пенсійного фонду

Особа, що здійснює управління активами пенсійного фонду, під час провадження нею такої діяльності не має права:

1) формувати пенсійні активи за рахунок позикових (кредитних) коштів;

2) надавати майнові гарантії, забезпечені пенсійними активами, або будь-які кредити (позики) за рахунок пенсійних активів;

3) укладати угоди купівлі-продажу або міни пенсійних активів з обов'язковою умовою зворотного викупу;

4) емітувати будь-які боргові цінні папери та похідні цінні папери.

Інші обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами НПФ наведено у табл. 13.6.

Під час провадження діяльності, пов'язаної з інвестуванням пенсійних активів корпоративного пенсійного фонду, дозволяється придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, емітентами

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

яких є засновники такого фонду, не більше ніж 5 % загальної вартості пенсійних активів, з дотриманням інших вимог щодо складу і структури пенсійних активів, установлених цим законом, а протягом перших п'яти років з початку заснування таких фондів – не більше ніж 10 % загальної вартості пенсійних активів.

Таблиця 13.6

Загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами НПФ

№ з/п	Склад активів	Частка у портфелі не більше
1.	Банківські депозитні рахунки у грошових коштах та ощадні сертифікати банків	50 %
2.	Цінні папери одного емітента (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано КМУ)	5 %
3.	Цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ	50 %
4.	Цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів АР Крим, та облігації місцевих позик	20 %
5.	Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	40 %
6.	Акції українських емітентів	40 %
6 ¹ .	Акції українських емітентів, що не допущені до торгів на фондовій біржі	10 %
7.	Цінні папери іноземних емітентів	20 %
8.	Іпотечні облігації	40 %
9.	Об'єкти нерухомості	10 %
10.	Банківські метали, у тому числі шляхом відкриття поточних та депозитних рахунків в установах банків у банківських металах	10 %
11.	Інші активи, що можуть бути оцінені за ринковою вартістю та не заборонені законодавством України, включаючи акції, набуті внаслідок перетворення юридичної особи, корпоративні права якої перебували в активах пенсійного фонду, в акціонерне товариство	5 %
12.	Зобов'язаннях однієї юридичної особи	10 %
13.	Цінні папери (корпоративні права) одного емітента	10 %

Облік пенсійних коштів учасників пенсійного фонду

Сума пенсійних коштів, що належить кожному учаснику фонду, визначається шляхом множення кількості одиниць пенсійних активів фонду, облікованих на індивідуальному пенсійному рахунку учасника фонду, на чисту вартість одиниці пенсійних активів фонду та відображається на індивідуальному пенсійному рахунку учасника фонду. Сума пенсійних коштів усіх учасників пенсійного фонду дорівнює чистій вартості активів пенсійного фонду.

Чиста вартість активів пенсійного фонду, кількість одиниць пенсійних активів фонду учасників фонду та чиста вартість одиниць пенсійних активів фонду визначаються кожного робочого дня.

У разі зменшення протягом останніх 12 місяців чистої вартості одиниці пенсійних активів фонду більше ніж на 10 % середньозваженого показника зміни чистої вартості одиниці пенсійних активів фонду, якщо це не обумовлено об'єктивними змінами на фінансовому ринку.

Як показує західний досвід діяльності НПФ, на початку їх становлення вони отримали дозвіл інвестувати пенсійні активи тільки у державні цінні папери і банківські депозити.

Сьогодні консультанти з управління пенсійними активами не рекомендують передбачати у вимогах до інвестиційної діяльності НПФ норматив інвестицій у *державні цінні папери*. Але його встановлення у деяких випадках може бути необхідним, причому цей норматив повинен обмежувати вкладання в ці фінансові інструменти. Річ у тім, що з міркувань безпеки та ліквідності менеджери КУА багатьох країн суттєву частку інвестицій здійснюють саме у державні цінні папери. Однак у разі поглиблення такої тенденції фонди можуть перетворитися на споживачів винятково державних зобов'язань, що само по собі підірве сутність другого рівня пенсійної системи, призведе до приховування пенсійних боргів.

Багато дискусій сьогодні виникає з приводу дозволу інвестування активів на *банківських депозитах*. Не викликає сумніву застереження щодо доцільності та необхідності встановлення додаткових вимог до банків, на рахунках яких буде дозволено

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

розміщувати пенсійні активи. Бажано, звичайно, щоб це були першокласні банківські установи, хоча й вони не застраховані від банкрутства. Однак ці вимоги не є предметом закону і мають бути закріплені у банківському законодавстві.

Окремої уваги потребують інвестиції в *акції*. Аналіз інвестиційних обмежень, встановлених українським законодавством, свідчить про те, що інвестиційні портфелі можуть бути сформовані взагалі без включення акцій. Повне виключення цього виду активів з переліку дозволених напрямів інвестування конкретного фонду затверджується Радою НПФ в інвестиційній декларації. Крім того, пенсійні активи можуть становити лише акції, які мають ринкове котирування, а договори купівлі-продажу цих паперів укладаються на організованому ринку за біржовими цінами з метою їх гарантування.

Закордонний досвід діяльності пенсійних фондів також показує, що в ряді країн існувала заборона з боку держави на інвестування в акції. Проте сьогодні пенсійні фонди США, Великобританії і Австралії здійснюють більш ризиковану інвестиційну політику та більш агресивну портфельну стратегію і віддають перевагу вкладанням саме в акції. Частка цих інструментів становить близько половини в загальному обсязі активів фондів цих країн. У деяких країнах вкладення в облігації ще більш вагомі, так, у Сінгапурі їх частка становить 70 %, Фінляндії – 69 %, Франції – 65 %, Швеції – 64 %.

Що стосується корпоративних облігацій, то в більшості країн світу обмежень щодо їх використання в пенсійних планах немає.

У портфелях пенсійних фондів Нідерландів, Великобританії, Австралії, Японії і Швейцарії порівняно велику частку займають *іноземні цінні папери*. Якщо для невеликих країн це пов'язано з обмеженістю національних фінансових ринків, то, наприклад, у Великобританії до цього призвели лібералізація фінансового законодавства і відміна валютного контролю у 1979 р.

У Законі «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 № 1057-IV йдеться лише про право, а не про обов'язок

інвестування пенсійних активів в іноземні цінні папери. Українське законодавство щодо вкладень в ці інструменти, на відміну від російського, суттєво розширює їх вибір (цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав; акції та облігації іноземних емітентів).

Окремо потрібно зосередити увагу на обсягах інвестування пенсійних активів в інші класи активів, зокрема в *нерухомість*. На практиці інвестування в нерухомість притаманне майже всім зарубіжним НПФ. З огляду на глобальні ризики коливань та потрясінь на світових ринках капіталу, що призводить до банкрутства потужних корпорацій та неплатоспроможності національних урядів, інвестування в землю та інші категорії нерухомості завжди вважалося механізмом захисту від відповідних ризиків. Частка пенсійних активів, інвестованих у нерухомість, у більшості країн не перевищує 8 %. Виключення становлять Швейцарія (48 %) та Італія (26 %), що пояснюється унікальним розвитком цих індустрій відпочинку та туризму, що значно підвищило привабливість інвестування у нерухомість, чим і скористалися і пенсійні фонди. Разом з тим управляючі пенсійними фондами не завжди віддають перевагу інвестиціям у нерухомість через низьку ліквідність останньої.

Як показує практика, з часом структура портфеля НПФ може значно змінюватися, а кількість фінансових інструментів суттєво збільшуватись.

Значним фактором досягнення дохідності інвестиційних портфелів НПФ є частка довгострокових («пасивних») активів. Збільшення частки таких інструментів на етапі формування портфеля та дотримання такої стратегії в подальшому дають кращі результати, ніж тільки короткострокові вкладення з постійним їх ревізуванням. Наприклад, інвестиційна стратегія банку передбачає ступеневу структуру строків погашення цінних паперів (вкладання коштів таким чином, щоб після закінчення певного періоду спливав строк погашення певної частини вартості цінних паперів), або стратегію «штанги», коли дострокові зобов'язання урівноважуються короткостроковими зобов'язаннями за відсутністю або невеликою кількістю середньострокових цінних паперів.

Контрольні запитання

1. Що слугувало причинами створення системи пенсійних фондів?
2. За рахунок яких джерел здійснюється пенсійне забезпечення?
3. Чим характеризується метод покриття поточних витрат, виплата пенсій за рахунок резерву і метод послідовного створення резерву?
4. Які види пенсій передбачають виробничі пенсійні фонди?
5. Чим відрізняються схеми зі встановленими внесками від схем з встановленими виплатами?
6. Що позитивне буде мати працівник і роботодавець від участі у недержавному пенсійному фонді?
7. З яких рівнів складається пенсійна система України?
8. Що таке система недержавного пенсійного забезпечення? Хто є її основними суб'єктами? На яких принципах вона базується?
9. На які типи поділяють недержавні пенсійні фонди? Які з них мають найбільші перспективи в Україні?
10. Хто має право управляти активами недержавних пенсійних фондів?
11. Що входить до обов'язків компанії з управління активами й адміністратора недержавного пенсійного фонду?
12. У який спосіб працює система недержавного пенсійного забезпечення?
13. З якими ризиками стикаються у своїй роботі недержавні пенсійні фонди? Як їх можна уникнути?
14. Чому важливим аспектом регулювання інвестиційної діяльності є запровадження різних гарантій?
15. Чим відрізняється гарантія абсолютної дохідності від відносної?
16. Чим відрізняється інвестиційна політика недержавних пенсійних фондів від інших інституційних інвесторів?
17. На чому базується правило «розсудливої людини»?

18. Які існують класифікації обмежень стосовно вибору об'єктів інвестування? Чому їх використання є необхідним для недержавних пенсійних фондів у сучасних умовах?

19. Яким чином недержавний пенсійний фонд повинен враховувати вікові особливості його учасників?

20. Дайте оцінку доцільності і можливості вкладання пенсійних коштів в активи, визначені законодавством України, в сучасних умовах.

Тести

1. За видами пенсійних схем недержавні пенсійні фонди поділяються на:

- а) із встановленими внесками, встановленими виплатами, комбіновані;
- б) відкриті, закриті;
- в) автономні, неавтономні;
- г) контрактні, інституційні.

2. За правовою формою недержавні пенсійні фонди поділяються на:

- а) контрактні, інституційні;
- б) відкриті, закриті;
- в) автономні, неавтономні;
- г) із встановленими внесками, встановленими виплатами, комбіновані.

3. Суб'єктами недержавного пенсійного забезпечення в Україні є:

- а) компанії з управління активами;
- б) зберігачі;
- в) аудитори;
- г) усі відповіді правильні.

4. Недержавні пенсійні фонди в Україні поділяють на:

- а) відкриті;
- б) корпоративні;
- в) професійні;
- г) усі відповіді правильні.

5. Управління активами НПФ може здійснювати:

- а) професійний адміністратор;
- б) компанія з управління активами;
- в) банк;
- г) усі відповіді правильні.

6. Компанія з управління активами на підставі відповідної ліцензії має право управляти активами:

- а) ломбарду;
- б) кредитної спілки;
- в) недержавного пенсійного фонду;
- г) правильної відповіді немає.

7. Додаткова (до державної) пенсія утворюється в НПФ за рахунок:

- а) періодичних внесків працівника-учасника НПФ;
- б) страхових внесків;
- в) депозитних рахунків;
- г) правильної відповіді немає.

8. Пенсійні активи НПФ у цінних паперах включають:

- а) облігації іноземних емітентів;
- б) векселі;
- в) похідні цінні папери;
- г) усі відповіді правильні.

9. Пенсійні активи НПФ у цінних паперах не можуть включати:

- а) облігації іноземних емітентів;

- б) векселі;
- в) акції іноземних емітентів;
- г) усі відповіді правильні.

10. Частка банківських депозитних рахунків у грошових коштах та ощадних сертифікатів банків у пенсійних активах не може перевищувати:

- а) 60 %
- б) 40 %;
- в) 50 %;
- г) правильної відповіді немає.

Рекомендовані джерела

1. Бевзенко О. В. Становлення та розвиток пенсійного страхування / О. В. Бевзенко // Економіка АПК. – 2005. – № 12. – С. 111–116.
2. Вітка Ю. Недержавні пенсійні фонди: українська модель [Електронний ресурс] / Ю. Вітка. – Режим доступу: <http://www.justinian.com.ua>.
3. Коваленко Ю. М. Інвестиційна політика недержавних пенсійних фондів / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2004. – № 8. – С. 91–96.
4. Коваленко Ю. М. Стандарти Кодексу кращої практики фінансової діяльності / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – К., 2013. – № 11. – С. 8–14.
5. Коваленко Ю. М. Фінансова поведінка домогосподарств: проблеми та перспективи для фінансового сектору економіки України / Державне фінансове забезпечення соціальної сфери: колективна монографія / [за ред. Т. М. Кір'ян, Ю. В. Пасічника]. – Черкаси: видавець Чабаненко Ю., 2012. – 398 с.
6. Ковальова Н. Регулювання інвестування активів накопичувальних пенсійних фондів: правило «розсудливої людини» або «кількісні обмеження» // Ринок цінних паперів. – 2004. – № 3–4. – С. 49–57.

Розділ 13. Управління активами недержавних пенсійних фондів

7. Ковальова Н. Регулювання інвестиційної діяльності накопичувальних пенсійних фондів: механізми захисту інвестицій, гарантування збереження та зростання їх вартості / Н Ковальова // Ринок цінних паперів. – 2004. – № 5–6. – С. 63–72.

8. Михайлов А. В. Недержавні пенсійні фонди: сьогоdnішній погляд у майбутнє / Михайлов А. В., Ткач О. Й. – К. : Видавництво «СПД Савчина», 2001. – 244 с.

9. Науменкова С. В. Функціонування недержавних пенсійних фондів на ринку фінансових послуг України / С. В. Науменкова // Фінанси України. – 2010. – № 4. – С. 3–16.

10. Пересада А. А. Фінансові інвестиції : підручник / Пересада А. А., Коваленко Ю. М. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.

11. Про недержавне пенсійне забезпечення [Електронний ресурс] : Закон України : від 09.07.03 № 1057-IV. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>.

12. Про загальнообов'язкове пенсійне страхування [Електронний ресурс] : Закон України : від 09.07.03 № 1057-IV. – Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1058-15>.

13. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Фабоцци Ф. : пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.

14. Федина В. В. Недержавне пенсійне забезпечення в контексті історії / В. В. Федина // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 215–225.

15. Федина В. В. Управління активами недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід та вітчизняна практика / В. В. Федина // Економіка та держава. – 2019. – № 5. – С. 118–123.

РОЗДІЛ 14

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

14.1. Види інститутів спільного інвестування та їх інвестиційна політика: зарубіжний досвід.

14.2. Організація діяльності інститутів спільного інвестування в Україні.

14.3. Діяльність з управління активами в інститутах спільного інвестування.

14.4. Венчурний бізнес і венчурні фонди.

14.1. Організаційні види інститутів спільного інвестування та їх інвестиційна політика: зарубіжний досвід

З усіх учасників ринку капіталу інститути спільного інвестування (ІСІ) відрізняються тим, що вони є найтипівішим прикладом суміщення діяльності емітента та інституційного інвестора, яка базується на принципі субституції (взаємозаміні) цінних паперів, що котируються на ринку, і власних цінних паперів. Ці інститути продають інвесторам свої акції та інвестиційні сертифікати, а дохід від їх продажу інвестують у портфелі фінансових інвестицій з метою їх диверсифікації.

Як свідчить світова практика, ІСІ виникли як доповнення або альтернатива індивідуальному інвестуванню. Вони орієнтовані на роботу з дрібними некваліфікованими інвесторами. Так, наприклад, у Німеччині і Франції індивідуальні інвестори становлять майже 50 % клієнтів інвестиційних компаній, у Великобританії – 75 %, в Іспанії – 90, в Італії – 95 %.

Купуючи цінні папери у ІСІ, а не на ринку, індивідуальний інвестор одержує такі переваги:

1. Облік і управління коштами. ІСІ періодично випускають звіти про свій фінансовий стан, ведуть облік розподілу приросту

капіталу, дивідендів, інвестицій і виплат за цінними паперами; крім того, вони можуть реінвестувати дивіденди і процентний дохід своїх інвесторів.

2. *Диверсифікованість і подільність.* Об'єднуючи грошові кошти своїх інвесторів, ІСІ надають їм можливість володіти частками різних активів, а за рахунок поєднання цих часток ІСІ можуть діяти як великі інвестори, що дрібному інвестору не під силу.

3. *Професійне управління.* Більшість ІСІ володіють постійним штатом фінансових аналітиків і управляючих портфелями, які намагаються досягти максимальної ефективності для своїх інвесторів.

4. *Зменшення витрат на проведення трансакцій.* Оскільки ІСІ торгують великими пакетами цінних паперів, це дозволяє їм домогтися істотної економії на брокерських гонорарах і комісійних витратах.

ІСІ мають різні ознаки визначення, види діяльності, навіть різні назви, закріплені законодавством окремої країни. У Великобританії – це інвестиційні трести, в Іспанії – фонди інвестицій у цінні папери, у Франції – інвестиційні компанії з незмінним чи змінним капіталом, у Німеччині – інвестиційні фонди. Наприклад, тільки в США в різні періоди ХХ ст. такі інститути називалися інвестиційними трастами, інвестиційними компаніями, інвестиційними фондами, взаємними фондами.

Найрізноманітніше за формами організації та масштабністю спільне інвестування представлене в Сполучених Штатах Америки. Як російські, так й українські законодавці, створюючи систему законодавчого регулювання діяльності інститутів спільного інвестування, орієнтувалися саме на американський досвід. В історичному аспекті для економіки США характерні традиції, пов'язані із заборонаю або жорстким обмеженням банківських операцій з цінними паперами. У зв'язку з цим тривалий час спільне інвестування було відокремлене від банківської діяльності, але водночас досягло значних масштабів. Так, на сьогодні кількість акцій, випущених американськими ІСІ, вдвічі перевищує

кількість усіх цінних паперів, що обертаються на Нью-Йоркській фондовій біржі.

Сучасне законодавство США дозволяє банкам створювати трастові відділи, які займаються управлінням коштами клієнтів на підставі договорів доручення. Ними можуть бути як великі індивідуальні, так й інституційні інвестори – пенсійні, благодійні, сімейні фонди, фонди страхових компаній та громадських організацій тощо. Отже, на сьогодні банки Америки (зокрема, інвестиційні) можна вважати суб'єктами системи спільного інвестування. Цікава практика запроваджена банками США – це відкриття двох груп рахунків – ризикових та безризикових. Перші формують сукупний капітал, який використовується для фінансування ризикових операцій. Процент на такі рахунки нараховується пропорційно отриманому доходу. Коштами із цих рахунків можуть фінансуватися і угоди щодо торгівлі цінними паперами. Кошти безризикових рахунків інвестуються в державні зобов'язання і забезпечені заставою кредити. Безризикові рахунки страхуються державою і є надійною формою розміщення коштів дрібних інвесторів. Хоча доходи, отримувані за безризиковими рахунками, нижчі від тих, що одержують власники ризикових рахунків, – вони цілком задовольняють поміркованих інвесторів.

Отже, американські банки можуть виступати як управляючі коштами спільного інвестування компаній, так і як суб'єкти, що акумулюють ці кошти. Але обсяги такої діяльності банків є значно меншими, ніж у небанківських закладах – ІСІ.

ІСІ поділяються на три основні групи: компанії сертифікатів з готівковою вартістю (*Face Amount Companies*); об'єднані інвестиційні трасти (*Unit Investment Trust Companies*), *М* – компанії (*Management Companies*).

Компанії сертифікатів з готівковою вартістю (*FA*-компанії) емітують сертифікати, що мають визначену номінальну вартість. Ці сертифікати за сутністю – форма контракту між інвестором і компанією. У них визначається номінал, еквівалентний сумі коштів інвестора, термін дії контракту щодо управління

таким капіталом, умови управління, сплати базової інвестиційної суми і доходу, які здійснюються після завершення терміну дії контракту. Таким чином, *FA*-компанії виступають боржником інвесторів і беруть на себе ризики інвестування у фінансові активи.

Термін погашення сертифікатів компанією складає в середньому вісім років, а середній розмір номіналу – приблизно три тисячі доларів. Зазвичай номінальна вартість таких сертифікатів сплачується інвестором частками протягом обумовленого контрактом часу. Об'єкти інвестування таких компаній – іпотека, кредитування будівництва, цінні папери тощо. Ці компанії були значно поширені в 30-ті рр. XX ст., але з середини шестидесятих років на ринку залишилося лише п'ять компаній сертифікатів з готівковою вартістю, найбільшою з яких є «Інвесторз Синдикат оф Америка».

Об'єднані інвестиційні трасти (*UIT*-компанії) формуються на підставі трастового договору, тобто контракту на управління інвестиційним портфелем за дорученням власника. Під час створення компанії такого типу визначається структура портфеля, який надалі залишається незмінним. Акумуляування грошового еквівалента майбутнього портфеля здійснюється за рахунок продажу інвесторам сертифікатів пайової участі.

Завдяки статичності структури активів такого фонду немає потреби в оперативному управлінні фондом, створенні ради директорів. Функції з технічного обслуговування фонду виконує так званий «депозитор». Його статус визначається як статус першого принципала. Саме він створюючи траст, вносить початковий капітал (не менше 100 тис. дол.), в обмін на який отримує відповідний пакет сертифікатів, що розповсюджуються між дрібними інвесторами. Ці сертифікати – такі цінні папери, що погашаються і підлягають безумовному викупу трастом за ціною, пропорційною вартості відповідної частки портфеля компанії.

Позитивні риси *UIT*-компанії:

1. Портфель цінних паперів є чітко визначеним на момент початку продажу паїв, тому інвестор може обрати ту компанію, активи якої його більше влаштовують.

2. Досить простий і зрозумілий спосіб розрахунків з інвестором. Наприкінці обумовленого періоду інвестор отримує частку ринкової вартості портфеля цінних паперів, яка припадає на його пай, а протягом цього періоду одержує пропорційну цьому паю частку в процентах та дивідендах, що нараховуються емітентом.

Разом з тим інвестор має знати, що ліквідність паїв *UIT*-компанії невисока, вони можуть бути викуплені раніше обумовленого терміну, але такий викуп не гарантується.

UIT-компанії виникли в тридцятих роках XX ст. як альтернатива діяльності професійних менеджерів через брак довіри до останніх. Статична структура активів *UIT*-компаній позбавляла інвесторів можливості реагувати на зміни кон'юнктури ринку, але в той же час захищала їх від зловживань управляючих активами. *М-компанії* є найбільш поширеними ІСІ. Їх кількість постійно зростає – протягом останніх двох десятиріч розвиток ІСІ спостерігався за рахунок поширення *М*-компаній відкритого типу. Вартість активів закритих *М*-компаній становить 5 % від вартості активів компаній відкритого типу. Майже 40 відсотків американців – інвестори *М*-компаній. Діяльність цих ІСІ регулюється законом про інвестиційні компанії 1940 р. як компаній, відрізнених від інвестиційних трастів та компаній сертифікатів з готівковою вартістю. Критерії організації *М*-компаній дозволяють виділити їх в окрему групу ІСІ. Принципи організації цих компаній передбачають формування їх як самостійних юридичних осіб у формі корпорацій, товариств з обмеженою відповідальністю або партнерств за участю спонсора або довіреної особи, які гарантують капітал компанії. Функціонування цієї структури забезпечується за рахунок взаємодії самої *М*-компанії, інвестиційного керуючого (консалтингової фірми) і фірми-торговця цінними паперами. Взаємодію *М*-компанії з іншими учасниками фінансового ринку зображено на рис. 14.1.

Компанії поділяються на фонди закритого та відкритого типу. Перші емітують акції або пайові сертифікати, які не викуповуються ними в інвесторів і підлягають обігу на фондовому ринку з погашенням після закінчення терміну діяльності фонду.

Другі викуповують акції й сертифікати в інвесторів протягом всього часу існування. Інвестори купують ці цінні папери, і частка власності окремого інвестора в об'єднаних активах пропорційна кількості куплених ним паперів. Вартість кожного такого цінного папера є *вартістю чистих активів* (*Net Asset Value – NAV*). Вона дорівнює різниці активів інвестиційного фонду і його зобов'язань у розрахунку на один випущений ним цінний папір.

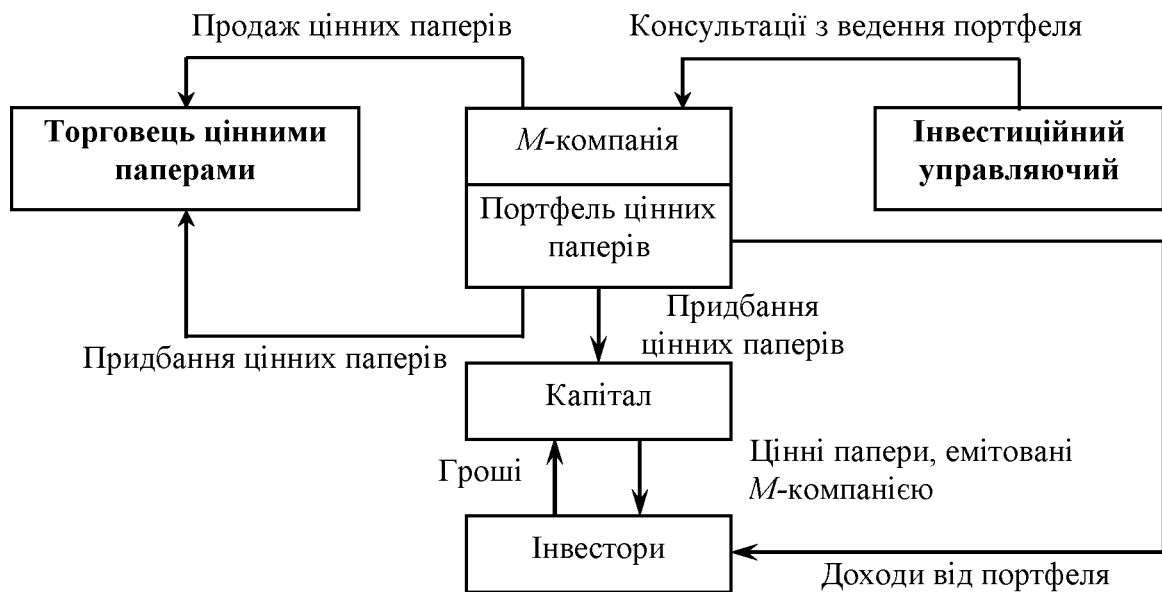


Рис. 14.1. Схема взаємодії М-компанії з іншими учасниками фінансового ринку

Інша назва відкритих фондів – *взаємні фонди*. Це найбільш поширений тип інститутів спільного інвестування як в Америці, так і в усьому світі. Історично склалося так, що у США відкриті фонди завжди були більш популярні, ніж закриті. Зальна сума інвестицій у перші у 30 разів вища за другі. Однак активи закритих фондів з року в рік збільшуються через те, що індивідуальні інвестори все більшу увагу приділяють швидко зростаючим інвестиціям на міжнародних ринках, де працюють закриті фонди.

Існують кілька видів взаємних фондів: траст, партнерство, обмежене партнерство, окремий рахунок.

Трастова форма взаємного фонду аналогічна будь-якому трасту, тобто інституту, який здійснює управління інвестиційним портфелем або іншим майном на підставі доручення клієнта.

Взаємний фонд, створений у такій формі, управляється радою попечителів, яка захищає інтереси клієнтів взаємного фонду.

Окремий рахунок передбачає, що взаємний фонд створюється як певний самотійний рахунок спонсора компанії, на який перераховуються суми, закумульовані при продажу акцій або паївових сертифікатів взаємного фонду, а також кошти, які вносить спонсор при заснуванні компанії. Коли розмір початкового капіталу досягнутий, окремий рахунок, відповідно до закону, отримує права юридичної особи. У деяких випадках окремий рахунок може управлятися самотійною опікунською радою чи радою директорів. Спонсор у цьому випадку діє як консультант з інвестицій і бере на себе функції з продажу сертифікатів та акцій дрібним інвесторам.

Закони більшості країн не обмежують перелік інституцій, які можуть виступати в ролі спонсора. Ними може бути (за формою власності) будь-яка юридична чи фізична особа. У більшості випадків спонсори – це особи, які мають право на проведення операцій з цінними паперами – інвестиційні банки, консультаційні компанії тощо. Разом з тим у США існують обмеження на участь комерційних банків в організації інвестиційних фондів, які не можуть безпосередньо виступати в ролі спонсорів інвестиційного фонду. Як правило, цю функцію виконують дочірні підприємства холдингів, а комерційні банки, згідно з Правилем 5 Федеральної Резервної системи США від 1972 р., можуть виступати в ролі менеджера деяких інвестиційних компаній і, в першу чергу, тих, які інвестують у державні цінні папери.

ІСІ можуть існувати у формі юридичних осіб, так і у формі, що не передбачає створення юридичної особи. Інвестиційні фонди можуть створюватися як акціонерні товариства або товариства з обмеженою відповідальністю. Використання для ІСІ організаційних форм з підвищеною майновою відповідальністю (повних або командитних товариств) не виключається, але не відповідає досить ризиковій специфіці діяльності інвестиційних фондів. Використання форми товариства з обмеженою відповідальністю передбачає необхідність введення додаткових умов,

які б забезпечували рівні права засновників та широкого кола учасників. Крім того, у цьому випадку необхідні додаткові інструменти акумуляції капіталу, тоді як ці функції виконують акції відкритих акціонерних товариств. Отже, відкрите акціонерне товариство є найбільш дієвою формою організації ІСІ.

Під час створення фонду для потенційних інвесторів випускається проспект, який містить опис інвестиційних цілей та інвестиційної політики, якої дотримується інвестиційний менеджер. Інвестиційні цілі можна змінювати тільки за підтримки більшості акціонерів фонду. Принципи інвестиційної політики втілюються у конкретних інвестиційних стратегіях і, зокрема, у виборі класів активів, в які інвестуються кошти фонду.

За своїми інвестиційними цілями взаємні фонди поділяють на ті, що інвестують у будь-які види цінних паперів на будь-яких ринках, і на ті, що обмежені конкретною метою (наприклад, зосереджені на ринках, що швидко розвиваються). Перед інвестором у сучасних умовах постає питання, який саме взаємний фонд обрати серед їх великої кількості і різноманіття.

Взаємні фонди існують кількох типів.

Фонди, що інвестують у компанії високої, середньої та малої капіталізації. Перші здійснюють інвестування в компанії, ринкова вартість яких перевищує \$8 млрд. Другі – у компанії, ринкова вартість яких перебуває в межах від \$1 млрд до \$8 млрд. І, нарешті, треті – зосереджують свою увагу на акціях компаній із ринковою вартістю до \$1 млрд. Стратегія цих фондів здебільшого залежить від «агресивності» їх менеджерів, які прагнуть купувати «гарячі» акції компаній, що швидко розвиваються (особливо в технологічному секторі). Більш консервативні менеджери обирають акції, що тимчасово є недооціненими порівняно з акціями компаній-конкурентів. Можуть існувати також фонди мікрокапіталізації в разі інвестування в акції компаній, чия вартість становить менше \$ 250 млн. Вкладання в ці акції є досить ризиковим, однак і очікується більш висока дохідність. Таку стратегію обирають менеджери з достатньою кількістю коштів і схильністю до ризику.

Інвестиційний менеджер може слідувати певному стилю вибору акцій. При цьому виділяють *фонди «вартості»* та *фонди «зростання»*. «Вартісний» підхід передбачає намагання наповнити портфель акціями, що є недооціненими порівняно з акціями інших компаній такої групи. Інший підхід спрямований на акції, вартість яких в майбутньому зростатиме. Фонди можуть використовувати «змішаний» підхід, тобто включати у портфель наведені вище акції.

Якщо розглядати ці підходи з позиції «дохідність-ризик», то більш серйозно ризикують менеджери фонду «зростання», оскільки поки прибутки швидко збільшуються, акції користуються високим попитом. Однак як тільки зростання прибутків компанії сповільнюється, акції втрачають у ціні, причому чим швидше було зростання, тим більш різким стає падіння. Тому цей тип фондів підходить тільки агресивним інвесторам.

Індексні фонди надають інвесторам можливість користуватися перевагами взаємного фонду, уникаючи при цьому багатьох ризиків, пов'язаних із цим типом інвестування. Фонд включає в свій портфель всі акції, що входять у базу індексу, і, таким чином, відслідковує результати або окремого сегменту ринку, або ринку в цілому. Інвестування в індексні фонди можна вважати пасивним інвестуванням, оскільки менеджерам цих фондів не потрібно піклуватися про вибір акцій – він просто купує всі акції, які входять до бази обраного індексу. Крім того, таке інвестування, порівняно з активним управлінням, зменшує витрати капіталу.

Галузеві фонди обмежують сферу інвестиційної діяльності акціями певної галузі економіки, переважно тієї, що розвивається. Така стратегія не йде врозріз з диверсифікацією портфеля, оскільки інвестор має можливість диверсифікації в самій галузі. Однак зазначена стратегія є більш ризикованою, ніж коли фонди відслідковують ринок у цілому.

За геополітичним напрямом виділяють чотири основних типи фондів: *глобальні, міжнародні, фонди ринків, що розвиваються, та фонди, орієнтовані на конкретні країни*. Потрібно зазначити, що чим більш широку географію охоплює діяльність

фонду, тим менше він ризикує. Як правило, цикли економічного розвитку різних країн не співпадають, тому цінні папери іноземних емітентів надають великі можливості для диверсифікації портфеля. Тут потрібно враховувати, що крім ризику, пов'язаного з можливістю економічного спаду в окремих регіонах світу, іноземні акції постійно підпадають під ризик коливання валютних курсів. Разом з тим за сприятливих економічної ситуації та курсу валют фонд може отримати значні доходи.

Облігаційні фонди дають змогу інвесторам поповнювати свої портфелі паперами з фіксованим доходом. Ці фінансові інструменти можуть бути короткостроковими корпоративними і казначейськими зобов'язаннями (термін погашення від 1 до 3,5 років), середньостроковими (термін погашення від 3,5 до 10 років) і довгостроковими (зобов'язання з терміном погашення понад 10 років). Як відомо, через коливання процентних ставок із збільшенням строку володіння цінними паперами з фіксованим доходом призводить як до зростання і ризику, так і до зростання потенційного доходу. Тому якщо компанія або уряд мають намір випустити цінні папери з тривалим строком обігу, вони повинні пропонувати інвесторам більш високу дохідність.

Фонди грошового ринку вважаються найменш ризиковими, але і найменш дохідними. Інвестори цих фондів практично застраховані від втрати основної суми інвестицій. Причиною цього є те, що фонди грошового ринку інвестують кошти в ультракороткострокові (з ліквідністю готівки) фінансові інструменти, що випускаються банками, урядом або великими компаніями з кредитним рейтингом класу *A*. Перевага зазначених фондів полягає також і в тому, що вони є цілком ліквідними: на відміну від банківських депозитних сертифікатів, які не можна реалізувати протягом щонайменше шести місяців.

Якщо взяти сукупну вартість активів взаємних фондів наприкінці минулого сторіччя, то частка фондів, що спеціалізуються на інвестиціях в акції, становила 54 % усіх активів, облігаційних і дохідних фондів – 22 %, фондів грошового ринку – приблизно 24 %. Значна диверсифікація активів взаємних фондів

(крім фондів грошового ринку) почала впроваджуватися з 1965 р., коли інвестори припинили вкладати кошти тільки в акції, які складали тоді левову частку активів. Це свідчить про те, що після падіння інтересу інвесторів до акцій фонди почали інвестувати кошти в облігації. Однак як тільки західний фондовий ринок став засобом забезпечення пенсійних заощаджень у другій половині 90-х рр., вкладення в акції знову збільшилися.

За інвестиційною політикою фонди розподіляються на: фонди зростання, які інвестують в акції зростання; фонди зростання/доходу, які розподіляють свої активи таким чином, щоб досягти значних показників зростання вартості активів та дохідності; збалансовані, які створюються на підставі розміщення коштів у цінні папери різних видів; дохідні фонди, які орієнтуються на дохідні акції; фонди надійного розміщення активів, які інвестують в абсолютно надійні цінні папери держави або стабільні акції підприємств.

Вищевикладене дозволяє зробити висновок, що у кожного фонду є свої інвестиційні цілі і політика, і єдиної універсальної портфельної стратегії для всіх управляючих фондами бути не може. Одні інститути обирають активні стратегії з використанням простих акцій, а інші – пасивні облігаційні стратегії.

Однак якщо оцінювати ліквідність, то управління взаємним і закритим фондом при однакових інших цілях політика цих фондів буде різною, оскільки власники акцій взаємних фондів можуть їх у будь-який момент повернути до фонду. У свою чергу, інвестори закритих фондів цього зробити не зможуть. Саме тому менеджери взаємних фондів повинні бути готові продати частку своїх активів для покриття витрат на викуп акцій, що не потрібно робити менеджерам закритих фондів.

Держава, в якій забезпечені належні умови для ІСІ, отримує ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів, що сприяє міжгалузевому перерозподілу капіталу, фонди стимулюють як внутрішній інвестиційний процес, так і зовнішнє інвестування. Позитивну роль ІСІ відіграють у макроекономічному процесі, сприяють наповненню державного бюджету.

14.2. Організація діяльності інститутів спільного інвестування в Україні

До 2001 р. ІСІ регулювалася Указом Президента України від 19.02.1994, що затвердив Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Вони засновувалися на певний період для сприяння сертифікатній приватизації, а основною їх функцією була акумуляція коштів, головним чином приватизаційних майнових сертифікатів (ПМС) громадян України, з наступним їх інвестуванням у цінні папери інших емітентів. Із завершенням процесу масової приватизації виникла необхідність прийняття нових правил регулювання та подальшого розвитку ІСІ, що і стало передумовою прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 № 2299-III, а згодом і нового Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI.

Відповідно до чинного законодавства *інститут спільного інвестування* – корпоративний або пайовий фонд. *Корпоративний фонд (КІФ)* – юридична особа, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування. *Пайовий фонд (ПІФ)* – сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності.

Активи ІСІ – сформована за рахунок коштів ІСІ сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів, передбачених законами та нормативно-правовими актами НКЦПФР.

ІСІ можна класифікувати за різними ознаками (рис. 14.2):

1) за порядком провадження діяльності – відкритого, інтервального та закритого типу.

ІСІ відкритого типу відрізняється тим, що ІСІ (компанія з управління його активами (КУА)) бере на себе зобов'язання

здійснювати у будь-який час на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (компанією з управління його активами). *ІСІ інтервального типу* – ІСІ (КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу). *ІСІ закритого типу* – ІСІ (КУА) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), до моменту його припинення.

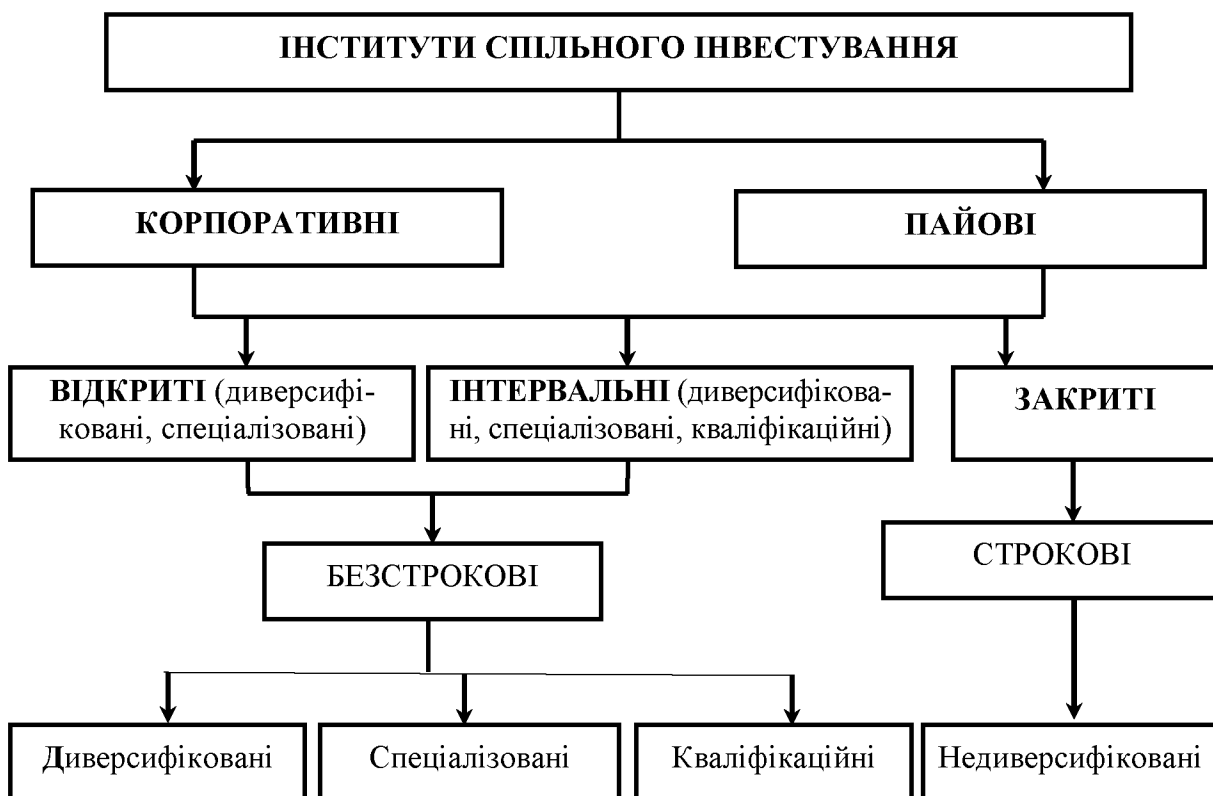


Рис. 14.2. Класифікація ІСІ в Україні

2) за строковістю – строковий або безстроковий. *Строковий ІСІ* створюється на певний строк, встановлений у його регламенті, після закінчення якого зазначений ІСІ припиняється, якщо не прийнято рішення про продовження строку діяльності такого ІСІ відповідно до законодавства. ІСІ закритого типу може бути лише строковим. *Безстроковий ІСІ* створюється на невизначений строк.

3) за диверсифікацією і об'єктами інвестування – диверсифікованого, недиверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного виду.

Диверсифікований ІСІ одночасно відповідає таким вимогам:

1) сумарна вартість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 % загального обсягу цінних паперів відповідного випуску цінних паперів такого емітента;

2) сумарна вартість цінних паперів, які становлять активи ІСІ в обсязі, що перевищує 5 % загального обсягу випуску цінних паперів, на момент їх придбання не перевищує 40 % вартості чистих активів²;

3) не менше ніж 70 % загальної вартості активів ІСІ становлять кошти, в тому числі на банківських депозитних рахунках, ощадні (депозитні) сертифікати, банківські метали, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі.

Недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб, є *венчурним фондом*.

Спеціалізований ІСІ інвестує активи виключно у визначені законодавством активи. До них належать інвестиційні фонди таких класів: 1) фонди грошового ринку; 2) фонди державних цінних паперів; 3) фонди облігацій; 4) фонди акцій; 5) індексні фонди; 6) фонди банківських металів. При цьому *біржовий ІСІ* – це відкритий спеціалізований індексний фонд або фонд банківських металів.

Біржовим ІСІ є фонд, проспектом емісії цінних паперів якого передбачається, що:

1) цінні папери такого ІСІ підлягають обов'язковому обігу на фондовій біржі, визначеній проспектом емісії;

2) придбання цінних паперів під час їх первинного розміщення чи продаж емітентом раніше викуплених цінних паперів або пред'явлення до викупу цінних паперів такого інституту здійснюється учасниками такого інституту чи інвесторами через

² *Вартість чистих активів* – величина, що визначається як різниця між сумою активів ІСІ з урахуванням їх ринкової вартості та розміром зобов'язань ІСІ.

андеррайтера таких цінних паперів або андеррайтером за власний рахунок чи за рахунок його клієнтів;

3) андеррайтер цінних паперів такого інституту зобов'язаний підтримувати котирування (ціни попиту та пропозиції) таких цінних паперів на визначеній проспектом емісії фондовій біржі;

4) оплата цінних паперів такого інституту під час їх продажу або викупу емітентом може здійснюватися у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією зазначеного інституту.

Проспектом емісії цінних паперів біржового ІСІ можуть встановлюватися вимоги щодо мінімальної кількості або вартості цінних паперів, що можна придбати при їх розміщенні або пред'явити до викупу.

Кваліфікаційний ІСІ інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не має будь-яких вимог до структури активів. До кваліфікаційних належать такі класи активів: 1) об'єднаний клас цінних паперів; 2) клас нерухомості; 3) клас рентних активів; 4) клас кредитних активів; 5) клас біржових товарних активів; 6) інші класи активів.

Фізичні особи не можуть бути учасниками венчурних КІФ і ППФ, а також недиверсифікованих ППФ.

ІСІ, які не відповідають вимогам законодавства до диверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного інституту спільного інвестування, є недиверсифікованими. Відкритими ІСІ можуть бути тільки диверсифіковані інститути спільного інвестування та спеціалізовані ІСІ. Інтервальними ІСІ можуть бути тільки диверсифіковані, спеціалізовані та кваліфікаційні ІСІ. Забороняється змінювати тип та вид ІСІ, клас спеціалізованого або кваліфікаційного ІСІ та належність ІСІ до біржових або венчурних.

Діяльність із спільного інвестування – діяльність, яка проводиться в інтересах учасників (учасника) ІСІ та за рахунок ІСІ шляхом вкладення коштів спільного інвестування в активи ІСІ.

Кошти спільного інвестування – кошти, внесені засновниками корпоративного фонду, інші активи, залучені від учасників

ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ, доходи, нараховані за активами ІСІ, та інші доходи від діяльності ІСІ (відсотки за позиками, орендні (лізингові) платежі, роялті тощо). Кошти, внесені засновниками корпоративного фонду, вважаються коштами спільного інвестування після внесення такого фонду до Реєстру.

Учасник інституту спільного інвестування – особа, яка є власником цінних паперів ІСІ.

Зберігач активів ІСІ, депозитарій, аудитор (аудиторська фірма), оцінювач майна ІСІ та їх пов'язані особи не можуть бути учасниками ІСІ, з яким вони уклали договори про обслуговування. Держава або територіальна громада, а також юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25 %, не можуть бути учасниками ІСІ.

Фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів становить суму не менше ніж 1 500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 1 січня 2014 року.

Фізична особа може бути учасником кваліфікаційного інституту ІСІ за умови придбання цінних паперів такого інституту в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів становить суму не менше ніж 100 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 1 січня 2014 року.

Особа, яка має намір набути статус учасника ІСІ, цінні папери якого існують у бездокументарній формі, зобов'язана відкрити рахунок у цінних паперах у зберігача цінних паперів у порядку, встановленому законодавством про депозитарну систему. Учасники цивільних відносин набувають статус учасника ІСІ з моменту набуття права власності на цінні папери ІСІ відповідно до законодавства про депозитарну систему. Власником усіх цінних паперів ІСІ може бути одна особа.

До цінних паперів інститутів спільного інвестування (далі – ІСІ) належать акції корпоративного інвестиційного фонду та інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду. Цінні папери ІСІ можуть бути лише іменними.

Емісія цінних паперів ІСІ здійснюється шляхом їх публічного або приватного розміщення. Оплата цінних паперів ІСІ у розстрочку не допускається. Дивіденди за цінними паперами ІСІ відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються.

Проспект емісії цінних паперів ІСІ – документ, що містить інформацію про розміщення цінних паперів ІСІ і підлягає обов'язковій реєстрації у НКЦПФР. У разі приватного розміщення цінних паперів ІСІ він не оприлюднюється. Проспект емісії цінних паперів ІСІ інтервального типу повинен передбачати порядок визначення дня початку та закінчення інтервалу, періодичність інтервалу (не рідше одного разу на рік), тривалість інтервалу (не менше 10 робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу).

Проспект емісії цінних паперів ІСІ та зміни до нього підписуються керівником та головним бухгалтером компанії з управління активами (КУА). Відповідальність за достовірність інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів ІСІ та змінах до нього, покладається на осіб, які їх підписали.

Реєстрація проспекту емісії цінних паперів ІСІ. НКЦПФР не пізніше ніж через 30 робочих днів після подання заяви та документів, необхідних для реєстрації проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування або змін до нього, повинна зареєструвати його (їх) або надати вмотивовану відмову в його (їх) реєстрації. КУА має право здійснювати розміщення цінних паперів ІСІ тільки за умови реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ.

Підставою для відмови у реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ або змін до нього є:

1) порушення емітентом цінних паперів ІСІ або КУА вимог законодавства про цінні папери, в тому числі наявність у поданих документах інформації, що свідчить про невідповідність умов емісії та/або обігу цінних паперів ІСІ вимогам законодавства про цінні папери;

2) невідповідність поданих документів та інформації, що міститься у них, вимогам нормативно-правових актів Комісії;

3) наявність у проспекті емісії цінних паперів ІСІ і документах, які подаються для його реєстрації, недостовірної інформації;

4) наявність у поданих документах взаємовиключної інформації.

Реєстрація випуску акцій корпоративного фонду, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії. Протягом одного року з дня внесення відомостей про корпоративний фонд до Реєстру КУА реєструє в НКЦПФР випуск акцій, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспект їх емісії.

Реєстрація випуску акцій корпоративного фонду, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії здійснюється за такими етапами:

1) прийняття загальними зборами корпоративного фонду рішення про: емісію акцій, що здійснюється з метою спільного інвестування, та затвердження проспекту емісії таких акцій; внесення змін до статуту корпоративного фонду у зв'язку із збільшенням статутного капіталу;

2) реєстрація змін до статуту корпоративного фонду в органах державної реєстрації;

3) подання до НКЦПФР заяви та всіх документів, необхідних для реєстрації випуску акцій корпоративного фонду, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії;

4) отримання зареєстрованого проспекту емісії акцій та свідоцтва про реєстрацію випуску акцій корпоративного фонду з метою здійснення спільного інвестування (з урахуванням попереднього випуску акцій);

5) депонування глобального сертифіката в депозитарії.

Після закінчення строку розміщення акцій строковий корпоративний фонд зобов'язаний привести свій статутний капітал у відповідність із загальною номінальною вартістю його акцій, що перебувають в обігу.

Порядок розміщення цінних паперів ІСІ. Строк розміщення цінних паперів безстрокового ІСІ не обмежується. Строк розміщення цінних паперів строкового ІСІ зазначається у проспекті емісії. При цьому дата закінчення розміщення не може бути

пізнішою, ніж за три місяці до дня закінчення строку діяльності такого ІСІ.

Вимоги щодо мінімального обсягу активів застосовуються до пайового фонду через шість місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів такого фонду.

Строк, встановлений для досягнення мінімального обсягу активів пайового фонду, визначається проспектом емісії інвестиційних сертифікатів і не може перевищувати 6 місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів.

Акції корпоративного фонду розміщуються за розрахунковою вартістю після реєстрації їх випуску з метою здійснення спільного інвестування.

У разі розміщення цінних паперів ІСІ андеррайтером йому виплачується винагорода відповідно до договору та нормативно-правових актів НКЦПФР.

Розрахункова вартість цінного папера ІСІ визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, які перебувають в обігу на день розрахунку.

Придбання цінних паперів ІСІ здійснюється за ціною, що визначається виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день надходження коштів на рахунок такого ІСІ. У заявці на придбання зазначається сума коштів, на яку придбаваються цінні папери ІСІ. Кількість цінних паперів ІСІ, які придбаваються інвестором, визначається шляхом ділення сплаченої інвестором суми на ціну одного цінного папера ІСІ, визначену на день надходження коштів на рахунок такого інституту.

У разі якщо в результаті зазначеного ділення виникає залишок коштів, із сумою залишку вчиняється одна з визначених інвестором у заявці таких дій:

- залишок коштів враховується під час наступного придбання інвестором цінних паперів ІСІ;
- залишок коштів сплачується інвестору під час викупу цінних паперів ІСІ;

– залишок коштів повертається інвестору за його зверненням щодо отримання залишку – не пізніше трьох робочих днів з дня звернення.

Викуп цінних паперів ІСІ, крім випадку ліквідації зазначеного інституту, здійснюється виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день зарахування таких цінних паперів на рахунок емітента. У заявці зазначається кількість цінних паперів ІСІ, що пред'являються до викупу.

Проспектом емісії цінних паперів ІСІ можуть встановлюватися надбавка (під час продажу цінних паперів ІСІ) та знижка (під час викупу цінних паперів ІСІ) до розрахункової вартості цінного папера ІСІ, які включаються до активів такого інституту (під час продажу цінних паперів ІСІ) або залишаються в активах такого інституту (під час викупу цінних паперів ІСІ). Зазначені знижки не можуть застосовуватися під час здійснення розрахунків з учасниками у разі ліквідації ІСІ.

Заявки на придбання та викуп цінних паперів ІСІ подаються КУА або торговцям цінними паперами згідно з проспектом емісії цінних паперів ІСІ.

До дня отримання КУА повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ приймаються лише заявки на придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

З робочого дня, що настає за днем отримання КУА повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ, заявки на придбання та викуп інвестиційних сертифікатів подаються у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів відповідного пайового фонду.

Проспектом емісії цінних паперів ІСІ може бути передбачена можливість укладення договору та подання заявок на придбання та викуп цінних паперів ІСІ з використанням електронного цифрового підпису.

Розміщення та викуп розміщених цінних паперів ІСІ здійснюються КУА безпосередньо та/або через торговців цінними паперами, з якими КУА уклала відповідні договори.

Торговець цінними паперами під час розміщення цінних паперів ІСІ діє від імені, за рахунок та в інтересах корпоративного фонду або КУА пайового фонду. Торговець цінними паперами під час продажу раніше викуплених емітентом цінних паперів ІСІ або їх викупу діє від власного імені, за рахунок та в інтересах корпоративного фонду або КУА пайового фонду.

Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ здійснюються за ціною, що визначається на певну дату, виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ.

Викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду відкритого типу здійснюється кожного робочого дня починаючи з дня, що настає за днем отримання повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ.

Викуп акцій корпоративного фонду відкритого типу здійснюється кожного робочого дня починаючи з дня реєстрації НКЦПФР регламенту такого фонду та внесення його до реєстру.

Викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду інтервального типу здійснюється з дня, що настає за днем отримання повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ, у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів такого ІСІ. Викуп акцій корпоративного фонду інтервального типу здійснюється у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів такого ІСІ, починаючи з дня реєстрації НКЦПФР регламенту зазначеного фонду та внесення його до реєстру.

На письмову вимогу учасника ІСІ закритого типу КУА такого інституту може здійснити викуп цінних паперів ІСІ до моменту припинення діяльності такого інституту (достроковий викуп).

КУА ІСІ закритого типу може прийняти рішення щодо дострокового викупу цінних паперів ІСІ у разі дотримання таких умов: 1) можливість дострокового викупу за ініціативою учасника ІСІ передбачена регламентом; 2) у результаті такого викупу вартість активів зазначеного ІСІ не стане меншою за мінімальний обсяг активів ІСІ.

У разі недотримання зазначених умов КУА не може здійснювати достроковий викуп цінних паперів ІСІ.

Достроковий викуп цінних паперів ІСІ проводиться за ціною, встановленою виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день зарахування цінних паперів на рахунок емітента. При цьому:

1) строк між списанням (переказом) цінних паперів ІСІ на користь емітента та здійсненням розрахунків у грошовій формі не повинен перевищувати 15 робочих днів;

2) може застосовуватися знижка, розмір якої зазначається в регламенті.

Зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ. Викуп цінних паперів ІСІ зупиняється КУА одночасно із зупиненням їх розміщення. Розміщення цінних паперів ІСІ закритого типу зупиняється в строки, що визначаються проспектом емісії цінних паперів ІСІ.

З моменту прийняття рішення про ліквідацію корпоративного фонду йому забороняється розміщувати свої акції. Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупиняються за рішенням КУА, якщо, відповідно до регламенту та нормативно-правових актів НКЦПФР, цього вимагають інтереси учасників ІСІ.

Якщо розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупинені, КУА зобов'язана у термін не пізніше робочого дня, наступного за днем зупинення, повідомити про це депозитарію, з яким укладено договір про обслуговування емісії цінних паперів ІСІ, та НКЦПФР із зазначенням причин такого зупинення.

НКЦПФР розглядає обставини та підстави для зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу протягом семи робочих днів з дня отримання повідомлення про зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ. За результатами розгляду НКЦПФР може прийняти рішення про необґрунтованість такого зупинення і зобов'язати КУА поновити розміщення та викуп цінних паперів ІСІ.

У разі загрози заподіяння істотної шкоди інтересам ІСІ або держави НКЦПФР має право прийняти рішення про зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ.

Обіг цінних паперів інституту спільного інвестування. Цінні папери ІСІ закритого типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів, інтервального типу – в період між інтервалами, відкритого типу – підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах. Цінні папери корпоративного фонду не підлягають обов’язковій процедурі лістингу.

Суб’єкти, які обслуговують діяльність ІСІ – компанії з управління активами, зберігач активів ІСІ, оцінювач майна ІСІ.

Зберігач активів інституту спільного інвестування з публічним розміщенням – банк, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, видану НКЦПФР в установленому порядку. Укладання договору зі зберігачем на обслуговування активів ІСІ з приватним розміщенням не є обов’язковим. У разі укладання корпоративним фондом або КУА пайового фонду з приватним розміщенням такого договору зберігачем активів такого ІСІ може бути юридична особа, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів. Кожен ІСІ повинен мати тільки одного зберігача активів.

Банк, який є зберігачем активів ІСІ (крім венчурного фонду) у формі цінних паперів, повинен мати кредитний рейтинг не нижче інвестиційного рівня, що визначений уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

Зберігач активів ІСІ провадить діяльність відповідно до законодавства, на підставі статуту та договору про обслуговування зберігачем активів ІСІ, укладеного з корпоративним фондом або з КУА пайового фонду. Під час укладення такого договору зберігачу активів ІСІ надається копія регламенту.

Зберігач активів інституту спільного інвестування несе майнову відповідальність за невиконання або несвоєчасне виконання

своїх обов'язків та повинен відшкодувати збитки, завдані інституту спільного інвестування та компанії з управління активами внаслідок невиконання або несвоєчасного виконання зберігачем своїх обов'язків, відповідно до договору.

Оцінювач майна інституту спільного інвестування – суб'єкт господарювання, який проводить оцінку нерухомого майна під час його придбання або відчуження в порядку, встановленому законодавством про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність. Оцінювач майна ІСІ може проводити оцінку інших, ніж нерухоме майно, активів ІСІ.

Оцінювач майна інституту спільного інвестування проводить його оцінку відповідно до договору, що укладається між оцінювачем та КУА. Вимоги до договору про надання послуг з оцінки вартості нерухомого майна інституту спільного інвестування затверджуються НКЦПФР.

Оцінювачем майна інституту спільного інвестування не може бути: 1) КУА та її пов'язані особи; 2) зберігач активів ІСІ, аудитор (аудиторська фірма), які обслуговують такий ІСІ, та їх пов'язані особи; 3) корпоративний фонд та його пов'язані особи.

З метою перевірки і підтвердження правильності річної фінансової звітності компанія з управління активами повинна щороку залучати аудитора (аудиторську фірму) для встановлення відповідності зазначеної звітності результатам своєї діяльності.

Істотними умовами договорів з особами, які обслуговують ІСІ, є: 1) повне найменування та місцезнаходження сторін; 2) предмет договору; 3) права і обов'язки сторін; 4) застереження щодо конфіденційності; 5) порядок надання звітності та інформації з дотриманням законодавства; 6) відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору; 7) строк дії договору; 8) розмір винагороди; 9) порядок зміни умов договору; 10) умови дострокового припинення договору.

14.3. Діяльність з управління активами в інститутах спільного інвестування

Управління активами ІСІ здійснює **компанія з управління активами** – господарське товариство, створене відповідно до законодавства у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, яке провадить професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається НКЦПФР. Розмір її статутного капіталу повинен становити не менше ніж 7 млн грн.

У КУА створюється резервний фонд у розмірі, визначеному установчими документами, але не меншому ніж 25 % статутного капіталу. Розмір щорічних відрахувань до резервного фонду визначається установчими документами КУА, але не може бути меншим ніж 5 % суми чистого прибутку. Частка держави в статутному капіталі КУА не може перевищувати 10 %.

Поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку забороняється, крім випадків, передбачених законом. КУА може провадити діяльність з управління іпотечним покриттям. Вона одночасно здійснює управління активами кількох ІСІ.

У відносинах з третіми особами КУА корпоративного фонду повинна діяти від імені та в інтересах такого фонду на підставі договору про управління активами, а пайового фонду – від власного імені, в інтересах учасників такого фонду та за його рахунок або в разі недостатності коштів фонду – за власний рахунок.

КУА повідомляє зберігачу активів ІСІ про проведення операцій щодо списання коштів з рахунків та відчуження інших активів корпоративного фонду або КУА пайового фонду, крім активів, облік яких веде зберігач активів ІСІ, не пізніше трьох робочих днів з дня проведення операції.

КУА під час провадження діяльності з управління активами ІСІ не має права:

1) набувати за рахунок активів ІСІ майно та цінні папери тих видів, що не передбачені інвестиційною декларацією ІСІ;

- 2) здійснювати за власні кошти операції з активами ІСІ, якими вона управляє;
- 3) безоплатно відчужувати активи ІСІ;
- 4) брати позику або кредит, що підлягає поверненню за рахунок активів інституту спільного інвестування, в обсязі більше ніж 10 % вартості чистих активів ІСІ на строк понад три місяці з іншою метою, ніж використання цих коштів для викупу цінних паперів ІСІ;
- 5) надавати позику за рахунок активів ІСІ;
- 6) використовувати активи ІСІ для забезпечення виконання зобов'язань, стороною в яких не є такий ІСІ;
- 7) придбавати за рахунок активів ІСІ векселі;
- 8) розміщувати цінні папери інших емітентів, крім цінних паперів ІСІ, активами яких вона управляє;
- 9) укладати договори купівлі-продажу з пов'язаними особами такої компанії, крім договорів з торговцями цінними паперами щодо розміщення та викупу цінних паперів ІСІ;
- 10) укладати договори позики (процентні та безпроцентні) з пов'язаними особами такої компанії;
- 11) продавати цінні папери ІСІ зберігачу активів ІСІ, депозитарію, оцінювачу майна ІСІ та аудиторю (аудиторській фірмі) такого інституту, а також органам державної влади та органам місцевого самоврядування;
- 12) відчужувати майно, що становить активи відповідного ІСІ, до активів самої компанії;
- 13) укладати від імені ІСІ договори, які за своїм характером можуть бути укладені лише від імені КУА;
- 14) укладати від імені ІСІ договори, які за своїм характером можуть бути укладені лише ІСІ;
- 15) відчужувати майно, яке належить компанії, до активів ІСІ;
- 16) відчужувати майно, яке становить активи ІСІ, на користь іншого ІСІ, яким вона управляє, крім випадку перерахування коштів з рахунку одного ІСІ на рахунок іншого ІСІ при конвертації цінних паперів ІСІ;
- 17) надавати кредити за рахунок активів ІСІ.

Винагорода КУА (крім компанії з управління активами венчурного фонду) визначається як відсоток вартості чистих активів. Для венчурного фонду вона визначається як відсоток вартості чистих активів та/або приросту вартості чистих активів.

Максимальний розмір винагороди КУА (в тому числі премії), порядок її нарахування та сплати встановлюються НКЦПФР. Винагорода компанії з управління активами виплачується коштами.

Відповідальність КУА. Вона несе майнову відповідальність за порушення вимог законодавства, регламенту, проспекту емісії цінних паперів ІСІ, інвестиційної декларації, договору про управління активами корпоративного фонду. КУА, яка перевищила свої повноваження або уклала договір не від імені корпоративного фонду, несе відповідальність за зобов'язаннями, які виникають внаслідок виконання таких договорів, лише майном, що належить їй на праві власності, якщо інше не встановлено законом. У разі визнання КУА активами банкрутом активи ІСІ не включаються до ліквідаційної маси компанії з управління активами.

Склад і структура активів інституту спільного інвестування

Активи ІСІ можуть складатися з цінних паперів, коштів, у тому числі в іноземній валюті, банківських металів та інших активів, передбачених законодавством. При цьому вартість нерухомості та цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі, не може становити більше ніж 50 % загальної вартості активів ІСІ недиверсифікованого виду. Зазначене обмеження не застосовується до венчурних фондів.

Заборони на інвестування активів диверсифікованого ІСІ наведено у табл. 14.1.

До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання. Такі зобов'язання можуть бути оформлені вексями, заставними, договорами відступлення прав вимоги, позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством. Венчурний фонд має право надавати кошти у позику. Позики за рахунок його коштів можуть надаватися тільки юридичним особам, за умови що не менше ніж 10 % статутного капіталу відповідної юридичної особи належить такому фонду.

Таблиця 14.1

**Обмеження складу та структури активів
диверсифікованого ІСІ**

№ з/п	Активи	Частка в активах не більше
1.	Цінні папери банків та банківські метали	20 %
	зобов'язання в одному банку	10 %
2.	Цінні папери та зобов'язання однієї юридичної особи (крім банку)	5 %
3.	Державні цінні папери, цінні папери, забезпечені державною гарантією	50 %
	цінні папери одного випуску	10 %
4.	Цінні папери органів місцевого самоврядування	40 %
	цінні папери органів місцевого самоврядування одного випуску	10 %
5.	Цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав	20 %
	цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави	10 %
6.	Акції та облігації іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав	20 %
7.	Інші активи, передбачені законодавством України	5 %
8.	Об'єкти нерухомості	10 %
9.	Цінні папери, що не допущені до торгів на фондовій біржі	30 %

Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі.

До складу активів спеціалізованого фонду грошового ринку можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) ощадні (депозитні) сертифікати, поточні та строкові депозити до 2 років (у тому числі в іноземній валюті);
- 3) державні цінні папери, строк погашення яких не перевищує 2 календарних років;
- 4) облігації місцевих позик, строк погашення яких не перевищує 2 календарних років;

5) боргові цінні папери, строк погашення яких не перевищує 2 календарних років, забезпечені державною або місцевою гарантією;

6) боргові цінні папери, строк погашення яких не перевищує 2 календарних років, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, суверенний кредитний рейтинг яких не нижче рівня, встановленого НКЦПФР;

7) облігації підприємств, строк погашення або дострокового погашення емітентом яких не перевищує одного року;

8) похідні (деривативи), базовим активом яких є активи, зазначені у пп. 1–7.

Структура активів спеціалізованих фондів грошового ринку повинна одночасно відповідати вимогам, що наведені у табл. 14.2.

Таблиця 14.2

**Обмеження складу та структури активів
спеціалізованого фонду грошового ринку**

№ з/п	Активи	Частка в активах, не більше
1.	Облігації місцевих позик та облігації підприємств	30 %
2.	Облігацій, забезпечені державною гарантією, та облігацій, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав	50 %
3.	Зобов'язання одного банку	25 %
4.	Цінні папери одного емітента, крім державних облігацій України	10 %
5.	Цінні папери одного випуску	10 %
6.	Розміщення в зобов'язання одного банку	20 %

При цьому забороняється придбавати або додатково інвестувати в облігації підприємств та облігації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

До складу активів спеціалізованого фонду державних цінних паперів можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) депозити (в національній та іноземній валюті) в державних банках України;
- 3) ощадні (депозитні) сертифікати державних банків України;
- 4) державні цінні папери;
- 5) облігації місцевих позик;
- 6) боргові цінні папери, забезпечені державною або місцевою гарантією;
- 7) боргові цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, суверенний кредитний рейтинг яких не нижче рівня, встановленого НКЦПФР;
- 8) емісійні боргові цінні папери міжнародних фінансових організацій;
- 9) похідні (деривативи), базовим активом яких є активи, зазначені у пп. 1–8.

Структура активів спеціалізованого фонду державних цінних паперів повинна одночасно відповідати вимогам, що наведені у табл. 14.3.

Таблиця 14.3

Обмеження складу та структури активів спеціалізованого фонду державних цінних паперів

№ з/п	Активи	Частка в активах, не більше ніж
1.	Облігації підприємств, забезпечених державною або місцевою гарантією, та облігації місцевих позик	40 %
2.	Боргові цінні папери, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, та емісійні боргові цінні папери міжнародних фінансових організацій	20 %
3.	Державні облігації України	35 %
4.	Зобов'язання одного банку	25 %
5.	Цінні папери одного емітента, крім державних облігацій України	10 %
6.	Розміщення в зобов'язання одного банку	20 %

До складу активів спеціалізованого фонду облігацій можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) депозити в національній та іноземній валюті;
- 3) ощадні (депозитні) сертифікати;
- 4) облігації підприємств;
- 5) облігації іноземних емітентів, що перебувають в обігу на іноземних фондових біржах, перелік яких визначається НКЦПФР;
- 6) державні облігації України;
- 7) облігації місцевих позик;
- 8) іпотечні облігації;
- 9) привілейовані акції українських емітентів;
- 10) цінні папери спеціалізованих фондів державних цінних паперів;
- 11) цінні папери спеціалізованих біржових індексних фондів, до індексного кошику яких входять виключно облігації;
- 12) похідні (деривативи), базовим активом яких є активи, зазначені у пп. 1–8.

Структура активів спеціалізованого фонду облігацій повинна одночасно відповідати вимогам, що наведені у табл. 14.4.

До складу активів спеціалізованого фонду акцій можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) депозити в національній та іноземній валюті;
- 3) ощадні (депозитні) сертифікати;
- 4) акції акціонерних товариств;
- 5) акції іноземних емітентів та цінні папери іноземних біржових фондів, що перебувають в обігу на іноземних фондових біржах, перелік яких визначається НКЦПФР;
- 6) цінні папери спеціалізованих біржових індексних фондів, до індексного кошику яких входять виключно акції;
- 7) депозитарні розписки на цінні папери, зазначені у пп. 4–6;
- 8) похідні (деривативи), базовим активом яких є активи, зазначені у пп. 1–6.

Таблиця 14.4

**Обмеження складу та структури активів
спеціалізованого фонду облігацій**

№ з/п	Активи	Частка в активах, не більше ніж
1.	Облігації місцевих позик	40 %
2.	Облігації іноземних емітентів, що перебувають в обігу на іноземних фондових біржах, перелік яких визначається НКЦПФР	20 %
3.	Цінні папери спеціалізованих фондів державних цінних паперів та спеціалізованих біржових індексних фондів	20 %
4.	Привілейовані акції	10 %
5.	Зобов'язання одного банку	25 %
6.	Облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик одного емітента	15 %
7.	Цінні папери одного спеціалізованого фонду	10 %
8.	Розміщення в зобов'язання одного банку	20 %

Структура активів спеціалізованих фондів акцій повинна одночасно відповідати вимогам, що наведені у табл. 14.5.

Таблиця 14.5

**Обмеження складу та структури активів
спеціалізованого фонду акцій**

№ з/п	Активи	Частка в активах, не більше ніж
1.	Цінні папери та депозитарні розписки, частка в загальній вартості активів фонду кожного з яких перевищує 15 %	50 %
2.	Зобов'язання одного банку	25 %
3.	Цінні папери спеціалізованих фондів та цінні папери іноземних біржових фондів	30 %
4.	Цінні папери одного емітента	15 %
5.	Цінні папери одного випуску	10 %
6.	Розміщення в зобов'язання одного банку	20 %

До складу активів спеціалізованого індексного фонду можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) цінні папери, що входять до складу індексного кошика обраного індексу фондової біржі. Вимоги до індексу та методики його розрахунку встановлюються НКЦПФР.

Структура активів спеціалізованого індексного фонду повинна одночасно відповідати вимогам, що наведені у табл. 14.6. При цьому і кількість цінних паперів, що входять до активів фонду, повинна бути пропорційною кількості цінних паперів, що входять до індексного кошика.

Таблиця 14.6

Обмеження складу та структури активів індексного фонду

№ з/п	Активи	Частка в активах, не більше ніж
1.	Цінні папери	80 %
2.	Різниця між часткою цінних паперів одного емітента в загальній вартості цінних паперів, за якими розраховується індекс, і часткою таких цінних паперів у вартості активів фонду, що складаються з цінних паперів	10 %

До складу активів спеціалізованого фонду банківських металів можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) депозити в національній та іноземній валюті;
- 3) ощадні (депозитні) сертифікати;
- 4) державні цінні папери;
- 5) боргові цінні папери, забезпечені державною гарантією;
- 6) банківські метали в зливках на зберіганні у банківських сховищах;
- 7) майнові права за договорами з банком щодо виплати грошового еквіваленту банківського металу за його поточним курсом;
- 8) цінні папери спеціалізованих біржових індексних фондів, до індексного кошика яких входять виключно банківські метали;

9) похідні (деривативи), базовим активом яких є банківські метали.

Перелік банківських металів та порядок визначення їх ринкової вартості встановлюється НБУ.

Структура активів спеціалізованих фондів банківських металів повинна одночасно відповідати вимогам, що наведені у табл. 14.7.

Таблиця 14.7

**Обмеження складу та структури активів
фонду банківських металів**

№ з/п	Активи	Частка в активах, не більше ніж
1.	Банківські метали у зливках, кошти та майнові права за договорами з банком щодо виплати грошового еквіваленту банківського металу за його поточним курсом	70 %
2.	Зобов'язання одного банку	25 %
3.	Розміщення в зобов'язання одного банку	20 %

Обмеження щодо зобов'язань одного банку в активах ІСІ не застосовуються до коштів на поточних рахунках, відкритих у зберігача активів такого ІСІ. Емісія цінних паперів спеціалізованих інвестиційних фондів здійснюється виключно шляхом їх публічного розміщення.

Активи ІСІ не можуть включати:

1) цінні папери, випущені КУА, зберігачем активів ІСІ, депозитарієм, оцінювачем майна ІСІ та аудитором (аудиторською фірмою) такого ІСІ;

2) цінні папери, випущені пов'язаними особами КУА, зберігача активів ІСІ, депозитарію, оцінювача майна ІСІ та аудитора (аудиторської фірми) такого інституту;

3) цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на жодній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначається НКЦПФР;

4) цінні папери інших ІСІ;

5) облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більше ніж 20 % вартості активів ІСІ;

6) кошти і банківські метали, розміщені на поточних і депозитних рахунках у банках, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більше ніж 20 % вартості активів ІСІ;

7) векселі та ощадні (депозитні) сертифікати на суму більше ніж 10 % вартості активів ІСІ, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами НКЦПФР;

8) товаророзпорядчі цінні папери, заставні;

9) сертифікати фондів операцій з нерухомістю;

10) приватизаційні цінні папери;

11) договори про участь у фонді фінансування будівництва.

До складу активів ІСІ може входити іноземна валюта, у тому числі та, що придбана через банки, які мають відповідну ліцензію. Вимоги до похідних (деривативів) у структурі активів ІСІ встановлюються НКЦПФР.

Вимоги до структури активів пайового фонду застосовуються через шість місяців з дня реєстрації проспекту емісії інвестиційних сертифікатів такого фонду, а до структури активів корпоративного фонду – через шість місяців з дня реєстрації регламенту фонду.

Визначення вартості чистих активів

Вартість чистих активів – величина, що визначається як різниця між сумою активів ІСІ з урахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань ІСІ.

Вартість чистих активів ІСІ відкритого типу визначається на кінець кожного робочого дня.

КУА розраховує вартість чистих активів окремо за кожним ІСІ станом на:

1) день закінчення строку, встановленого для досягнення мінімального обсягу активів пайового фонду;

- 2) останній календарний день місяця;
 - 3) день, починаючи з якого до структури активів ІСІ застосовуються обмеження, встановлені законодавством;
 - 4) день складення інформації щодо діяльності ІСІ (квартальна, річна);
 - 5) кожний день надходження коштів на банківський рахунок ІСІ (під час розміщення цінних паперів такого інституту) або зарахування цінних паперів ІСІ на рахунок викуплених цінних паперів такого інституту (під час викупу цінних паперів ІСІ);
 - 6) день, що передує дню прийняття рішення про ліквідацію ІСІ;
 - 7) день, що передує дню початку розрахунку з учасниками ІСІ.
- Особливості бухгалтерського обліку ІСІ встановлюються НКЦПФР за погодженням з центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування державної фінансової політики.

14.4. Венчурний бізнес і венчурні фонди

У розвинених країнах венчурні фонди є спеціалізованими фінансовими інститутами, які створені для роботи в зоні найвищого ризику, внаслідок чого їх інвестиції є найдорожчими. Так, усереднена норма прибутку 38 венчурних фондів у США становила: в 1970 – 1974 рр. – 23 %, у 1975 – 1980 рр. – 33 %, у 1984 р. – близько 40 %, у 2000-тих рр. – 50 % і вище. Відомі випадки прибутковості окремих проектів у 300, 400 і навіть 1000 %! Саме подібні потенційні можливості цього бізнесу, починаючи із 70-тих рр. залучають до нього значні ресурси.

Американські економісти Ж. Фенн, Н. Лайанг, С. Прауз, П. Джонсон, перші ідеологи венчурного капіталу, визначили **венчурний капітал** як фінансування акціонерного капіталу інноваційних підприємств малого бізнесу, які мають значний потенціал зростання на стадії їх створення і реалізації продукції, в сукупності з консультаційною підтримкою і високим ступенем залучення у процес прийняття рішень. Таким чином, венчурний капітал є інвестиціями у венчурні, або «ризиковані», проекти освоєння нових технологій або продукції.

Вважається, що венчурний капітал є одним із найдавніших видів капіталу, але і багатообіцяючим для забезпечення економічного зростання.

Венчурне підприємництво – це діяльність, спрямована на здійснення «ризикованих» проектів з метою отримання прибутків, підприємницького і засновницького доходів. Здійснюється через створення малої наукоємної фірми з наступним перетворенням її у закриту або відкриту корпорацію, яка дозволяє засновникам придбати великий пакет акцій.

Діяльність таких фірм пов'язана із значним ризиком банкрутства, тому що, розробляючи інновації, ніхто не знає напевно, чи успішно завершаться дослідження. Рівень невдачі з інноваційних проектів становить 90 %. Це означає, що з десяти проектів тільки один є ефективним. Тоді що спонукає вкладати кошти саме у цю сферу?

Збільшення кількості венчурних фірм пояснюється рядом чинників:

- необхідністю розробки принципово нових продуктів і технологій, відсутніх на ринку;
- відокремленістю від великого поточного виробництва і можливістю плідної творчості науковцями та інженерами;
- наявністю стійкої потреби в результатах діяльності та можливістю швидкого поширення венчурної продукції на інвестиційному ринку;
- можливістю швидкого збагачення у результаті інтенсивної творчої праці.

Звичайно, основним мотивом вкладання у венчурний бізнес є прагнення отримати для себе надвеликі прибутки, а потім вже піклування про науково-технічний прогрес.

Такі компанії обіцяють досить великі дивіденди за своїми акціями. У 80-ті рр. XX ст. ризиковий бізнес стає типовою формою господарювання, освоєння нових напрямів НТП, і, передусім, електроніки, приладобудування, робототехніки, інформатики, біоінженерії.

Венчурна фірма створюється, як правило, невеликим колом однодумців – інженерів, винахідників, менеджерів – з певним досвідом роботи у лабораторіях великих фірм. За формою відповідальності й організаційно-правовому статусу венчурні фірми поділяються на три види: корпорації, партнерства і одноосібні компанії. Для створення фірми потрібні три важливих умови: ідея нововведення (новий продукт, технологія або послуга); підприємець, готовий на основі такої ідеї створити нову фірму; капітал, що спеціалізується на фінансуванні малих форм.

Процес заснування нової фірми охоплює такі стадії:

1. Група інженерів-винахідників, розробників, вчених разом з венчурним підприємцем засновують компанію з виробництва нового продукту. Капітал на цій стадії формується переважно за рахунок власних коштів і позик. Потім підключається власник венчурного капіталу, який виділяє певну суму на реалізацію проекту. Здійснюється конструкторська розробка ідеї створення одного-двох виробів. Засновники венчурної фірми є одночасно і її провідними працівниками.

2. Засновники визначають свою економічну стратегію, вивчають ринок, створюють раду директорів. Починається випуск і продаж нового продукту конкретним замовникам. Отримані зразки продаються першим споживачам або підлягають подальшому випробуванню. Фірма на цій стадії повинна завоювати довіру споживачів для забезпечення нових замовлень.

3. Розширення виробництва, промисловий випуск продукції для широкого кола споживачів. Фірма формує нову організаційну структуру. Частіше всього на цій стадії фірма не отримує прибутку.

4. Освоєння додаткових капіталовкладень з метою розширення масштабів виробництва, поліпшення якості продукції, розширення ринку тощо. Стратегію у галузі виробництва і збуту визначає кон'юнктура ринку.

5. У разі подолання збитковості виробництва мала фірма перетворюється у закриту або відкриту корпорацію, тобто має можливість випускати і продавати власні акції на ринку цінних паперів або великим корпораціям.

Практика розвинених країн свідчить, що 20 % таких фірм перетворюються у відкриті корпорації, 60 % – поглинаються більш великими корпораціями, а ще 20 % – розоряються.

Перевагою венчурної фірми, з одного боку, є вузька спеціалізація, концентрація матеріально-технічних і фінансових ресурсів на обраному напрямі досліджень, а з іншого, – можливість швидкої переорієнтації на інші напрями. Конкуренція примушує венчурні фірми максимально скорочувати строки НДДКР, інтенсифікувати процес впровадження новачії у виробництво. Вірогідність успіху більша для тих, хто виходить на ринок з новими продуктами, які не мають аналогів, але на них має бути сформований потенційно високий попит.

Розробляючи нові технології, освоюючи нові види продукції, венчурні фірми, зазвичай, користуються підтримкою держави і великих компаній, яким самим не вигідно цим займатися через можливі збитки, вірогідність яких велика.

Великі корпорації зацікавлені у створенні і розвитку венчурного підприємництва, що має різноманітні організаційні форми. Основним критерієм класифікації венчурного підприємництва є джерело інвестування. Найбільш розповсюдженими можна вважати такі: «незалежний» (чистий) венчур; впроваджувальні фірми, засновані на пайових засадах промисловими корпораціями; венчурні фірми, що фінансуються інвестиційними фондами; внутрішні венчурні відділи великих корпорацій.

Незалежні венчурні фірми організовуються у вигляді акціонерних товариств, рекламуючи у пресі свою ідею створення новачії, акумулюючи під цю ідею кошти приватних та інституційних інвесторів.

Впроваджувальні фірми, створені однією або декількома корпораціями на пайових засадах, отримали назву «зовнішнього венчуру». «Зовнішній венчур» може структуруватися у декількох модифікаціях, організаційно оформлених у вигляді науково-дослідних консорціумів:

– створений з метою проведення фундаментальних довгострокових досліджень. Такий консорціум має свою науково-

дослідну базу (лабораторії, дослідні виробництва, інформаційно-обчислювальні центри, інші елементи науково-дослідної інфраструктури), засновниками його можуть бути великі військово-промислові концерни, він може частково субсидуватися державою;

- створений з метою активізації наукової діяльності науково-дослідних інститутів, університетів, на їхній виробничій базі з використанням наявного науково-виробничого потенціалу. Такий консорціум для пророблення і апробації ідей отримує від корпорацій донорське фінансування і має міжгалузевий характер;

- створений у галузі корпораціями на пайових засадах з метою розробки галузевих стандартів, технічних умов і контролю за їх застосуванням. Такий консорціум може створюватися під егідою великої холдингової компанії, має тимчасовий характер і часто розпадається внаслідок нездоланної внутрішньогалузевої конкуренції. «Зовнішні венчури», як правило, невеликі (від трьох до декількох сот чоловік), можуть організовуватися за ініціативою самих вчених і винахідників у вигляді дочірніх компаній з власним науково-виробничим циклом освоєння нових видів продукції.

Венчурні фірми, що фінансуються інвестиційними фондами, компаніями, трастами, можуть також використовувати інші джерела: кошти великих корпорацій, банків пенсійних і благодійних фондів, страхових компаній, особисті заощадження інвесторів, частково державні субсидії. Попит на венчурний капітал у таких фірм досить великий і не задовольняється комерційними банками, які утримуються від надмірного ризику. Це викликало виникнення спеціалізованих венчурних інвестиційних фондів і компаній. Мета таких закладів – акумулювання венчурного капіталу та венчурне фінансування і кредитування спеціалізованих ризикових фірм (венчурів).

Розглянутим трьом організаційним формам венчурного підприємництва передували «внутрішній венчур». У 60-ті рр. у США великі концерни і корпорації стали створювати у своїх структурах автономні науково-дослідні і проектні групи або відділи, які були призначені зосередитися на пошуку, обґрунтуванні ідей

дослідних зразків і налагодженні виробництва нових видів продукції, впровадженні прогресивних технологічних процесів. Такі відділи (групи) іноді формувалися як тимчасові творчі колективи і розформовувалися після вирішення поставленої перед ними завдання. Частіше всього відділи існували тривалий час у вигляді науково-дослідних і дослідно-конструкторських бюро або науково-виробничих об'єднань. Фінансували «внутрішні венчури» за рахунок основної діяльності компанії, причому великі компанії створювали до декількох десятків таких тимчасових венчурних груп. У деяких корпораціях «внутрішні венчури» існують і до сьогодні. У випадку успіху «внутрішнього венчуру» він перетворюється в один із виробничих підрозділів компанії, а його продукція реалізується по каналах збуту корпорації. Багато великих корпорацій США («Ексон», «ІВМ», «Дженерал Електрик» та ін.) мають «внутрішні венчури». Однак, на думку багатьох західних вчених, така форма венчурного підприємництва вичерпала себе. До недоліків цієї форми відносять матричну систему організації управління науково-дослідними роботами, тобто подвійну залежність венчуру від керівництва компанії і від керівництва відділу (проекту); відсутність конкуренції як стимулу інтенсифікації робіт; обмеженість коштів для фінансування венчурних проектів у період спаду виробництва в корпорації. Без забезпечення певних умов співробітники з перспективними ідеями будуть шукати інші способи реалізації своїх проектів.

Венчурні фірми здебільшого обслуговують перші дві стадії інноваційного процесу (народження або пошук ідеї і техніко-економічне обґрунтування проекту). Більш великі венчури можуть також виготовляти дослідні зразки, вивчати ринок збуту. Для розгортання виробництва, створення підприємства, масової реалізації продукту і венчурів недостатньо фінансових і матеріально-технічних ресурсів, хоча у 70-ті рр., внаслідок бурхливого розвитку напрямів НТП, деякі венчури перетворилися у великі корпорації. Так, у США з 1 332 венчурних фірм – 72 перетворилися у корпорації, випуск акцій яких приніс інвесторам 1 000 % доходу, а половина фірм забезпечила 300–500 % прибутку.

Венчурне підприємництво у всіх розвинених країнах Заходу користується всебічною підтримкою як з боку уряду і місцевих органів влади, так і великих національних і транснаціональних компаній.

Так, у США діє закон про розвиток новаторських досліджень для дрібного бізнесу, згідно з яким всі відомства федерального уряду зобов'язані частину інвестицій (1,25 %) резервувати для надання субсидій і замовлень дрібному венчурному бізнесу. Уряди штатів, у свою чергу, створюють спеціальні фонди (партнерства) за рахунок внесків корпорацій, муніципалітетів, приватних осіб для підтримки венчурного підприємництва, передбачають для венчурів пільгове оподаткування, податкові канікули тощо.

Щоб мати уявлення про ті взаємозв'язки, що складаються в процесі руху венчурного капіталу між різними суб'єктами ринку, доцільно проаналізувати світовий досвід формування джерел венчурного капіталу та мотиви його інвесторів. Фонди, де капітали перевищують один мільярд доларів, здебільшого вкладають свої кошти не в один проект, а в кілька для зниження ризику їх втрати. Крім того, вони фінансують інноваційні фірми на різних етапах їх життєвого циклу. Досягнувши успіху у своєму бізнесі, ці фонди отримують можливість залучати кошти банків, страхових компаній тощо.

Значний інтерес до венчурного фінансування проявляють *великі корпорації*. Вони зацікавлені не тільки в досягненні максимальних доходів на свої вкладення, а й у можливості підвищити ефективність інноваційного процесу, що досягається завдяки венчурному інвестуванню. Під час здійснення інноваційного процесу великі корпорації стикаються з рядом проблем. Інновація, як якісне зрушення у випуску продукції і вдосконаленні технології, створює загрозу процесу відтворення капіталу корпорації. Тому виникає необхідність відокремлення частини капіталу корпорації для інновацій.

Цей процес поступово набув форми венчурного фінансування, а відокремлена частина промислового капіталу стає складовою частиною венчурного капіталу. Корпорації відокремлюють

частину власних коштів, передбачених для фінансування науково-технічного розвитку, і надають їх у розпорядження венчурних капіталістів. Участь корпорацій у венчурному фінансуванні обумовлена вимогами розвитку інноваційного виробництва, серед яких головну роль відіграє модифікація організаційно-економічних та соціальних відносин. Венчурне фінансування корпорацій здійснюється у вигляді спеціальних філіалів – фондів венчурного капіталу, а також у формі співучасті на правах обмежених партнерів у незалежних фірмах венчурного капіталу.

Важливу роль у наданні фінансової підтримки наукомістким компаніям відіграють *банки*. Інвестиційні банки продають акції цих компаній на фондових ринках, залучаючи капітал для фінансування більш пізніх стадій життєвого циклу фірм. Поступово розширюючи спектр своїх послуг, банки почали засновувати власні фірми з венчурним капіталом. Серед джерел фінансування європейського венчурного капіталу велика частка належить саме банкам. На частку венчурних фондів, які є складовими структурами підрозділів банків, у Великобританії припадає 18,7 %, а в Нідерландах – 29,2 %. Хоча ці фонди не мають ніяких пільг і їм складно конкурувати з незалежними фондами венчурного капіталу, великі інвестиційні банки створюють у своїх структурах і забезпечують фінансовими ресурсами спеціалізовані венчурні підрозділи з метою диверсифікації портфеля послуг та розширення бази клієнтів.

Істотний вклад у венчурне фінансування роблять *пенсійні фонди*. На сучасному етапі спостерігається зростання ролі пенсійних фондів у процесі акумуляції і перерозподілу фінансів. Надзвичайно велику роль відіграють пенсійні фонди у здійсненні контролю за рухом капіталу. Акумулюючи кошти в рамках пенсійних програм, ці фонди нагромаджують частину необхідного й додаткового продукту і створюють можливість інтенсифікації процесу нагромадження та прискорення руху капіталу. Як джерело для венчурного капіталу, пенсійні фонди мають великий потенціал. Насамперед, це пов'язано з характером їх діяльності та наданням їм пільг у вигляді звільнення від податку на приріст капіталу.

Вкладники пенсійних фондів зацікавлені в захисті коштів від інфляції та зростанні своїх доходів, що є спонукальними мотивами до їх інвестиційної діяльності. Тому пенсійні фонди шукають надприбуткові сфери вкладання капіталу.

Поряд з пенсійними фондами все більш активними вкладниками в незалежні фірми венчурного капіталу стають *страхові компанії*. Характерною особливістю венчурного фінансування пенсійних і страхових компаній є фінансування останніх стадій інноваційного процесу з метою зниження можливих ризиків. Для забезпечення контролю за фінансовими потоками представники пенсійних фондів і страхових компаній вводяться до складу ради директорів венчурної фірми.

Стратегія здійснення фінансового інвестування венчурним фондом може мати здебільшого два типи. Це може бути продаж своєї частки через певний час, тобто вихід з бізнесу, або збереження своєї участі в капіталі компанії і отримання дивідендів, які, як правило, реінвестуються. Однак у будь-якому випадку ідеологія такого інвестування полягає не у повному контролі над підприємством, а в тому, щоб інвестовані кошти були використані керівництвом компанії як фінансовий важель для більш швидкого зростання свого бізнесу.

Залежно від стратегії інвестування дослідники ринку фінансових послуг класифікують венчурних капіталістів так:

Торговець – вкладає небагато коштів у вже достатньо успішну компанію і не намагається проводити багато змін. Після невеликого коригування венчурний капіталіст намагається продати об'єкт інвестування за більш високою ціною іншій компанії або на біржі. Цикл інвестування в цьому випадку не перевищує 5 років і являє собою фінансування розвитку. Основною перевагою цієї стратегії є швидка окупність інвестицій, мінімум проблем з організацією діяльності компанії, що інвестується, і найменший ступінь ризику. На сьогодні «торговці» є найбільш розповсюдженим типом венчурних капіталістів.

«Сваха» – інвестує в одну компанію, що спеціалізується на певному сегменті промисловості, і намагається домінувати в цій

ніші ринку шляхом поглинання конкурентів. Тут ступінь ризику практично той самий, що і у «торговця», а вихід у вузький сегмент ринку дозволяє значно скоротити кількість конкурентів.

Наступні три типи венчурних капіталістів можна умовно охарактеризувати як «групу ризику».

«*Чарівник*» – інвестує в проблемні компанії, що перебувають на грані банкрутства. Рятувальне фінансування передбачає виділення коштів для реалізації заходів, які забезпечують відродження підприємства.

«*Виробник*» – за 3–5 років створює компанію, яку потім продає більшій компанії або на біржі.

«*Ринковий садівник*» – інвестує в компанії, які ще не існують або які ще не закріпилися на ринку.

«Виробники» і «ринкові садівники» спеціалізуються на стартовому фінансуванні. Вони ризикують більше за всіх, в їх інвестиції в середньому окуповуються через 5–10 років. Бажаючих чекати довгих грошей стає все менше.

Повсякчасне намагання венчурних капіталістів уникнути ризику – не єдина проблема розвинених фінансових ринків. Більш серйозні побоювання у шукачів інвесторів викликає тенденція до подорожчання венчурного капіталу. Венчурні капіталісти вимагають все більше можливостей впливати на функціонування інвестованих ними компаній. Крім того, вони часто взагалі відмовляються фінансувати компанії, продаж яких не обіцяє повернення коштів у п'ятикратному розмірі. Більшість експертів вважає, що якщо так буде тривати і далі, то венчурний капітал перестане бути вигідною альтернативою банківському кредитуванню. Однак сьогодні західні компанії не відмовляються від такого способу отримання інвестицій. За даними досліджень Європейської асоціації венчурного бізнесу, близько 80 % компаній, що отримали інвестиції, впевнені, що їх компанії припинили б своє існування або розвивалися б не так швидко, якби не венчурний капітал.

В Україні розвиток венчурного бізнесу розпочався у 1992 р. після підписання угоди про створення Фонду «Україна». У 1994 р.

на ринку почав працювати *Western NIS Enterprise Fund (WNISEF)* з початковим капіталом 150 млн дол., наданим урядом США, а у 1998 р. приступили до роботи *Black Sea Fund*, який входить у склад компанії з управління активами *Global Finance*, з загальним капіталом близько \$60 млн, і *Euroventures Ukraine* з капіталізацією 30 млн дол. На сучасному етапі в Україні працює близько десяти західних венчурних фондів, сума інвестицій яких в окрему компанію становить від 0,5 млн до 7 млн дол. в обмін на відповідну частку у статутному капіталі.

Якщо проаналізувати перелік пріоритетних галузей, в які вкладають ці венчурні фонди в Україні, то виявляється, що вони вкладають капітал у переробку сільгосппродукції, виробництво і переробку продуктів харчування, виготовлення запчастин для автомобілів, виробництво упаковки і будівельних матеріалів, фінансовий сектор. Таким чином, галузева спрямованість венчурних капіталів в Україні кардинально відрізняється від галузевої структури вкладень у розвинених країнах, де половина з них припадає на високі технології, біотехнології та медицину, що традиційно притаманно венчурним фондам.

Поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого – це недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб.

До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами відступлення прав вимоги, позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством. Венчурний фонд має право надавати кошти у позику. Позики за рахунок його коштів можуть надаватися тільки юридичним особам, за умови, що не менше ніж 10 % статутного капіталу відповідної юридичної особи належить такому фонду. Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі.

Загалом розвиток венчурних фондів в Україні сьогодні гальмує наступне: слабкий розвиток фондового ринку, на якому публічний продаж акцій обмежений; українські стратегічні інвестору не мають достатніх коштів для викупу компаній з високою капіталізацією; складно знайти підприємство з перспективою швидкого зростання капіталізації; великий розмір тіньового сектора української економіки, який не дає можливості інвестору вигідно продати свою частку в компанії, адже на основі звітних даних емітентів не завжди можна правильно проаналізувати фінансовий стан підприємства; нестабільність законодавства, яке не дозволяє інвесторам планувати свою діяльність на тривалу перспективу, а венчурні інвестиції вкладаються на тривалий період, часто на 3 – 7 років.

Успішна діяльність венчурних фондів сприятиме залученню на ринок венчурного капіталу приватних інвесторів, у тому числі банків, пенсійних фондів, страхових компаній, фінансово-промислових груп.

Контрольні запитання

1. Які переваги має індивідуальний інвестор, вкладаючи кошти в інститут спільного інвестування?
2. Чому найбільшого розвитку індустрія спільного інвестування досягла в США?
3. Чим різняться між собою організаційні форми ІСІ в США?
4. Як визначається вартість чистих активів інвестиційного фонду?
5. Які стратегії можуть обирати управляючі взаємними фондами?
6. Які типи взаємних фондів є найбільш розповсюдженими в сучасних умовах?
7. Як можна класифікувати взаємні фонди за інвестиційною політикою?
8. Які нормативні акти регулюють діяльність інститутів спільного інвестування в Україні?

9. Чим відрізняється пайовий інвестиційний фонд від корпоративного?
10. За якими ознаками класифікуються інвестиційні фонди в Україні відповідно до чинного законодавства?
11. З яких цінних паперів складаються активи ІСІ в Україні? В яких частках?
12. Як визначається вартість чистих активів ІСІ в Україні? Які проблеми тут існують?
13. У чому полягає специфіка діяльності венчурного фонду?
14. З яких етапів складається функціонування венчурної фірми?
15. Які структури надають фінансову підтримку венчурним фірмам?
16. Яку стратегію інвестування може обрати для себе венчурний капіталіст?
17. Чим відрізняється венчурний фонд в Україні від інших ІСІ?
18. Які обмеження накладає українське законодавство на розміщення активів венчурного фонду?
19. У чому полягають можливості діяльності пайового венчурного фонду за участі банків?
20. Які ризики виникають в Україні для венчурного бізнесу? Як їх можна подолати?

Тести

- 1. Пайовий інвестиційний фонд – це фонд, який:**
 - а) емітує акції і продає їх інвесторам;
 - б) об'єднує активи, які знаходяться в управлінні компанії з управління активами;
 - в) включає інші інвестиційні фонди;
 - г) правильної відповіді немає.
- 2. Закритий інвестиційний фонд може бути:**
 - а) диверсифікованим;

- б) недиверсифікованим;
- в) біржовим;
- г) правильної відповіді немає.

3. Венчурний інвестиційний фонд може бути:

- а) недиверсифікованим;
- б) закритим;
- в) пайовим;
- г) усі відповіді правильні.

4. Диверсифікований інвестиційний фонд може бути:

- а) закритим;
- б) венчурним;
- в) корпоративним;
- г) усі відповіді правильні.

5. До спеціалізованих фондів можна віднести фонди:

- а) грошового ринку;
- б) державних цінних паперів;
- в) банківських металів;
- г) усі відповіді правильні.

6. Фізичні особи не можуть бути учасниками:

- а) венчурних корпоративних ІСІ;
- б) венчурних пайових ІСІ;
- в) недиверсифікованих ІСІ;
- г) усі відповіді правильні.

7. Фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови:

а) відкриття рахунку у цінних паперах у зберігача цінних паперів у порядку, встановленому законодавством про депозитарну систему;

б) придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів становить суму не менше ніж 1 500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі;

в) придбання цінних паперів такого інституту в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів становить суму не менше ніж 100 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі;

г) правильної відповіді немає.

8. Розрахункова вартість цінного папера ІСІ визначається як:

а) результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, які перебувають в обігу на день розрахунку;

б) справедлива вартості цінного папера ІСІ на день надходження коштів на рахунок такого ІСІ;

в) результат котирування у біржовій системі;

г) правильної відповіді немає.

9. Оцінювачем майна інституту спільного інвестування не може бути:

а) КУА та її пов'язані особи;

б) зберігач активів ІСІ,

в) аудитор (аудиторська фірма), які обслуговують такий ІСІ, та їх пов'язані особи;

г) усі відповіді правильні.

10. Розмір статутного капіталу КУА повинен становити не менше:

а) 10 млн грн;

б) 7 млн грн;

в) 5 млн грн;

г) правильної відповіді немає.

Рекомендовані джерела

1. Боди З. Принципы инвестиций / Боди З., Кейн А., Маркус А. – 4-е изд.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 984 с.
2. Кидуэлл Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. – СПб.: Издательство «Питер», 2000. – 554 с.
3. Коваленко Ю. М. Диспропорційність вкладень іноземних інвесторів у галузі та регіони України [Електронний ресурс] / Ю. М. Коваленко, І. М. Скуратівська // Збірник наукових праць НУДПСУ. – Ірпінь: НУДПСУ, 2011. – № 2. – С. 146–154. – Режим доступу: http://ir.asta.edu.ua/jspui/bitstream/doc/65/1/035_IR.pdf0,48.
4. Коваленко Ю. М. Еволюція розвитку спільного інвестування в Україні / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник НУДПСУ. – Ірпінь: НУДПСУ, 2014. – № 3. – С. 5–10.
5. Коваленко Ю. М. Інститути спільного інвестування: закордонний досвід і практика в Україні // Технічний прогрес та ефективність виробництва: Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут»: зб. наук. пр. – Харків: НТУ «ХПІ», 2001. – Вип. 24. – С. 120–123.
6. Коваленко Ю. М. Прямі іноземні інвестиції: національний і міжнародний аспект [Електронний ресурс] / Ю. М. Коваленко, Т. О. Мельничук // Збірник наукових праць НУДПСУ: електронне фахове видання. – Ірпінь: НУДПСУ, 2014. – № 1. – С. 112–120. – Режим доступу: [file:///C:/Users/1/Downloads/znpnudps_2014_1_15%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/1/Downloads/znpnudps_2014_1_15%20(3).pdf).
7. Коваленко Ю. М. Розвиток інститутів спільного інвестування в Україні / Ю. М. Коваленко, К. С. Дитинчук // Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. – Вип. 192: В 4 т. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2004. – Том II. – С. 482–490.
8. Коваленко Ю. М. Стандарти Кодексу кращої практики фінансової діяльності / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – К., 2013. – № 11. – С. 8–14.

9. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями: навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь, НУДФСУ, 2010. – 350 с.
10. Портфельне інвестування: навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Ураванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
11. Про інститути спільного інвестування [Електронний ресурс]: Закон України: від 05.07.12 № 5080-VI. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.
12. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями / Ф. Фабоцци; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.
13. *Штольте П.* Инвестиционные фонды / П. Штольте; пер. с нем. – М.: АОЗТ «Интерэксперт»; Финстатинформ, 1996. – 165 с.
14. Global problems of national economics development: collective monograph [Globalne problemy rozwoju gospodarek narodowych: monografia zbiorowa]. – Kraków: Drukarnia Unidruk, 2018. – 275 p.

РОЗДІЛ 15

ІННОВАЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ ТА ІНСТРУМЕНТИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ

15.1. Еволюційні чинники та наслідки розвитку фінансових інновацій на фінансовому ринку.

15.2. Сутність та напрями фінансового інжинірингу.

15.3. Інструментарій фінансового інжинірингу.

15.4. Криптовалюти та механізми блокчейн.

15.1. Еволюційні чинники та наслідки розвитку фінансових інновацій на фінансовому ринку

Фінансова діяльність будь-якого економічного суб'єкта є багатогранною і являє собою сукупність взаємопов'язаних напрямів, пріоритетним з яких є конструювання, моделювання та реалізація різноманітних фінансових продуктів, що забезпечують найкращий кінцевий результат. Для задоволення цієї потреби було розширено асортимент фінансових продуктів, основні елементи яких позитивно зарекомендували себе у два докризові десятиліття. Сучасні ринки цінних паперів неможливо уявити без деривативів (опціонів, ф'ючерсів, свопів) і структурованих фінансових продуктів. Оскільки попит на них стимулювався глобалізацією, наслідки якої є недостатньо вивченими, органи-регулятори не змогли вчасно оцінити загрозу. Останню фінансову кризу називають кризою субпрайму – за назвою сегменту ринку цінних паперів, де вона виникла, а також кризою довіри, оскільки проблемою стала методологія створення низькоризикових інструментів – результатів фінансової інженерії, яка має свою історію і чинники поширення.

Розвиток фінансових інновацій та фінансової інженерії на фінансовому ринку бере свій початок у 1920-х рр. із набуттям ринку бурхливого розвитку. Так, на 1929 р., порівняно з 1913 р.,

показник капіталізації емітентів до ВВП США збільшився практично у 2 рази, а емісії акцій до валових інвестицій – у 9 разів. У Франції та Бельгії ринок за 1921–1929 рр. зріс більше за 400 %, Польщі – 380 %, а у Німеччині найбільше – більше ніж 1 000 %, але це було пов'язано з інфляційними процесами. Після закінчення війни Європа перетворилась із кредитора в боржника. На Міжнародній конференції у Генуї (1922) було визнано втрату золотом функції універсального еквівалента через нерівномірність розподілу золотих запасів між країнами-учасницями міжнародної торгівлі. США та Великобританія, що найменше потерпіли від війни, стали основними інвесторами. У 1927 р. банком *J. P. Morgan Chase* було введено в обіг перші депозитарні розписки для американських інвесторів (*American Depositary Receipts, ADRs*) на акції іноземних компаній, що дозволило капіталу з більшою легкістю долати національні кордони.

З початку 1928 р. до вересня 1929 р. у США розпочалася та посилилася спекулятивна лихоманка, індекс *Dow-Jones (DJIA)* зріс із 191 до 381 пункта. Згодом 3 жовтня 1929 р. індекс почав падати, а 22 і 23 жовтня («чорний понеділок» і «чорний вівторок») падіння продовжувалося, і 24 жовтня («чорний четвер») стало першим днем справжньої біржової паніки. Було продано рекордну кількість акцій – близько 13 млн. Ряд провідних банків і компаній з цінних паперів у спробі призупинити паніку скупили великі пакети акцій і дещо стабілізували ситуацію, проте така паніка продовжувалася до середини листопада, а швидкість падіння ринку у 1929 р. нагадувала кризи 1872 і 1907 рр. У цілому за 1929–1932 рр. індекс *Dow-Jones* знизився на 86 % і знадобилося 25 років для досягнення американським ринком показників 1929 р. (ринком Великобританії – 6 років).

Крах на ринку цінних паперів призвів до катастрофічного зменшення активів банків та інших фінансових інститутів, особливо тих, хто формував інвестиційні портфелі з акцій. За 1929–1933 рр. збанкрутіло 11 000 банків США, що призвело до суттєвого скорочення виробничих і споживчих витрат. Відбулося майже двократне падіння промислового виробництва та безпрецедентне

трикратне зростання безробіття. Велика депресія перекинулася на інші країни, і найбільше постраждали Німеччина, де рівень безробіття у 1932 р. становив 25 % робочої сили, та Великобританія, де виробництво та експорт залишалися у депресивному стані до Другої світової війни.

Закінчився період економічного лібералізму, і розпочався період посиленого регулювання ринку цінних паперів, що тривав до 1970-тих рр. Для уникнення повного краху президент США Ф. Д. Рузвельт пішов на той крок, що 6 березня 1933 р. усі банки було закрито (банківські канікули). Реформи базувалися в основному на Банківському акті 1933 р., відомому як закон Гласса-Стіголла (*Glass – Steagall Act*), що був розроблений у 1933 р. і вдосконалений у 1935 р., а скасований у 1999 р. не тільки спричинив поділ банків на два типи (інвестиційні та кредитно-депозитні), створення Федеральної корпорації страхування депозитів (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC* (1933)), спеціальних федеральних органів із позичково-ощадних асоціацій (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation*) і кредитних спілок (*National Credit Union Administration*), але й розробку широкого переліку регулюючих актів у сфері регулювання ліквідності. ФРС отримала право регулювати ставку за строковими депозитами, що згодом отримало назву *Regulation Q*. Результатом стало: використання позикових коштів (і грошей вкладників) на фінансування реального сектору; втрата урядом можливості субсидіювати спекулятивні операції; повернення грошей з фінансових ринків і спрямування їх на великі інфраструктурні проекти; запропонування сприятливих умов кредитування позичальникам; вихід економіки з кризи і отримання можливості ефективного розвитку. У підсумку це посилило роль фінансового ринку, зокрема грошового, у проведенні фінансової політики.

У кінці 70-х рр. у банківській системі США відчувався дефіцит довгострокових коштів на депозитах через дії ФРС, яка підвищила облікову ставку до 20 % з метою послаблення інфляції. Це призвело до перетікання грошових коштів із банківських рахунків на ринки цінних паперів з більш ризикованими інструментами, а

банки відмовилися від традиційного ведення бізнесу, що був введений ще в рамках Нового курсу *Рузвельта*: «Сплачуй 3 % за депозитами, отримуй 6 % за іпотечними кредитами». Крім збільшення ставки рефінансування були прийняті закони, що увійшли пізніше у склад так званого Регулювання *Q* (*Regulation Q*), що встановив порядок ціноутворення для традиційних банківських послуг, переважно залучення депозитів.

Дефіцит ліквідності, що був наслідком вищезазначених заходів, сприяв концентрації уваги банків на ринку цінних паперів, на який вони не мали доступу аж до 1999 р. через Закон *Гласса-Стіголла* (1933 р.). Усе це стимулювало розвиток сек'юрітизації, що стала одним із каталізаторів глобалізації фінансів і призвела до зниження значення комерційних банків, які залучали депозити, на користь ринку цінних паперів. Так, частка банків у сукупних фінансових активах знизилася з 50 % у 1950-х рр. до 25 % у 1990-х рр.

Поява похідних інструментів «своп» (*swap*) стала наступною важливою подією: у 1981 р. було укладено першу валютну операцію типу «своп» між компанією *IBM* і Банком міжнародних розрахунків (*Bank for International Settlements, BIS*). Через шість років, у 1987 р., номінальний обсяг торгів за свопами становив 865 млрд дол. США, а у 2006 р. він став рекордним і перевищив 289 трлн дол. США, що свідчить про високу популярність цього інструменту. Особливий інтерес викликає поява форвардів без поставки базових активів, що були вперше використані у 1990 р. і одразу стали активно застосовуватися у валютних спекуляціях. У 1997 р. банком *J.P. Morgan Chase* було введено кредитно-дефолтні свопи (*Credit Default Swap – CDS*) для перекладу ризиків дефолту по кредитах. Вони торгуються поза біржами і перебувають поза загальноприйнятих юрисдикцій регулюючих органів, що робить *CDS* досить популярними.

Якщо у США на той час основне значення мали радикальні технологічні інновації (інформаційні технології, масове поширення персональних комп'ютерів), то головні інновації 1980-х у Лондоні стосувалися лібералізації державного регулювання та

послаблення контролю з боку центрального банку (*Bank of England*) над операціями Лондонській біржі, обсяг яких у 1980-ті рр. зріс у 17 разів (наприклад Токійської – 9, Нью-Йоркської біржі – 4 рази).

Революція в інформаційних технологіях, що розпочалася у цей час, привела до швидкого впровадження комп'ютерної техніки на ринках цінних паперів, а з початку 1990-х – до поширення Інтернету у сфері фінансових і страхових послуг. Це значно прискорило розвиток глобального фінансового ринку. У США першою фондовою біржею, що використала інформаційні технології, стала *NYSE*, де у 1976 р. було запроваджено автоматизовану систему *DOT – Designated Order Turnaround*. У 1977 р. подібну систему організували в Канаді на фондовій біржі *TSX (Toronto Stock Exchange)*.

З кінця 1980-х рр. у США на первинному ринку цінних паперів основними учасниками стали *NYSE* та *AMEX (American Stock Exchange)*, а також регіональні біржі Бостона, Чикаго та інших міст. Лідером на вторинному ринку став *NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation – Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів)*, один з найбільш престижних ринків цінних паперів, де обертаються акції таких провідних високотехнологічних компаній, як *Microsoft, Intel, Dell, Cisco* та інших.

У 1996 р. в Європі було створено подібну систему – *EASDAQ*, що була поглинута у 2001 р. *NASDAQ*, а надалі було створено компанію *NASDAQEurope*. Однак глобальна система організації торгів на ринках цінних паперів виявилася недостатньо ефективною, і в червні 2003 р. акціонери *NASDAQEurope* вирішили ліквідувати компанію. Також невдалим виявилось створення *NASDAQJapan*, що було ліквідоване у червні 2002 р.

Отже, у кінці XX ст. виник глобальний фінансовий ринок, що став важливим джерелом фінансування економіки. Однак кризові явища на фінансових ринках дедалі частішали: інвестиційна криза 1990–1991 рр., що пов'язана з падінням фондових індексів, переглядом очікувань інвесторів; потужний крах фінансової системи

Мексика (грудень 1994 р. – січень 1995 р.); банкрутство низки американських органів місцевого самоврядування, які вклали кошти від податкових надходжень у сумнівні цінні папери (грудень 1994 р.); криза іспанського песо, шведської крони та італійської ліри, стрімке падіння долара (перше півріччя 1995 р.); банкрутство внаслідок спекуляцій відомого британського банку *Bearings*, криза найбільшої у світі страхової компанії *Lloyd's of London* (лютий – березень 1995 р.); азійська фінансова криза (осінь 1997 р.), що охопила країни тихоокеанського регіону, а також віддалені від Азії країни, включаючи і Україну; обвал пов'язаних з Інтернет компаній (доткомів), індексу високотехнологічних компаній *NASDAQ* у 2000 р. з подальшим розгортанням інвестиційної кризи та світової рецесії у 2002–2003 рр.; глобальна фінансова криза через обвал іпотечного ринку США та спекулятивні операції зі структурованими фінансовими інструментами (2007–2008–2009...).

У 1990-ті рр. система «глобального капіталізму» досягла свого найвищого розквіту, чому сприяли радикальні технологічні інновації у сфері інформаційних технологій. Сформувалася ціла система *stock market capitalism* – капіталізму із залученням фінансових ресурсів через ринок цінних паперів. У її основу було покладено англо-американські традиції вільного розвитку ринку цінних паперів, на відміну від європейської системи, де переважало банківське фінансування.

Зросло значення таких учасників глобального фінансового ринку, як інституційні інвестори (страхові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди), які забезпечили у 1990-ті рр. активне надходження акумульованого від індивідуальних інвесторів капіталу на фінансові ринки. І неважко було передбачити, що чергове підвищення ринкової активності збільшує потенційну економічну нестабільність. У 2000 р. виникла широкомасштабна криза інтернет-компаній (або *dot.com's*, як їх тоді називали), що була спричинена активною спекуляцією акціями компаній так званої «нової економіки» (*neweconomy*). Так само, як і в 1920-тих рр., технологічні інновації призвели до завищення цін на пов'язані з

інтернет-комерцією акції нових компаній, з якими інвестори пов'язували занадто оптимістичні прогнози щодо дохідності без урахування реальних можливостей цих компаній.

Криза інтернет-компаній, що показала, наскільки інтегрованим став єдиний глобальний ринок цінних паперів, розпочалася у січні 2000 р. і досягла свого максимуму у березні 2000 р., коли поширилася інформація про судовий процес проти компанії *Microsoft*, якій загрожувала ліквідація. Це спричинило не тільки банкрутство великої кількості компаній у сфері інформаційних технологій, але й зупинення тривалої тенденції економічного підйому 1990-х рр., у чому неостанню роль відіграли гучні корпоративні скандали 2000–2001 рр. (*Enron*, *WorldCom* та ін.). Реакцією стало прийняття у США закону *Сарбейнса-Окслі* та загальне посилення державного регулювання на фінансових ринках.

По суті, з кінця 1990-х рр., а також на початку XXI ст. на глобальному фінансовому ринку відбувалося зростання величезної спекулятивної піраміди, що була пов'язана не тільки з акціями компаній інформаційних технологій, але і з розповсюдженням деривативів та гібридних фінансових інструментів, і особливо – іпотечних інструментів.

Після першої хвилі економічного спаду у 2000–2001 рр. почалися спроби активізувати фінансовий ринок за допомогою сек'юритизації активів. Традиційно банки видавали кредит позичальнику та утримували його «на балансі» до повного погашення. З 2000 р. банки та іпотечні компанії почали активно продавати позики інвестиційним банкам, які, в свою чергу, «перепаковували» їх в облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями (*CDO* – *collateralized debt obligation*). У процесі цієї сек'юритизації іпотечних боргів виник класичний конфлікт інтересів – банки опинилися зацікавленими у приховуванні справжньої якості виданих кредитів. Зазвичай *CDO* є сумішшю іпотечних кредитів різної якості – стандартного (кредити надійним позичальникам) і субстандартного, тож облігаційний випуск у підсумку міг отримати найвищий кредитний рейтинг *AAA*. Така висока якість облігацій забезпечувалася аудитором, які конкурували між собою

за контракти банків на аудит, а рейтингові агентства – за контракти банків на отримання рейтингу. За підрахунками *Дж. Сороса*, у період з 1998 по 2007 рік доходи одного тільки рейтингового агентства *Moody's* від присвоювання рейтингу структурованим інструментам зросли майже у п'ять разів.

Зміна облікової ставки двічі у кінці 70-х рр. і на початку ХХІ ст. стимулювала перепрофілювання банківських доходів від кредитно-депозитної діяльності в комісійну, а також збільшення обсягів сек'юритизації. Нестандартні іпотечні кредити надавали можливість отримувати найбільші комісійні для банків і іпотечних брокерів, тому ці суб'єкти ринку почали пропонувати все більш доступні кредитні продукти, через що зросла частка цінних паперів, забезпечених низькоякісними кредитами. Для багатьох низькоякісних позичальників не існує такої відсоткової ставки, яка б компенсувала кредитний ризик, оскільки зі збільшенням такої ставки збільшується вірогідність дефолту.

На основі низькоякісних іпотечних кредитів випускалися цінні папери, що траншувалися згідно з вимогами інвесторів до ризику та доходності. Якщо у кредитному портфелі з'являються дефолти, то в першу чергу не виплачуються вкладення інвесторам у нижні транші (з низьким рейтингом), тобто їх вкладення можуть бути повністю знищені першою хвилею дефолтів. Якщо розмір втрат (дефолтів) перевищує розмір траншів з найнижчим рейтингом, то інвесторам, які вклали в них свої кошти, інвестиції не повертаються. Усе, що залишилося після дефолтів, виплачується інвесторам у наступні за старшинством транші. Так, транші з більш низьким кредитним статусом захищають від дефолтів транші з більш високою кредитною якістю.

Цей механізм призвів до шаленого зростання частки позичкових коштів (співвідношення позичкових і власних коштів в угодах із сек'юритизації складало 1:15). Усе було стабільним, доки цінні папери були ліквідними і цілком забезпеченими, але збитки за низькоризиковими кредитами стали перевищувати очікування, і ціни на цінні папери почали падати. Закономірно, що першими не гасилися облігації, що були випущені у 2005–

2006 рр. Однак розхвилювалися не тільки ті, хто інвестував в облігації, що були забезпечені невдалими портфелями, але і всі інвестори в цей сегмент цінних паперів. Вони почали їх позбавлятися.

8 лютого 2007 р. англійський банк *HSBC* оголосив, що обсяг зарезервованих коштів на покриття можливих дефолтів за американськими кредитами з категорії субпрайму буде збільшено. Одночасно компанія *New Century Financial Corp* (третій за розміром кредитор на ринку субпрайму США) оголосила, що очікує на збиток у IV кв. 2006 р. Протягом двох наступних днів спреди за неінвестиційними (молодшими) траншами цінних паперів, що були забезпечені активами, цінними паперами, іпотекою, розширилися більше за 200 базисних пунктів (зазвичай 30–50 пунктів), тобто відбувся обвал. Розпродаж цих облігацій був настільки масштабним і неочікуваним, що чутки про них дійшли до ринку акцій і призвели до тимчасової корекції зростанням індексу *Dow Jones*.

На початку 2007 р. через складнощі на ринку субпрайму банки почали висувати більш жорсткі вимоги до позичальників і умов видачі кредитів, підняли їх вартість, що вплинуло на ринок акцій у кінці травня і стало другим шоком для всього ринку. У кінці червня ринок акцій почав відновлюватися, але 18 липня інвестиційний банк *Bear Stearns* доводить до відома інвесторів двох своїх хедж-фондів, що більшу частину їх коштів, якщо не всю, втрачено. При цьому інші банки-конкуренти відмовилися викупляти його портфелі без істотних знижок, тож ціни на забезпечені облігації продовжували падати.

Паніка на ринках розпочалася після того, як французький банк *BNP Paribas* заморозив кошти трьох своїх фондів у сумі \$2,2 млрд, а також тимчасово заборонив інвесторам вилучення паїв, побоюючись ситуації, що склалася з *Bear Stearns*. У цей час у Німеччині через складність отримання ним короткострокового фінансування на ринку було оголошено про те, що регулятори розглядають можливість рефінансування за рахунок державних коштів у розмірі \$17,3 млрд, організованої німецьким державним банком *Sachsen LB* компанії *SIV*.

Як відповідь на заяву *BNP Paribas*, було підвищено щоденну ставку *LIBOR* з 5,35 до 5,86 %, а *EURIBOR* – з 4,11 до 4,3 %. ФРС була вимушена дати банкам можливість позичати до \$24 млрд для підтримання короткострокової ліквідності. Його прикладом скористався Банк Канади, який також надав ліквідність канадським банкам. Європейський центральний банк здійснив крупне вливання через видачу банкам односторонніх кредитів на суму €94,8 млрд (\$131 млрд). Він також оголосив про те, що протягом наступних днів планує додатково надати банкам \$108,7 млрд. Це були безпрецедентні в історії заходи.

Восени 2007 р. на ринках прокотилася хвиля збитків, що були пов'язані з облігаціями субпрайма. *Goldman Sachs* втратив \$1,71 млрд, Швейцарський банк *UBS* – \$3,4 млрд, *Citigroup* – \$3,1 млрд, згодом \$5,9 млрд і \$8–11 млрд, *Merril Lynch* – \$8,4 млрд. Негативна динаміка іпотечного ринку і складних фінансових інструментів підтвердила впевненість ринку у подальшому зниженні ставок ФРС, що 7 листопада призвело до зниження курсу долара проти євро до рекордної відмітки 1,4700, а фунт стерлінгів зріс до \$2,10, встановивши 26-річний рекорд.

ФРС і європейські банки проводили постійні вливання ліквідності в ринок. Підтримуючи ліквідність, вони позбавляли банків необхідності ліквідувати свої портфелі облігацій. Припинився продаж старих облігацій, тож не розміщувалися і нові. Знижувалася кількість покупців житла, тож криза ринку житла набувала більших масштабів. Із метою покращення ситуації в грудні 2007 р. Казначейство США підготувало план із заморожування ставок за іпотечними кредитами, що були видані з 2005 по липень 2007 р., що мало торкнутися близько 580 тис. позичальників із загальним обсягом кредитів у *Bear Stearns* \$141 млрд.

2008 р. відзначився такими головними подіями: подальшим зниженням облікових ставок у США і Європі; поглинанням банку *Bear Stearns* групою *J.P. Morgan Chase* у результаті угоди, що була забезпечена позикою від ФРС на суму \$30 млрд; арештом 406 осіб, які були пов'язані з іпотечною кризою; крахом американського іпотечного банку *IndyMac*; націоналізацією найбільшого

страховика США – *AIG*, а також *Freddie Mac* і *Fannie Mae*, у яких в умовах системних неповернень кредитів не було капіталу, про який вони звітували з величезною затримкою; банкрутством інвестиційного банку *Lehman Brothers* і падінням курсів акцій інших таких банків (наприклад, *Goldman Sachs* втратив 50 % вартості акцій, а *Morgan Stanley* – майже 75 %).

Помилки і прорахунків такого масштабу, вочевидь, не очікували регулятори ні США, ні Європи, про що свідчать зроблені заяви на початку кризи. Втрата довіри призвела до порушення основного принципу функціонування сучасного ринку капіталу: припинили працювати механізми перерозподілу ризиків через сек'юритизацію та кредитні деривативи. У підсумку міжнародні ринки втратили ліквідність.

Щодо похідних, то вони віками викликали загрозу, але потреба в них була такою великою, що регулятори були вимушені дозволити їх використання. Історія, безперечно, повторюється: на кожній стадії розвитку фінансового ринку виникають проблеми з певною групою інструментів. Той факт, що у кризі винен один з класів похідних, не означає, що його треба відмінити. Адже ніхто не відміняв випуск облігацій через те, що деякі з них пішли в дефолт.

Як вважають експерти, основними причинами кризи стали:

1) жадібність одних і недостатнє виконання свої функцій іншими. Так, винагорода банків та інших фінансових інститутів стимулює взяття на себе короткострокових ризиків й ігнорує довгостроковий прибуток акціонерів (хоча й вони провокують отримання підвищених прибутків). Не обійшлося без участі рейтингових агентств, які конкурують за частку ринку та доходи яких невинно зростають;

2) закладена в нових фінансових інструментах неприпустима віра в постійність кореляції поведінки різних активів, тобто невиправданий оптимізм з приводу поведінки окремого атому, на якому, у підсумку, будувалася вся методологія оцінки ризику та ціноутворення більшості активів, що найбільше постраждали. Процес створення складних фінансових інструментів як основних

продуктів фінансової інженерії мали контролювати рейтингові агентства, але останні прогнозували вірогідність дефолтів і пост-дефолтну залишкову вартість на основі історичної інформації, якої було недостатньо для нових сегментів іпотечного ринку і, крім того, останній період був періодом тривалого добробуту. Через неправильну кореляцію дефолтів між різними сегментами ринку і різні часові проміжки сталися первісні зниження рейтингів. Потім вони відбувалися частіше, торкнулися боргових і похідних інструментів на трильйони доларів;

3) неймовірна недооцінка фактора ліквідності (можливості купити-продати без суттєвих втрат), тобто зайвий оптимізм відносно того, що величезний потік доступних для інвестицій коштів буде як мінімум не падати (основна помилка) та інвестуватися.

Головними винуватцями останніх негативних подій на ринках капіталу називаються три *R*: *rocket scientists* (вчені-ракетники – фінансисти-винахідники структурованих фінансових інструментів і технологій сек'юритизації, які замість перерозподілу кредитного ризику спричинили ще більшу заборгованість для інвесторів), *regulators* (регулятори) і *rating agencies* (рейтингові агенції). Щодо перших, то сьогодні ставляться під сумнів фінансові теорії, за які свого часу було отримано десятки нобелівських премій з економіки.

Майбутнє за інструментарієм, що використовується для пояснення явищ у живій природі, а не класичної фізики. Передусім це стосується гомеостазу (від др.-греч. *ὁμοιοστάσις* від *ὁμοιος* – однаковий, подібний і *στάσις* – стояння, нерухомість) – саморегуляції, здатності відкритої системи зберігати стійкість свого внутрішнього стану за допомогою скоординованих реакцій, спрямованих на підтримку динамічної рівноваги, долати опір зовнішнього середовища.

У контексті зазначеного фінансовий ринок є соціальною (антропогенною) системою, яка розвивається за закономірностями, що визначені людиною. З іншого боку, фінанси є екосистемою – комплексом, що утворений живими організмами і

середовищем їх проживання. При цьому акцентується увага на «золотому правилі» інвестування з прагненням не «зберігати усі яйця в одному кошику» і адекватних стратегіях фінансових установ. Однак із розгортанням шокових явищ в економіці, якщо подивитися на тенденцію в масштабі системи, то стає зрозумілим, що подібні дії призвели до зворотного результату: яєць ставало все більше, а кошик швидко зношувався, крім того, зростала кількість тухлих яєць. Математики-екологи могли б передбачити ці процеси, якби розуміли процеси на ринку цінних паперів, адже їм відомо, що тропічні ліси більшою мірою підпадають під зовнішні потрясіння, аніж прості екосистеми пустель і лісів. З іншого – він є екосистемою, тобто комплексом, що утворений живими організмами й середовищем їх проживання. У складних системах важливою є взаємозалежність. Тут варто мислити у термінах екології: якщо знищити конкретний вид тварин, харчовий ланцюг порушиться. Так само якщо ви закриєте банк у Нью-Йорку, наслідки проявляться повсюди, від Ісландії до Монголії.

Фінансові продукти стають надзвичайно складними, адже, щоб розібратись у складових забезпеченого боргового зобов'язання в квадраті (CDO^2), інвестору потрібно прочитати 1,125 млрд сторінок. Щодо хедж-фондів, то вони вистояли через те, що були представлені здебільшого дрібними спеціалізованими гравцями як надійною структурою диверсифікованої екосистеми. Тут можна застосувати дарвінівську теорію еволюції і природній відбір. Вбачаються паралелі між процесом еволюції і змінами на фінансовому ринку, і це гіпотеза адаптивного ринку. Коли дивишся на хедж-фонди, то бачиш стрімке оновлення, інтенсивну конкуренцію, високий темп адаптації, зародження і відмирання, тобто всю сукупність атрибутів еволюції. Хедж-фонди – це Галапагоські острови фінансів. Коли думаємо про біологію, мало в кого виникають асоціації з економікою, однак на практиці економічні операції є результатом еволюційного процесу, на кшталт діям шимпанзе, який навчився «виживати» термітів з гнилого дерева за допомогою соломинки.

Крім екології і еволюції видів, фінансовий ринок став предметом досліджень у рамках медичної епідеміології (виявлення і вакцинація найбільш загрозливих переносників інфекції) і захисту електричних мереж.

15.2. Сутність на напрями фінансового інжинірингу

Традиційно інновації на національних фінансових ринках пов'язуються з таким поняттям, як «фінансовий інжиніринг». Натомість сучасне розуміння інжинірингу визначається етимологією слова *engin* (фр. машина, механізм), має латинські витoki: *ingenium* – вроджені, природні якості, талант. Варто зазначити, що «інжиніринг» є однокореневим словом не тільки традиційному «інженер» або «інженерія», а й «геній» і «геніальність», що дозволяє тлумачити його як нестандартну удосконалюючу дію людини для вирішення інтелектуальних завдань. Отже, термін *engineering* можна трактувати двояко – у сенсі «інженерія», тобто мається на увазі інженерно-технічна діяльність, і у сенсі «інжиніринг» – роботи дослідницького та розрахунково-аналітичного характеру.

Потужні зміни у сфері інжинірингу можна пояснити розвитком інформаційних технологій. Кінець XX ст. – початок XXI ст. відзначився потужним охопленням країн світу мережею Інтернет, комп'ютерними технологіями, зв'язком тощо. Досягнення у цій сфері істотно вплинули на діяльність фінансових інститутів. Передусім було автоматизовано і радикально здешевлено проведення багатьох фінансових операцій. Це сприяло їх доступності для фінансових інститутів, а також диверсифікації діяльності останніх. З'явилися нові напрями їх роботи, що пов'язані з продажем послуг через Інтернет, а також власне нові фінансові інститути, які спеціалізуються на електронній комерції, наприклад, електронні інтернет-банки. Проте досить широкі електронно пов'язані глобальні ринки не змінюють вірогідності фінансових бумів, але роблять їх потенційно більшими і пов'язують національні ринки між собою, збільшуючи вірогідність того, що ці ринки зазнають краху всі разом, що неодноразово доводилося спостерігати.

Фінансовий інжиніринг – це залежна категорія від інновацій, оскільки спершу з'являється потреба в тих або інших фінансових інноваціях, а згодом інженери створюють нові цінні папери та механізми торгівлі з докладанням усіх своїх практичних навичок і теоретичних знань.

Ключовими причинами, що сприяли виникненню, власне, фінансового інжинірингу, можна назвати глобалізацію фінансової та страхової діяльності, дестабілізацію міжнародних ринків капіталу, податкові асиметрії, індустріалізацію багатьох країн, що розвиваються (наприклад Китай), підшення інформативності суспільства і розвиток інформаційних технологій, посилення нерівномірності економічного розвитку, наукові розробки фінансової теорії, зміни регулюючого законодавства. Підвищення нестабільності на світових і національних ринках переростає у величезні економічні проблеми окремої країни, регіону тощо, і це примушує вчених-економістів вироблять нові підходи щодо забезпечення фінансової стійкості фінансових систем, що спроможні долати ендегенні та екзогенні шоки та дисбаланси.

Фінансова наука стала перетворюватися з аналітичної на інженерну у кінці 80-х рр. У 1988 р. *Дж. Фіннерті* дав формальне визначення фінансовій інженерії, що містить ту саму інноваційну та творчу складову. На його думку, фінансова інженерія включає в себе проектування, розробку та реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів до розв'язання проблем у галузі фінансів. На початок 90-х рр. час від часу термін «фінансова інженерія» почав з'являтися у фінансовій літературі, практики у галузі фінансів почали називатися фінансовими інженерами, а *Chase Manhattan Bank* і *Bank of America* створили у себе фінансово-інженерні департаменти. У 1991 році створено Міжнародну асоціацію фінансових інженерів (*International Association of Financial Engineers (IAFE)*), яка об'єднує в собі групу висококласних спеціалістів.

Нині єдина наукова концепція і термінологія фінансового інжинірингу поки що не сформована через силу молодості даного напрямку, де вчені намагаються прийти до єдиної думки у ході

наукових дискусій. Так, основоположники цього наукового напрямку *Дж. Маршалл* і *В. Бансал* вважають, що фінансова інженірія містить у собі проектування, розробку та реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів до вирішення проблем у сфері фінансів. Отже, автори зазначають важливість нестандартного та творчого підходу у вибудовуванні фінансового процесу та відносин фінансовим інжинірингом.

У праці «Керівництво з фінансового інжинірингу» *К. Зупонідиса*, *М. Думпоса* та *П. Пардалоса* дається таке визначення: дисципліна «фінансовий інжиніринг», незважаючи на свій відносно молодий вік, вже забезпечила унікальну та істотну сукупність знань у сфері фінансових інновацій, що базуються на технічних (числових, моделюючих) методах різних дисциплін. Основна мета моделювання оптимізуючих розрахунків – отримання нової інформації за залишковим ризиком з метою аналізу поверненості та збільшення прибутку. У цьому визначенні фінансовий інжиніринг зводиться до математичного моделювання та економетрики, що певним чином звужує предметну його галузь. Нині таке тлумачення фінансового інжинірингу є неповним, адже він знаходить застосування у багатьох сферах фінансової та страхової діяльності (зокрема в управлінні ризиками фінансових інститутів), винайденні нових фінансових інструментів (зокрема криптовалют), фінансах акціонерних компаній проблеми, що виникають при злитті та поглинанні) тощо. Наприклад, *Ф. Мишкін* тлумачить фінансовий інжиніринг як процес виявлення нових фінансових послуг і продуктів. Нововведення, на його думку, визначають: 1) попит і пропозицію, що пов'язані зі зміною пов'язаних чинників; 2) послаблення законодавчого пресу.

У сфері фінансового інжинірингу набули поширення також і такі західні концепції:

1. Концепція *П. Кудре*, який трактує фінансовий інжиніринг як створення, управління та використання похідних цінних паперів.

2. Концепція *М. К'єперта*, співпрезидента Швейцарської Асоціації фінансових інженерів, який трактує фінансовий

інжиніринг як конструювання фінансових інструментів, зокрема цінних паперів.

Більшість сучасних дослідників дійсно пов'язують фінансові інновації саме з ринком цінних паперів, на користь якого і свідчить концепція *М. К'єперта*, який обмежує діяльність фінансових інженерів лише сферою цінних паперів, а концепція *П. Кудре* – ринком похідних цінних паперів або ринком деривативів.

На ринку деривативів визначення фінансового інжинірингу дозволяє виділити три його основні інструменти:

- об'єднання декількох деривативів в єдиний продукт;
- декомпозиція деривативів;
- створення синтетичного продукту шляхом поєднання декомпозиції і комбінування.

З. Боді., А. Кейн і Дж. Маркус виділяють два ключових поняття фінансового інжинірингу: пакування цінних паперів (*bundling*) і розпакування цінних паперів (*unbundling*), тобто йдеться про створення нових цінних паперів за допомогою пакування базових і похідних паперів в один комбінований фінансовий інструмент або розподіл доходів від активів для створення цінних паперів різних класів. Ці автори розглядають фінансовий інжиніринг як процес створення та розробки цінних паперів із заздалегідь програмованими властивостями, що відповідають потребам інвесторів. Ця позиція доповнюється *С. Россом*, який розуміє під фінансовим інжинірингом «розробку нових фінансових інструментів і методів із використанням для цього вже існуючих з метою пошуку технологій управління фінансовими ризиками на строковому ринку цінних паперів за допомогою операцій хеджування. Він відносить до них форвардні, ф'ючерсні та опціонні контракти, що набули певного поширення і на українському ринку цінних паперів. Як показала світова фінансова криза 2007–2008 рр., міжнародні фінансові потрясіння були викликані масштабними впровадженнями інноваційних розробок фінансового інжинірингу різними економічними суб'єктами саме у цій сфері без відповідного прогнозування та оцінювання ризиків. На світовому рівні було визнано, що фінансова інженерія

Розділ 15. Інноваційні механізми та інструменти управління фінансовими активами

продукує нові технології та інструменти, що дозволяють інвесторам прибутково управляти ризиком за допомогою методу диверсифікації. Але управління ризиками та фінансовий інжиніринг не тотожні, оскільки прикладною функцією фінансового інжинірингу є не тільки управління ризиками.

Існують різні трактування фінансового інжинірингу, зокрема як фінансові інновації, конструювання цінних паперів, запаковування та розпаковування цінних паперів, розвиток нової технології та отримання більшого прибутку, технології управління фінансовими ризиками, перерозподіл грошових ресурсів, ризиків, ліквідності тощо. Отже, єдиного розуміння фінансового інжинірингу не існує.

Застосування індуктивного методу у дослідженні поняття «фінансовий інжиніринг» дозволяє виділити два його напрями (табл. 15.1).

Таблиця 15.1

Напрями фінансового інжинірингу

Підвищення ефективності фінансової та страхової діяльності	Конструювання нових фінансових продуктів
Розроблення та реалізація спекулятивних стратегій у торгівлі цінними паперами та похідними	Розроблення нових похідних фінансових інструментів
Управління ризиками (хеджування)	Розроблення інноваційних продуктів, зокрема структурованих
Спекуляція та арбітраж	Створення нового фіктивного капіталу і забезпечення його руху
Отримання прибутку на основі використання ринкових недосконалостей і незайнятих сегментів ринку цінних паперів	Створення нових конвертованих цінних паперів, що можуть бути обмінені на різні фінансові інструменти
Управління корпоративними фінансами	
Оперативне управління (моніторинг) реалізації проектів	

Отже, *фінансовий інжиніринг* – це сукупність заходів щодо розв’язання завдань підвищення ефективності фінансової та страхової діяльності, зниження її ризиків через рахунок конструювання

нових продуктів і технологій, а також використання різних комбінацій уже існуючих фінансових інструментів з метою задоволення інтересів та потреб учасників фінансових відносин. При цьому це визначення, на відміну від попередніх, містить дві категорії фінансової теорії – «фінансовий інжиніринг» і «фінансовий менеджмент» (табл. 15.2).

Таблиця 15.2

Порівняльний аналіз дефініцій «фінансовий менеджмент» і «фінансовий інжиніринг»

Параметри	Фінансовий менеджмент	Фінансовий інжиніринг
Мета	Ефективне управління існуючими фінансовими інструментами та продуктами	Створення фінансової інновації (фінансового продукту) для підвищення ефективності фінансового менеджменту
Суб'єкти	Фінансові менеджери	Фінансові інженери
Об'єкти	Фінансові інструменти та фінансові продукти	Фінансові продукти

Понятійний апарат фінансового інжинірингу можна доповнити класифікацією самого фінансового інжинірингу. Нині він класифікується як банківський, строкового ринку, корпоративних фінансів, обслуговування домогосподарств, податковий, бюджетний, комбінований тощо (табл. 15.3).

Проведене дослідження дає змогу зробити висновок, що фінансовий інжиніринг розробляється, проектується та реалізується через інноваційні фінансові інструменти й процеси, а також через творчий підхід до розв'язання складних ситуацій у сфері фінансів. Фундамент цього визначення міститься в описуванні сутності фінансового інжинірингу як економічної сфери. Воно не стримує фінансовий інжиніринг будь-якими межами і кордонами. Крім того, його відмінною стало вживання слова «творчий» щодо фінансів. Так, фінансовий інжиніринг порівнюється з мистецтвом. Звичайно, тут існує паралель, адже з точки зору філософії тут є

Розділ 15. Інноваційні механізми та інструменти управління фінансовими активами

відкриті переліки суб'єктів і об'єктів, що міститься у характеристиках самого фінансового інжинірингу. Суб'єктами фінансового інжинірингу є фінансові інженери, їх групи як творці, а також суб'єкти різних секторів економіки (табл. 15.3), що є кінцевими споживачами фінансових інновацій.

Таблиця 15.3

Класифікація фінансового інжинірингу

Ознака	Вид	Підвиди
Суб'єкти фінансових відносин	Сектору загального державного управління	Бюджетний
		Податковий
		Митний
	Місцевих органів влади	Бюджетний
		Податковий
	Фінансовий інжиніринг корпоративного сектору	Корпоративних фінансів реального сектору
		Банківський
		Страховий
		Обслуговування домогосподарств
Сегменти фінансового ринку	Ринку пайових цінних паперів	
	Ринку боргових фінансових інструментів	
	Грошового ринку	
	Ринку капіталу	
	Ринку похідних і структурованих фінансових інструментів	

Фінансові інновації забезпечують учасників ринку маневреністю та мобільністю. Багатогранний засіб для досягнення різних завдань, що пов'язані з цілями вкладення та залучення грошового капіталу, і є фінансовим інжинірингом. Проте досягнення технологій підвищують нестійкість цін і волатильність. Це відіграє вирішальну роль у фінансовому інжинірингу, який повертається до інформаційних технологій. Нині його розвитку сприяють чинники, що підвищують волатильність цін через характеристики фінансового інжинірингу. Важливим є і внутрішньоорганізаційні чинники – необхідність ліквідності та несхильність до ризику суб'єктів господарювання. Усі наведені чинники є поштовхом для розвитку фінансової інженерії як практичної сфери застосування (науки), що перетинається з чинниками її розвитку.

Це особливий метод, елементи якого взаємодіють один з одним: із об'єктивних причин необхідним є виробництво нових фінансових продуктів, що ускладнюють економічні відносини із продукуваннями нових потреб, що несуть за собою ще більш складні фінансові інновації.

У базі фінансового інжинірингу лежать фінансові інструменти, фінансові послуги з відповідними операціями, продукти та комплекси фінансових продуктів.

Щодо фінансових послуг і операцій у складі першої, то операція є послідовністю узгоджених дій, що складають зміст фінансової послуги. Часто відбувається їх підміна, наприклад, у Законі України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 № 2121-III банківські послуги прирівнюються до банківських операцій. Послуга – це діяльність, що надається однією особою іншій з метою задоволення споживчого попиту. *Операція* – процес здійснення будь-чого, який не обов'язково має приносити задоволення потреби, тобто операція є формальною дією. Отже, послуга може бути операцією, включати кілька операцій, а операція не завжди може бути послугою.

Фінансовий продукт – це пакет взаємопов'язаних фінансових послуг й інструментів, які пропонують фінансові корпорації як товар. Відбувається «перемішування» різних видів фінансових послуг, пакети яких продаються у вигляді таких продуктів. Можна зустріти ототожнення продукту та інструменту (продукту і послуги), що набуло особливо широкого поширення у галузі страхування. Наразі «ядром» фінансового продукту є базова номенклатура послуг, адже у кожної фінансової установи своя специфіка діяльності, тому вирізняють банківський, страховий, пенсійний, інвестиційний продукт тощо. У свою чергу, до «периферійних» послуг входять додаткові, які доповнюють основні напрями фінансової діяльності з метою залучення клієнтів, а також задоволення потреб останніх у найкращий спосіб.

Природно, фінансовий інжиніринг та інновації на ринку капіталу спонукають до появи **інноваційного фінансового продукту** – пакета взаємопов'язаних фінансових послуг й інструментів з

новими якостями і характеристиками. Фінансові інновації на ринках капіталу можна розділити на дві категорії: 1) впровадження нових фінансових інструментів (наприклад на ринку деривативів – свопціонів, кредитних деривативів, лізингових опціонів тощо); 2) інноваційне поєднання фінансових послуг, що дозволяє винаходити нові фінансові продукти страхового, інвестиційного, банківського та інших ринків з метою задоволення потреб клієнта, страхування ризиків, фінансового забезпечення інноваційної діяльності тощо. Може відбуватися комбінування кількох фінансових інструментів (послуг) в один продукт, декомпозиція продукту, суміщення комбінування і декомпозиції у створенні синтетичного продукту.

Одним із важливих інструментів фінансової інженерії є врахування податків і регуляторних обмежень. Так, фінансові інновації вважаються непередбачуваним удосконаленням у ряді фінансових продуктів та інструментів, що викликані непередбачуваними змінами у сфері оподаткування та регуляторних обмежень. Для ілюстрації можна навести такі приклади:

- ринок єврооблігацій виник як протипага рішенням Уряду США утримувати у джерела виплати доходів за облігаціями, що розміщені в США серед іноземних інвесторів, податку у розмірі 30 %;

- облігації з нульовим купоном стали відповіддю на помилку податкової служби США, яка розраховувала щорічні податкові вирахування виходячи з просто усунутого, великий попит на облігації з нульовим купоном зберігся з боку японських корпорацій, оскільки за національним законодавством дохід за цими інструментами прирівнювався до приросту капіталу та не обкладався податком;

- валютні ф'ючерси виникли після усунення Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів;

- ринок євродоларів є наслідком так званого «Правила Q», за яким було встановлено межу на розмір відсоткових ставок, що виплачуються за вкладками у комерційних банках США;

- свопи з'явилися після того, як Уряд Великобританії ввів заборону на фінансування британських фірм у доларах і фінансування зарубіжних фірм у фунтах стерлінгів.

Тож однією з основних функцій фінансових інженерів, поряд з роллю посередників і генераторів ідей (інноваторів), є пошук законодавчих прогалин. «Законники» вивчають системи бухгалтерського обліку і податкове законодавство, шукають можливості арбітражу за рахунок наявних там асиметрій. Отже, коли така прогалина стає загальновідомою, то вносяться відповідні зміни у законодавство. Однак адаптивні механізми законодавства можуть бути повільними, і протягом деякого часу зберігаються можливості для використання його недосконалості.

Фінансовим інженерам властиво багато спільного, але вони не створюють єдиного клану. Їх класифікують на квант джоків (*quant jocks* – жаргонне прізвисько математиків, які конструюють і розробляють стратегії на базі детального аналізу історичних закономірностей і складних математичних рівнянь) і опортуністів (від слова *opportunity* – можливість), які шукають зручні ситуації і намагаються використувувати будь-яку можливість з користю для себе, причому діють швидко і рішуче до того, як виникне вірогідність зміни цін, поки не втрачений останній клієнт і не з'явився будь-хто з кращою ідеєю.

Розвиток інструментарію фінансового інжинірингу на ринку цінних паперів за останні два десятиліття є наслідком впливу двох груп факторів – зовнішніх і внутрішніх. Перша група включає в себе посилення коливання цін, всесвітню глобалізацію товарного та фінансового ринків, податкові асиметрії, досягнення науки та технології, успіхи фінансової теорії, посилення конкуренції та операційні витрати. Друга – пов'язана з чинниками, що їх суб'єкт господарювання може контролювати. До них відносять потребу у ліквідних засобах, несхильність до ризику керуючих і власників компанії, відмінність інтересів цих груп, розрив між високим рівнем професіоналізму керуючих інвестиціями і поверхневим рівнем підготовки старшого персоналу.

15.3. Інструментарій фінансового інжинірингу

Сукупність знань, що складають теорію фінансової інженерії, включають теорію фінансів, економічну теорію, економіко-математичні методи, положення бухгалтерського обліку, нормативно-правові акти. У склад її інструментарію відносять як традиційні фінансові інструменти (акції та облігації), так і зростаюча кількість нетрадиційних інструментів (похідних і гібридних). Операційні схеми фінансового інжинірингу базуються на отриманні рішень за допомогою певного поєднання теоретичних конструкцій та фінансових інструментів.

І, власне, це стало передумою перетворення фінансової науки з описової дисципліни, що бере свій початок з роботи *Г. Марковіца* (1952), що заклала основи сучасної фінансової, зокрема портфельної теорії. У ній автор запропонував математичну модель формування оптимального портфеля цінних паперів, а також навів методи побудови таких портфелів за визначених умов. До того, як портфельна теорія дістала свого розвитку, інвестори не володіли аналітичним інструментарієм для відповіді на ці питання. Головна заслуга цієї теорії полягає в можливості отримання кількісної оцінки диверсифікації з метою досягнення максимальної вигоди.

За побудови портфеля за *Г. Марковіцем* використовують стратегію наївної диверсифікації (*naive diversification*), що полягає у вкладенні коштів у певну кількість акцій або інших типів активів і сподівань, що варіація очікуваної дохідності портфеля буде малою. У цьому випадку мета інвестиційного консультанта – побудова портфеля, що буде максимально відображати «фінансову індивідуальність» клієнта-інвестора. Консультант вважає, що кожний тип інвестора має свої «уподобання», які можуть бути повністю реалізовані достатньо тонкою «підгонкою» портфеля під ці уподобання. При цьому зовсім не звертається увага на рівень кореляції активів всередині кожної категорії. Концентрація інвестицій в єдиній категорії активів призводить до більшого ризику, оскільки в кожній з них висока коваріація дохідностей

активів. Як правило, останні одночасно зростають, але і одночасно знижуються. Тому існують інші, кращі способи диверсифікації.

На відміну від стратегії наївної диверсифікації в центрі уваги стратегії диверсифікації *Г. Марковіца* розміщений передусім рівень коваріації дохідностей активів портфеля. Ця стратегія полягає у виборі тих активів, дохідності яких мали б меншу додатну кореляцію. При цьому існують два заперечення проти використання варіації як оцінки ризику:

1) варіація враховує відхилення в обидві сторони відносно середнього значення. Інвестор при цьому не розцінює перевищення реальної дохідності над очікуваною як несприятливий результат. Тому багато дослідників вважають, що при оцінці ризику не повинні враховуватися випадки, коли можлива дохідність вища за очікувану. *Г. Марковіц* розумів цей недолік варіації і пропонував оцінку ризику, що враховувала б лише випадки зниження дохідності відносно середнього значення – напівваріацію. Однак складнощі розрахунку, що були пов'язані з використанням напівваріації, призвели до того, що в своїх працях *Г. Марковіц* був змушений обмежитися звичайною варіацією;

2) варіація є нечутливою до асиметричності розподілу відхилень від середнього значення. У випадку несиметричних розподілів доводиться користуватися іншими характеристиками, наприклад, коефіцієнтом асиметрії. *Г. Марковіц* не розглядав подібні характеристики у своїй теорії. Використання варіації можна виправдати, базуючись на емпіричних дослідженнях, що підтверджують відносну симетричність статистичних розподілів дохідностей акцій. Оскільки вважається, що для прийняття рішення інвестор розглядає тільки очікувану дохідність і варіацію, а теорія портфеля у формулюванні *Г. Марковіца* отримала назву дво-параметричної моделі (*two-parameter model*).

Варто погодитися з *П. Бернстайном*, який у своїй праці «Фундаментальні ідеї фінансового світу: еволюція» пише про те, що комп'ютерна модель *Г. Марковіца* та його колег відкриває вражаючі можливості для проведення складних експериментів. Передусім вона не є моделлю ринку як такого, а являє собою

інструмент, що дозволяє дослідникам створювати моделі ринку із довільними вхідними параметрами. Інвестори – не єдині дійові особи, які володіють вхідними параметрами. До гравців входять також аналітики з цінних паперів та статистики, портфельні менеджери та трейдери.

Вплив теорії *Г. Марковіца* став суттєвішим після появи в кінці 50-х початку 60-х рр. ХХ ст. робіт *Дж. Тобіна* з аналогічних проблем. При цьому потрібно виявити відмінності у підходах цих вчених. Так, *Г. Марковіц* акцентував увагу на мікроекономічному аналізі, тобто поведінці окремого інвестора, який формує оптимальний щодо дохідності й ризику портфель. Спершу взагалі ця модель стосувалася здебільшого портфеля акцій, тобто ризикових активів. *Дж. Тобін* запропонував включати в аналіз безризикові фінансові інструменти, наприклад державні облігації. Його підхід можна вважати макроекономічним, оскільки об'єктом вивчення є розподіл сукупного капіталу в економіці на дві форми: гроші та цінні папери. У роботах *Г. Марковіца* основна увага була зосереджена на математичному аналізі наслідків вихідних постулатів теорії й розробці алгоритмів розв'язання оптимізаційних задач, а не на економічних постулатах. Основою підходу *Дж. Тобіна* став аналіз чинників, що примушують учасника ринку цінних паперів формувати портфель активів, а не тримати капітал у будь-якій одній формі.

В умовах різних шоків і дисбалансів на ринку цінних паперів цінність диверсифікації не підтвердилася, оскільки в цей час корелюють активи, які не мають такої властивості. При цьому всі портфелі індивідуальних, корпоративних та інституційних інвесторів зазвичай використовують принцип диверсифікації. Останнім часом в США навіть з'явилися «кореляційні департаменти» – підрозділи, які будують свій бізнес на пошуку кореляції між активами з наступним продажем більш дорогих з них і придбанням більш дешевих. Поки кореляція зберігається, куплені активи хеджують ті, що були продані. Ця ідея стала знову популярною всього через кілька років після того, як у серпні 1998 р. крах фонду *LTCM*, що спеціалізувався на цих стратегіях, і, здавалося,

поставив на них крапку. На той час некорельовані до цього позиції фонду раптово стали корельованими. В один момент моделі, що були засновані на підгонці під колишні дані, стали неспроможні знижувати ризик швидко й низькими витратами. Фундаментальним припущенням більшості моделей управління ризиками є те, що негативні події з'являються випадково, а факт появи сьогодні великого збитку не означає, що високою є вірогідність появи більшого збитку завтра. На жаль, у серпні 1998 р. події, які моделі управління ризиками прогнозували як маловірогідні, відбувалися кілька разів на тиждень.

Остання світова криза також довела, що не тільки кореляції не витримуються, але й різні активи мають різний рівень ліквідності, тому хеджування більш ліквідних менш ліквідними під час криз не працює, навіть якщо критерії портфеля відповідають показникам кореляції. Таким чином, правило диверсифікації як основний спосіб зменшення ризиків не працює в умовах системних потрясінь.

Подальший розвиток теорія Г. Марковіца отримала у 60-ті рр. XX ст. у теорії *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, що пов'язала систематичний ризик і дохідність портфеля цінних паперів. Для побудови ефективної границі, що відіграє важливу роль у *CAPM*, істотним є припущення про ідентичне сприйняття ринку всіма інвесторами, іншими словами, їхні оцінки очікуваних дохідностей активів, варіацій і коваріацій співпадають. Таке припущення носить назву «однорідність очікувань» (*homogeneous expectations assumption*).

Ефективний портфель Марковіца будувався для портфелів з ризиковими активами. Про побудову ефективного портфеля за наявності безризикового активу до сьогодні не йшлося. У *CAPM* передбачається не тільки наявність безризикового активу, але й можливість інвестора брати та давати в борг під відсотки, що виплачуються за безризиковою ставкою. Усі попередні припущення стосувалися поведінки інвестора у разі прийняття інвестиційних рішень. Необхідно також зробити ряд припущень про характеристики ринку капіталів, на якому укладаються угоди. По-перше,

передбачається, що ринок капіталів є досконало конкурентним, тобто кількість продавців і покупців досить велика і жоден інвестор не може впливати на ціни активів. Отже, інвестор лише приймає, але не впливає на ринкові ціни, що визначаються взаємодією попиту та пропозиції. По-друге, передбачається, що немає операційних витрат або перешкод, що перешкоджають вільному попиту та пропозиції активів. Подібні витрати і перешкоди економісти називають ринковим тертям (*frictions*). Пов'язані з «тертям» витрати звичайно призведуть до того, що або покупець має платити більше, або продавець одержує менше. Для фінансового ринку «тертя» реалізується у вигляді комісійних, що сплачуються брокерам, чи спреду цін купівлі/продажу, що присвоюються дилером. До неї також входять податки та трансферні платежі.

У 1960-х рр. роботи вищезазначених учених були присвячені одному питанню: припустимо, що всі інвестори володіють однією і тією ж інформацією, однаково оцінюють дохідність і ризик окремих акцій. Припустимо також, що всі вони формують свої оптимальні, з точки зору теорії Г. Марковіца портфелі акцій, виходячи з індивідуальної схильності до ризику. Як у цьому випадку складуться ціни на ринку акцій? У такому разі *SAPM* можна розглядати як макроекономічне узагальнення теорії Г. Марковіца.

Варто зазначити, що *SAPM*, як і портфельна теорія Г. Марковіца, є абстрактним, теоретичним уявленням про реальний світ капіталу. Як і будь-яка теорія, вона базується на низці ідеалістичних припущень, що дозволяють використовувати при її викладі математичну логіку. *SAPM* неодноразово підлягала нищівній критиці, особливо в роботах Р. Ролла, С. Росса, а також Е. Брігхема і Л. Гапенські.

Окремо зупинимось на існуванні безризикового активу, існування якого передбачає модель, в світлі останніх подій на ринку капіталу США. Так, через кризові явища в іпотечному секторі з квітня по червень 2008 р. збитки компаній *Fanny Mae* і *Freddie Mac* перевищили 3,1 млрд дол., що загрожувало рефінансуванню, які його агентства мали здійснити у вересні. Це означало їх потенційне банкрутство та загальну глобальну паніку. Щоб уникнути

цього, уряд США фактично їх націоналізував і вніс до капіталу компаній додаткові 25 млрд дол. На додаток до цього він надав їм по 100 млрд дол. кредиту до грудня 2009 р. У день оголошення долі агентств майже непомітно на ринку з'явилася нова, потенційно загрозлива аномалія: з'явилися кредитні свопи на зобов'язання уряду США (*CDS*) на п'ять років. Вони досягли 15 базисних пунктів (б. п.), що надзвичайно дорого, оскільки історично зобов'язання США слугують світовим еталоном, порівняно з яким розраховуються ціни всіх боргів. Тепер цей еталон відхилився від нуля, а фактично означало, що борги всіх і кожного мають подорожчати на 15 б. п., а крім того, має бути переглянута вся концепція «безризикового» активу, що лежить в основі світових фінансів.

На практиці інвестор стикається з різними видами ризику, що впливають на його добробут, майбутнє споживання товарів і послуг тощо. При цьому можна навести три приклади: 1) ризик, що пов'язаний з невизначеністю майбутніх доходів; 2) ризик, що пов'язаний з невизначеністю майбутніх цін; 3) ризик, що пов'язаний з можливістю майбутніх інвестицій. Врахування видів ризику привело американського дослідника *Р. Мертона* до вдосконалення *CAPM*, яке виходить з принципу оптимізації інвестором «майбутнього споживання» з урахуванням неринкових джерел ризику, від яких воно залежить. Ці джерела ризику зазвичай називають факторами, тому модель *Р. Мертона* отримала назву багатфакторної *CAPM* (*multifactor CAPM*). Крім того, *Р. Мертон* ввів теорію: акціонери володіють усім доходом компанії після сплати її боргу, тобто у випадку банкрутства акціонери обмежують свій ризик лише втратами своїх інвестицій. Це може означати, що і власники облігацій також втрачають всі свої інвестиції або більшу їх частину.

Під час останньої кризи відбувається все навпаки: втрачають акціонери, а не власники облігацій (старших траншів). Так на Заході відбувалося майже у всіх випадках, коли банки потрапили під державний контроль або були куплені за безцінь конкурентами (за виключенням банкрутства *Lehman Brothers*). Пропонується

внести в теорію поправку на системоутворюючі банки і в цілому на регульовану сферу економіки. Уряди не можуть ні зупинити подачу тепла в дім, ні покинути без допомоги банки з великою кількістю депозитів. Вони карають власників (акціонерів) або закликають їх «розмивати свої права на компанію», залучаючи новий акціонерний капітал, або просто націоналізують банки». Отже, теорія *Р. Мертона* дала збій через втручання регуляторів.

У другій половині XX ст. подальший розвиток нової фінансової науки визначався реаліями на фінансових і товарних ринках, що полягали у підвищенні коливань валютних курсів, відсоткових ставок і товарних цін, глобалізації ринків і посиленні конкуренції одночасно в промисловому і фінансовому секторах. Фінансові продукти та послуги, що пропонували клієнтам, ніхто не купував, а посередники також відмовлялися використовувати старі фінансові інструменти. Щоб вистояти в нових умовах, фінансові інститути повинні були винайти нові продукти і послуги, які доведуть свою дохідність. Отже, процес фінансової інженерії розпочався тоді, коли ситуація на фінансовому ринку вимагала введення інновацій. Навіть компанії, які не постраждали через зміни в економіці, охоче використовували нові наддохідні фінансові продукти і послуги для збільшення свого добробуту.

Подальші досягнення у технологіях обробки інформації дозволили змістити центр ваги методології оцінювання похідних фінансових інструментів з вивчення формальних моделей на отримання реальних рішень, але трудомістких з точки зору обчислення. Оскільки складні похідні можна розкласти на сукупність більш простих, стало можливим оцінювати і складні фінансові інструменти, що у підсумку привело до величезного збільшення кількості фінансових продуктів, їх різноманітності та складності.

Більшість досягнень фінансової інженерії, – революція в розробці нових інструментів, стратегії торгівлі, способи досягнення певних кінцевих результатів, великі фінансові операції тощо, – з'являються на рівні фінансових установ, зазвичай інвестиційних або комерційних банків. Ці обставини і стали однією з причин кризи ліквідності у значної кількості банків, погіршення якості

активів фінансових установ, падіння основних фондових індексів у другій половині 2008 р. Ні в США, ні в Європі у влади не було шансу вловити всі аспекти ризиків, що переховував у собі цей новий світ складних фінансових інструментів. Навіть центральні банки не мали підстав не довіряти учасникам галузі, де банки контролювали позичальників, аудитори і рейтингові агентства контролювали банки, а інвестори задля спасіння своєї шкіри контролювали всіх.

Усі економічні кризи XX ст. можна пов'язати з нерухомістю, коли відсутній механізм зворотного зв'язку. Він полягає в тому, що нерухомість слугує предметом застави: зі зростанням цін на неї зростають заставна вартість і кредити, що забезпечують цю вартість. До кризи банки приходять з величезним заставним портфелем нерухомості, причому всі одночасно. Потім вони так само намагаються реалізувати цю нерухомість, обвалюючи її вартість, і, разом з тим, втрачаючи більше, ніж передбачали. У результаті банки зазвичай просто не можуть нічого реалізувати і стають неліквідними.

Цей сценарій повторився у 1990-ті рр. в Японії, Великобританії, Північній Європі, Південно-Східній Азії. Згодом через цей сценарій у рецесію вже потрапили Іспанія, Ірландія і Великобританія. І тепер загроза полягає не в тому, що обвалилися ринки облігацій, і не в тому, що падають ринки акцій. Реальна проблема в тому, що все відбувається на фоні або краху цін на нерухомість, або омертвіння цього ринку майже в усіх країнах світу. Дійсно, коли у 2000 р. лопнула «бульбашка» *NASDAQ*, спекулятивні очікування перемістилися в сектор нерухомості. Почалося безпрецедентне зниження облікової ставки, а у 2004 р. вона досягла смішного рівня у 1 %. Гроші поступово знецінювалися, що призвело до кардинальної зміни поведінки банків. Уже не клієнти просили банк видати кредит, а самі банки з ентузіазмом розпочали гонитву за позичальниками з буквальним нав'язуванням їм грошей. У цей період банки стали пропонувати позичальникам такі фінансові продукти:

1) кредит з варіаційною ставкою *ARM* (*adjustable rate mortgage*). Ставка за цим кредитом залежить від облікової ставки ФРС, тому здавався позичальникам дуже вигідним;

2) кредит з негативною амортизацією *NegAm* (*negative amortization mortgage*). Позичальник спочатку взагалі сплачує невелику частку відсотків за боргом (з розрахунку 1–2 % річних з урахуванням того, що сам кредит видається під 6 % або близько того). При цьому основна сума боргу зростає за рахунок ще не виплаченої частини відсотків, у середньому до 115 % від початкового кредиту. Через кілька років виплат і зростання ставок позичальнику загрожує банкрутство;

3) кредит 2/28 (*two-twenty-eights*) – різновид *NegAm*, в якому платежі поділені на перші два роки та наступні 28 років. Перші два роки позичальник сплачує відсотки, нижчі за облікову ставку, а потім відсоткові платежі починають збільшуватися як фіксоване додавання до величини відсоткової ставки і досягають у кращому випадку вже близько 8 % (у гіршому – 10–12 %).

Вірогідні величезні складнощі з виплатами за такими кредитами не дуже турбували не тільки банкірів, але й позичальників: на зростаючому ринку вони брали іпотечний кредит з метою перепродажу будинку іншому покупцю, зазвичай такому самому позичальнику. Усе це надавало системі злоякісних ознак фінансової піраміди. У підсумку іпотечний борг США зріс до фантастичної цифри у 14,3 трлн дол., що можна порівняти з обсягами всього річного ВВП США у 2008 р.

Традиційно банки видавали кредит позичальнику і тримали його «на балансі» до повного погашення. З 2000 р. банки та іпотечні компанії почали активно продавати позики інвестиційним банкам, які, в свою чергу, «перепаковували» їх у облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями (*CDO* – *collateralized debt obligation*). У процесі цієї сек'юритизації іпотечних боргів виник класичний конфлікт інтересів – банки опинилися зацікавленими у приховуванні справжньої якості виданих кредитів. Зазвичай *CDO* є сумішшю іпотечних кредитів різної якості – стандартного (кредити надійним позичальникам) і субстандартного, тож облігаційний

випуск у підсумку міг отримати найвищий кредитний рейтинг *AAA*. Така висока якість облігацій забезпечувалася аудитором, які конкурували між собою за контракти банків на аудит, а рейтингові агентства конкурували між собою за контракти банків на отримання рейтингу. За підрахунками *Дж. Сороса*, у період з 1998 по 2007 рік доходи одного тільки рейтингового агентства *Moody's* від присвоювання рейтингу структурним інструментам зросли майже у п'ять разів.

Таким чином, виникла ціла індустрія трансформування іпотечних кредитів (сек'юритизації, або «переупаковки») в облігації, завдяки чому банки змогли знайти джерело рефінансування свого кредитного портфеля і зменшити свої ризики: тепер кредитний ризик з невиплати кредитної позики несли інвестори. Останні отримали необхідний новий фінансовий інструмент, особливо зважаючи на швидке зростання активів пенсійних та інвестиційних фондів, які шукали прийнятні напрями вкладення коштів населення. При цьому цим фінансовим інститутам ще й пропонувалася «страховка» у вигляді *CDS* (*credit default swap*) – кредитно-дефолтного свопу, ціна якого змінюється залежно від зміни оцінки кредитної якості позичальника. З її збільшенням знижується відсоткова ставка, що її сплачує позичальник. Різниця у відсоткових ставках позичальників кращої кредитної якості (уряду США) та іншими групами позичальників є спредом, і зміна ціни *CDS* окремого позичальника залежить від зміни його спреда. Якщо у застрахованій компанії покращується фінансова ситуація, то зростає кредитна якість: вона менше сплачує за борг, тож її спред зменшується.

CDS можна розглядати як страховку від дефолту позичальника. Продавець в обмін на страхову премію надає покупцю страховку, тобто у випадку неплатоспроможності застрахованої компанії продавець сплачує покупцю страхове відшкодування. У випадку дефолту компанії, на яку виписано страховку, покупець повинен відшкодувати збиток або викупити будь-яке боргове зобов'язання компанії за первісною ціною, хоча після банкрутства його вартість становить 10–20 % від первісного рівня.

Усі державні регуляторні інстанції – від федерального резерву до головного валютного контролера (США) – дозволили застосовувати *CDS*, причому таким чином, що операції з ними були за балансовими, не відображались у бухгалтерських книгах і на рахунках. Поступово з деривативної екзотики вони перетворилися на масовий продукт. Їх почали використовувати такі світові фінансові гіганти, як *Deutsche Bank*, *UBS*, *Barclays*, *Royal Bank of Scotland* і *Societe Generale*. Ситуація, до якої потрапили вони, а також інші банки та хедж-фонди, які продавали *CDS*, на сьогодні гірша, ніж до кризи. Це ринок з шаленим ризиком. Якщо один з учасників не виконує своїх зобов'язань перед іншим, то останній може втратити величезні кошти.

Щодо похідних, то вони віками викликали загрозу, але потреба в них була такою великою, що регулятори були вимушені дозволити їх використання. Історія, безперечно, повторюється: на кожній стадії розвитку фінансового ринку виникають проблеми з певною групою інструментів. Той факт, що у кризі винен один з класів похідних, не означає, що його треба відмінити. Адже ніхто не відміняв випуск облігацій через те, що деякі з них пішли в дефолт.

До інструментарію, що використовується нині у фінансовому інжинірингу сьогодні, можна віднести:

- психологію емоцій, де існують конкуруючі точки зору щодо співвідношення розуму й емоцій. При цьому фінансову нестабільність можна пояснити як ланцюг подій, у якому конфлікт між реалістичним мисленням і фантазією вирішується на користь останньої;

- поєднання надбань інституціоналізму і досліджень у галузі когнітивної психології, яка дозволяє пояснити явища, пов'язані із законом малих чисел, оцінюванням значимості інформації залежно від легкості її запам'ятовування або частоти одержання тощо;

- економіку вражень. Зокрема, вказується на те, що споживачі втомилися від стандартизованої продукції і намагаються отримати штучний товар, тому потрібно орієнтуватися на відчуття

споживача. Споживча цінність пропозиції може бути виражена формулою «споживач – як – герой». Адаптуючи цю розробку до ринку цінних паперів, можна виділити такі типи потенційних покупців цінних паперів: 1) «бездіяльне занурення» – використання інформаційної реклами, що розрахована на різних суб'єктів економіки, де створюється позитивний образ користувача – власника цінних паперів і привід задуматися над тим, яку саме модель фінансової поведінки обрати; 2) «пасивне поглинання» – формування комплексу пасивного інвестування, що базується на рідкій увазі до свого портфеля. Тому прийнятним варіантом наразі є закриті інститути спільного інвестування, компанії зі страхування життя і пенсійні фонди із забезпеченням приросту капіталу у довгостроковій перспективі; 3) «активне поглинання» із готовністю до навчання і підвищення фінансової грамотності; 4) «активне поглинання», що притаманне професійним учасникам ринку цінних паперів. Для них маркетинг не є вирішальним, оскільки він зосереджений на пошуку й аналізі інформації.

Кожний із цих типів фінансової поведінки пов'язаний, насамперед, з віковими, соціальними і психологічними особливостями конкретного покупця цінних паперів. Отже, для успішного позиціонування певних цінних паперів необхідно обирати цільового покупця і використовувати схему позиціонування з акцентом на «героя»;

– нейроекономіку, що використовує у своїх дослідженнях томограф і демонструє неймовірні результати. У функціонуванні ринку цінних паперів можна навести приклад гри на біржі: з'ясувалося, що логічно, раціонально думають, як правило, новачки, у яких працює передня частина мозку, а професіонали, які задіюють інші частини мозку, приймають рішення автоматично і застосовують так зване «правило великого пальця» (*rule of thumb*), тобто один зі звичних рутинних способів поведінки. Цей приклад наочно показує, як можуть взаємодіяти психологія і фінансова теорія, хоча ще не так давно ставлення більшості економістів до поведінкових досліджень характеризувалося як «агресивна недопитливість»;

— математичні закони термодинаміки, що їх у середині ще у ХХ ст. було застосовано нобелівським лауреатом з економіки *П. Самуельсоном* (1970). Подібність макроекономіки й термодинаміки вражає, а перспектива використання досягнень останньої у дослідженнях з економіки є багатообіцяючою. Успіху застосування термодинаміки в інших галузях, що перебувають за межами фізики, таких як теорія інформації або біологія, можна досягти за умови строго визначення її базових понять. У фізиці існує велика кількість прикладів успішного застосування методу аналогій. У контексті фінансової науки і її зв'язку з термодинамікою це дає можливість не лише описувати та глибоко розуміти економічні процеси і рух ресурсів на ринку цінних паперів, але й отримувати для них кількісні залежності.

Перший закон термодинаміки: сума чистого тепла, що подається у мережу, і чистої роботи системи дорівнює нулю. Наводячи аналогію з ринком цінних паперів, матимемо фінансові установи, які спроможні поглинати фінансові ресурси без їх відображення. Завдання державного регулювання – не допустити розвитку фінансових інститутів – «абсолютно чорних тіл», які, немов «гарячі ножі», розрізають фінансовий «пиріг» на свою користь.

Другий закон термодинаміки: тепло не може перейти від холодного тіла до гарячого без будь-яких інших змін у системі (тобто без нагрівання холодного тіла). На ринку цінних паперів зменшуватимуться трансакційні витрати, що стосуються посередницьких послуг.

І, нарешті, третій закон термодинаміки: за прямування температури до абсолютного нуля ентропія (міра безпорядку) системи наближається до постійного мінімуму. Стосовно ринку цінних паперів це означатиме, що держава може створити такі умови його розвитку, за яких ентропія зводитиметься до нуля.

Останнім часом в економіці став використовуватися термін «турбулентність», під якою у природничих науках розуміють рух у суцільному середовищі, за якого спостерігається формування вихорів у результаті пульсації швидкостей в окремих локальних

областях. Якщо у фізиці турбулентність визначається енерготехнологічними процесами, то в економіці – транспортно-кінетичними фінансовими процесами. В основі останніх лежить безрозмірний комплекс:

$$L = - A \times \Phi \times T / (A \times \Phi^2 + T), \quad (15.1)$$

а також гносеологічний початок: потік ймовірності прямо пропорційний градієнту щільності ймовірності. Турбулентність у наведеному комплексі (у світовій економіці) визначається параметром T :

$$T = Re + 1. \quad (15.2)$$

Фізичний (фінансовий сенс) параметр T зводиться до відношення двох фінансових потоків: повного фінансового потоку (з інвестиційними та іншими стимулюючими компонентами) до потоку, який визначається лише природними економічними процесами всередині суб'єкта (країни, Єврозони тощо). Тоді у нашому дослідженні турбулентність на ринку цінних паперів являтиме відношення повного фінансового потоку з інвестиційними компонентами до потоку, який визначається економічними процесами усередині самого ринку.

З іншого боку, сучасні теорії довгих хвиль розкривають механізм переходу економіки від режиму зростання у режим фінансової турбулентності, що виникає, коли існуючий технологічний уклад досягає свого піку, зростають ціни на енергоносії, а також інші монопольні товари. У підсумку знижуються показники розвитку реального сектору, а фінансові ресурси спрямовуються на обладнання у фінансовому секторі через підвищення ролі ринку цінних паперів і його інститутів із спекулятивними стратегіями, а також зростання швидкості укладання угод. Як доведено у багатьох дослідженнях, вихід на нову хвилю економічного зростання після фінансового колапсу виникає після формування передумов для нового технологічного укладу. Природно, цей процес супроводжується глобальною конкуренцією, збільшенням інвестицій, а також посиленням державного регулювання.

15.4. Криптовалюти та технологія блокчейн

Поява криптовалют кардинально змінила уявлення про світ фінансів та принципи ведення бізнесу. Її пов'язують з криптоекономікою (цифровою економікою), в основі якої лежить принципово нова технологія – блокчейн. Незважаючи на домінуюче ставлення до криптовалют як фінансового спекулятивного інструмента, з економічної, соціальної та культурної точок зору пояснення феномену криптовалют, що регулюються жорсткими законами математичних обчислень, лежить за межами фінансів.

Криптовалюта – це децентралізована валюта із захистом від повторного використання, що базується на досягненнях сучасної криптографії. Найбільш відомою криптовалютою є біткоїн, створений у 2008 р. дотепер невідомим математиком під псевдонімом *Сатоши Накамото*. *Bitcoin* створювався протягом двох десятиліть досліджень і розробок анонімних ентузіастів. Перша електронна готівка *DigiCash* з'явилася в 1990 р. завдяки зусиллям криптографа *Девіда Чома*. Однак система *DigiCash* мала істотні недоліки порівняно з *Bitcoin*: вона була централізованою, закритою і не відповідала технічним можливостям комп'ютерів того часу. Фірма *Чома* збанкрутувала у 1998 р. саме перед масовим поширенням і комерціалізацією Інтернету.

В основі ідеї *Bitcoin* лежить ідея штучно створити не «папірці», що представляють реальні гроші, а електронну валюту з тими властивостями золота, завдяки яким воно є ідеальними грошима. Однак НБУ вважає, що криптовалюта є грошовим сурогатом і має бути заборонена, оскільки не має ознак, що властиві національним валютам.

Bitcoin має такі властивості:

- 1) нематеріальність (знаходиться виключно в мережі Інтернет);
- 2) непідконтрольність (навіть самому винахіднику);
- 3) анонімність (власників виявити неможливо);
- 4) наявність вартісної основи (на майнінг біткоїнів витрачаються ресурси, але не людські, а комп'ютерні);

5) умовно обмежений ресурс завдяки введенню функції швидкості сумарно видобутих біткоїнів від часу, яка є обернено пропорційна; з часом знижується та наближається до нуля. На 2025 р. очікується кількість біткоїнів в обсязі 21 млн;

6) відкритість і доступність для кожного (будь-яка людина може простежити всі трансакції в процесі «майнінгу» будь-якого біткоїна).

Усі перелічені властивості забезпечують ті якості біткоїну, що роблять його достатньо надійними грошима.

У правовому розумінні сутності біткоїна існують розбіжності. У деяких країнах, наприклад у США, криптовалюта вважається майном, що підлягає оподаткуванню. Комісія з цінних паперів і фондового ринку США зазначає, що залежно від конкретних характеристик криптовалюти вони можуть вважатися цінними паперами. Це стосується випадків, коли віртуальний інструмент містить риси інших інструментів або активів. У такому випадку, наприклад, *ICO (initial coin offering)* має відповідати правилам і вимогам випуску цінних паперів.

У квітні 2017 р. уряд Японії офіційно визнав біткоїн платіжним засобом, що виконує функцію валюти, але офіційною грошовою одиницею залишилася лише єна. Південна Корея має намір легалізувати криптовалюту, а Венесуела вже вводить власну криптовалюту (петрокоїн). У 2017 р. потужний банк Південної Кореї *Shinhan Bank* оголосив про запуск блокчейнів-платформ для зберігання біткоїн-гаманців.

Одним із ключових моментів є специфіка механізму видобутку біткоїнів на основі застосування **криптографічного методу *proof-of-work*** – це обчислення, що повинні проводитися достатньо довго. Проте довести, що вони були, можна миттєво. Надійність біткоїну полягає в тому, що кожна трансакція необоротна та підтверджується їх блоками, які відповідають певним вимогам. Ці блоки об'єднуються в ланцюг і доступні всім для перегляду у вигляді єдиної бази даних (блокчейн).

Технологія блокчейн – це ланцюг блоків даних у форматі *JSON*. Кожен блок містить усю необхідну для функціонування

мережі інформацію, свій порядковий номер і хеш-суму (шістнадцятизначне число) попереднього блоку. У першому блоці такої хеш-суми немає. Хеш має задовольняти вимоги: повинен починатися з певної кількості нулів, тобто має бути менше параметра під назвою *bits*. Цей механізм дозволяє надійно зберігати всі необхідні дані в мережі, адже якщо змінити хоча б один символ у блоці, то його хеш зміниться повністю і всі нулі зникнуть. Увесь ланцюг можна перевірити на валідність на спеціальному сайті – *Bitcoin Block Explorer*, тому двічі продати біткоїн неможливо. Надійний механізм шифрування, що використовується в *SSL*, в *SSH* і навіть у банківських мережах, має 100-відсотковий захист від злому. За експертними оцінками, щоб зламати мережу біткоїнів, не вистачить потужностей усіх суперкомп'ютерів світу.

Незважаючи на те, що хеш-функція обчислюється за суворим математичним алгоритмом, майнінг з метою пошуку хешу можливий за рахунок параметра *nonce*. Програма-майнер просто перебирає різні значення *nonce*, одне за іншим обчислюючи значення хеш-блоку, і якщо буде отримано хеш, що відповідає заданому параметру складності, то той, хто його отримав, отримає нагороду у вигляді нових біткоїнів і комісій усіх транзакцій, включених до блоку.

Тому, хто згенерував блок, де розташована ця транзакція, спрямовується 50 монеток. Це своєрідна винагорода за витрачений час і ресурси на генерацію блоку. Створюючи новий блок у ланцюгу, клієнт вносить вклад у роботу *Bitcoin*. З 2009 р. до грудня 2012 р. сума винагороди за один видобутий блок становила 50 *BTC*. Згодом це число знизилося до 25 *BTC*. Коли кількість видобутих біткоїнів перевищує половину, нагорода зменшується в 2 рази. Коли їх кількість дійде до 75 %, нагорода впаде ще у 2 рази і так далі.

У вересні 2010 р. біткоїн торгувався на рівні 6 центів і був поза увагою інвесторів. У той же час *Elliott Wave Theorist* опублікував спеціальну доповідь про криптовалюту, відзначивши її величезний потенціал як валюти і прогнозуючи, що ідея приватних валют повинна бути популярною. І розпочався потужний злет вартості біткоїну (рис. 15.1).



Рис. 15.1. Динаміка вартості біткоїну

На рис 15.1 показано коливання вартості біткоїну, хвиля 5 — це прогноз на 2018 р. Після зростання вартості біткоїну настає неминуче падіння. Таким чином, вартість *BTC* постійно коливається, і зниження протягом місяця могло сягати 80 і 90 %. Проте спекулянти охоче інвестують у криптовалюти. В онлайн-клубах криптоколекціонерів інвестори-новачки чекають «часу для ламбо», що означає тримати криптомонету доти, поки її цінність не буде настільки висока, щоб вони могли перевести в готівку її і купити *Lamborghini*.

Крім біткоїнів, існують інші криптовалюти: понад 800 клонів (альт-коїнов) [*coinmarketcap.com*], більшість з яких — високотехнологічні схеми створення, підвищення вартості, продажу. За даними блогу *Visual Capitalist*, станом на початок вересня 2017 р. обсяг криптовалют у світі оцінювався у \$146,2 млрд. Левова частка (47 %) припадала на біткоїни, а 19 % займав *Ethereum* (Ефіріум). Найпоширеніші криптовалюти наведено у табл. 15.4.

Незалежне рейтингове агентство *Weiss Ratings* з США вперше випустило рейтинг криптовалют, де: *Bitcoin* — *C +*; *Ethereum* — *B*; *Novacoin* — *D*; *Steemit* — *B*. За даними опитування фонду *Blockchain Capital*, досить високі рейтинги криптовалют приводять до того, що близько третини людей у віці від 18 до 34 років радше інвестують 1 000 дол. США у криптовалюти, ніж в акції. Однак

Deutsche Bank Wealth Management не рекомендує інвестувати в криптовалюти через їх *головні проблеми*, зокрема високу волатильність (коливання майже на 20,0 % протягом дня вважаються нормальним явищем), можливі маніпуляції з цінами, втрата даних. По суті, крипто валюти вважаються спекулятивним інструментом.

Таблиця 15.4

Найпоширеніші криптовалюти

Назва валюти/ціна	Характеристики
<i>Bitcoin</i> / \$ 2740	Перша й найпоширеніша криптовалюта. З початку 2017 р. її вартість стрімко зростає: за останні шість місяців ціна одного біткоіна зросла з майже \$ 1000 до \$ 2740. Криптовалюта лідирує не тільки за ціною за одиницю, а й за показником ринкової капіталізації у \$ 44 млрд
<i>Byteball</i> / \$ 777	Відрізняється від інших криптовалют технологією <i>DAG</i> . Це орієнтований граф, що формується новими транзакціями, кожна з яких посиляється на попередні переклади. <i>Byteball</i> не передбачає Майнінг, транзакції підтверджують довірені користувачі, або «свідки». <i>Byteball</i> безкоштовно надає всім власникам біткоіни, які підтвердили свій гаманець в мережі валюти. За останні півроку ціна за одиницю <i>Byteball</i> збільшилася у понад 36 разів – нині вона становить близько \$ 775. Найрізкіший стрибок стався у кінці травня – початку червня 2017 р., коли криптовалюта подорожчала одразу ж на \$ 550
<i>Zcash</i> / \$ 389	Головна відмінність <i>Zcash</i> полягає у захисті інформації. Вона використовує протокол доказів з нульовим розголошенням для підтвердження транзакцій без розкриття додаткової інформації про них. Якщо біткоіни – <i>http</i> для грошей, то <i>Zcash</i> – <i>https</i> , – наголошується на сайті криптовалюти. На поточну дату одна одиниця валюти коштує близько \$ 390. Активне зростання ціни на <i>Zcash</i> почався наприкінці травня
<i>Ethereum</i> / \$ 346	<i>Ethereum</i> – друга криптовалюта за показником ринкової капіталізації (\$ 30 млрд) і четверта за ціною за одну одиницю. Особливість <i>ethereum</i> у «розумних контрактах» – можливості реєструвати угоди з будь-якими активами в рамках блокчейна. Зараз вартість <i>ethereum</i> становить близько \$ 346. Кілька місяців 2017 р. ціна валюти залишалася на позначці у \$ 10, але наприкінці травня досягла поточної
<i>Dash</i> / \$ 190	Серед особливостей <i>Dash</i> – наявність приватних, тобто захищених перекладів (<i>PrivateSend</i>) і миттєвих транзакцій (<i>InstantSend</i>). Рішення про будь-які зміни в <i>Dash</i> приймаються колегіально власниками валюти. Цей механізм децентралізованим управлінням (<i>Decentralized Governance</i>); розробники <i>Dash</i> стали першими серед конкурентів, хто ввів подібний принцип

Щодо України, то 25 вересня 2017 р. вперше у світі відбулася електронна трансатлантична угода з обміну нерухомості на криптовалюту. Підприємець *Марк Гінзбург* фактично обміняв свою київську квартиру на *Ethereum*. Оскільки правовий статус криптовалют в Україні не визначений, то правники з юридичної фірми Юскутум застосували саме це формулювання. У процесі угоди сторони використали смарт-контракт блокчейну *Ethereum*.

У світі біткоіном можна розрахуватися за будь-які товари та послуги. Найчастіше розраховуються в Інтернеті за товари, де потрібна анонімність. В Україні біткоїнами можна розраховуватися на таких сайтах: кафе *Kava Like*; кафе «Циферблат»; *Ukrainian iPhone Service* – сервісний центр для *iPhone*; магазин «Натуральні продукти» пропонує молочну і м'ясну продукцію за біткоїни; «Еко-лавка» – магазин натуральних продуктів; «Юскутум» – адвокатська контора; *E-Photo* – типографія; *SendFlowers* – інтернет-магазин, що доставить букет квітів за біткоїни; *VIDEOFABRIKA* – креативне агентство; <http://2show.mobi/> – білети в кіно або театр; <https://www.u-f-l.net/> – квіти та подарунки; <http://store.steampowered.com/> – популярна платформа цифрової дистрибуції відеоігор.

Подорожчання біткоіну певною мірою пов'язане з технологією його видобутку, що потребує потужної технічної бази, зокрема спеціального десктопу (ноутбуки не підходять) з потужною відеокартою, як мінімум *GeForce GTX 1060* або *ATI Radeon RX 480* з охолодженням, тому що відеокарта буде цілодобово навантажена на 100 %. Саме відеокарти займаються розшифровкою даних за видобутку біткоіну. Прибутковість видобутку на вищеописаному комп'ютері становить не більше 2 дол. США за добу (0,000794 *BTC*). Для підвищення швидкості видобутку криптовалюти купують спеціальні «ферми» – декілька відеокарт, що з'єднані між собою (від 3–5 і більше). Їх окупність приблизно 2–3 роки при цілодобовому майнінгу і навантаженням на електромережу 800–1500 Вт. Вартість *ASIC*-майнеру починається від 2 500 дол. США і за потужності перевершують ферми з 30 відеокарт.

До проблем, що пов'язані з майнінгом біткоїнів, слід віднести навантаження на електромережі, подорожчання спеціального комп'ютерного обладнання, суттєві викиди тепла, оскільки «ферми» суттєво нагріваються. У дослідницького центру Каліфорнійського університету виникли проблеми: його співробітники жаліються, що через розповсюдження майнінгу необхідне для досліджень обладнання суттєво подорожчало. У світі виник дефіцит відеокарт. Біткоїни породжують проблему не лише фінансових спекуляцій, а й посилення навантаження на зовнішнє середовище. Вони продукують і відповідні злочини.

Стрімке поширення біткоїну спонукало до розробки **правил його регулювання**, оподаткування, дозвільних документів, оформлення операцій та прав власності, механізмів захисту від неправомірних дій. У зарубіжних країнах цим питанням займається правовий орган ООН з прав міжнародної торгівлі ЮНСІТРАЛ. Він багато уваги приділяє електронній торгівлі, електронним документам, а віднедавна криптовалютам. ЮНСІТРАЛ керується принципами технологічної нейтральності та функціональної еквівалентності. Вони припускають, що закон не повинен передбачати використання конкретної технології, зокрема зберігання та передавання інформації. Відтак криптовалюта існує лише у віртуальному просторі, а контроль над їх обігом ускладнений. Є тільки два моменти, коли операція може бути проконтрольована фінансовим регулятором тієї чи іншої країни: момент їх придбання за звичайні гроші, а також момент їх продажу та отримання за них коштів. Отже, основна проблема регулювання криптовалюти полягає в тому, що їх видобуток і операції виходять за рамки будь-якої юрисдикції, існують окремо і децентралізовано.

У ЄС підготовлено нову директиву, що присвячена цифровим злочинам і створенню спеціального агентства з кібербезпеки. До них включено пропозицію щодо посилення покарання причетних до кіберзлочинів, що у підсумку має зміцнити здатність правоохоронних органів боротися з цією формою злочинності. Чинні правила про криміналізацію негрошового

шахрайства викладені у Рамковому вирішенні 2001/413 / ЖНА Ради, що діє з 2001 р.

На початку серпня 2017 р. в НБУ заявили, що відсутність у світі єдиного підходу до визначення правового статусу біткоіна ускладнює вирішення проблеми його регулювання в Україні. Відповідно до чинного законодавства, криптовалюта як взаєморозрахунки використовуватися не може. Отже, фізичні чи юридичні особи, які використовують біткоін, ризикують. Тож НБУ застерігає від таких операцій до створення відповідної законодавчої бази.

З точки зору майбутнього криптовалют, їх перспективи є досить невизначені допоки не буде видобуто останній біткоін і розкрито інкогніто *Сатоши Накамото*, якому належить 7,0 % біткоінів.

Широку сферу застосування може мати також технологія блокчейн, що лежить в основі так званих **«розумних» контрактів (сма^т контрактів)**, в яких буде повністю виключений людський фактор. Це обумовлено тим, що в базу даних (блокчейн) можна, крім інформації, записати ще й програмний код, що включатиме певні умови. Ніхто не може перешкодити виконанню цього програмного коду, це і є сутність смарт-контракту. Наприклад, якщо укласти зі страховою компанією договір, вона може не виплатити гроші вчасно. У разі представлення договору у вигляді смарт-контракту, компанія не могла б відмовитися від виконання його умов. Відбувається автоматично: гроші просто списуються на оцифровану адресу з гарантією страхової компанії за настання необхідних умов.

Такі «розумні» контракти підходять для ІТ-сервісів, де за допомогою коду можна розписати послуги та автоматизувати процес. Наприклад, для продажу монети потрібно відправити клієнту зашифрований файл і створити контракт з такою умовою, що покупець відправить криптовалюту в контакт, який автоматично опублікує ключ для розшифровки файлу. Можна продавати зашифровані файли, здавати в оренду обчислювальні ресурси процесора або продавати послуги.

Друга сфера застосування «розумних» контрактів – трансакції, результат яких залежить від комбінації розрахунку всередині блокчейна та інформації з відкритих джерел: наприклад, фінансові контракти, в які інвестують кілька сторін, а прибуток залежить від зовнішніх чинників (курсу гривні до долара, вартості акцій компанії, ціни на дорогоцінні метали тощо). Інформація має бути у відкритому доступі і повинна мати як мінімум п'ять джерел, що готові підтвердити та надати точні цифри.

У цьому випадку проблемою є пошук джерела, що заслуговує на довіру, і перенесення даних у блокчейн, адже ні сам блокчейн, ні інтернет-протокол не спроможні перевірити інформацію. Нині існує декілька компаній у Великобританії та США, які розробляють *trusted hardware* для корпорацій – спеціальні кріптопроцесори, в яких зберігаються криптографічні ключі для захисту інформації.

«Розумні» контракти можна застосовувати не тільки для певних разових операцій, але і для створення абсолютно нових ринків і нових механізмів взаємодії щодо отримання інформації та виконання домовленостей. Набуває розвитку концепція ДАО («децентралізована автономна організація»), побудована на «розумних» контрактах, де розподіл коштів вирішується загальним голосуванням. Використання блокчейна за складання реєстрів дозволить відмовитися від роботи нотаріусів. Нині без них не можна обійтися, оскільки власник центрального реєстру зможе додавати дані в базу безконтрольно. Проте перехід на технологію «блокчейн» унеможливить таку ситуацію. Вона ж може вирішити питання плагіат: наприклад, якщо стаття опублікована, в її хеш розміщено в блокчейні, то з 100 % точністю можна відповісти на питання, хто був першим.

Використання блокчейна лежить в основі *технології Initial Coin Offering* – емісії токенів, які нагадують за своїми властивостями цінні папери. Кожен *токен* – це посилання на закодований договір, смарт-контракт. Випускати або купувати токени-акції досить ризиковано, адже немає установи, що забезпечить захист прав власника, відсутні державні правила регулювання операцій з

криптовалютами. Тому нині популярні *utility token* – опції на отримання певних послуг або товарів. Спочатку в документації до *ICO* обумовлюються умови цього контракту, за яких він виконується, а механізм виконання закладений у самому токєні.

Отже, криптовалюти та технологія блокчейн ведуть до подальшої глобалізації, відкритості ринків і формування єдиної інформаційної та фінансової мережі.

Контрольні запитання

1. Коли бере свій початок розвиток фінансових інновацій та фінансової інженерії на фінансовому ринку?
2. У чому полягає сутність закону Гласса-Стіголла?
3. Що стало причиною поширення сек'юритизації на фінансових ринках?
4. Які причини світової фінансової кризи 2007–2008 рр.?
5. Які теорії можна використовувати для пояснення процесів на фінансовому ринку?
6. У чому полягають причини розвитку фінансового інжинірингу?
7. Які існують визначення фінансового інжинірингу? Чим вони відрізняються?
8. Охарактеризуйте напрями фінансового інжинірингу.
9. Порівняйте дефініції «фінансовий менеджмент» і «фінансовий інжиніринг».
10. Як можна класифікувати фінансовий інжиніринг?
11. Що являє собою фінансовий продукт?
12. На які групи класифікують фінансових інженерів?
13. У чому полягає концепція «безризикового» активу, що лежить в основі світових фінансів?
14. Чому світові кризи пов'язані з ринком нерухомості?
15. Який інструментарій фінансового інжинірингу використовується в сучасних умовах?
16. Що таке криптовалюта? Які властивості вона має?

17. У чому полягає технологія «блокчейн»?
18. Які криптовалюти є найпоширенішими?
19. Які проблеми існують у сфері криптовалют?
20. У чому полягає специфіка механізму видобутку біткоїнів на основі застосування криптографічного методу *proof-of-work*.

Рекомендовані джерела

1. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 302 с.
2. Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен; пер. с англ. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
3. Коваленко Ю. М. Вплив фінансової інженерії на глобальну фінансову кризу / Ю. М. Коваленко // Ринок цінних паперів. – 2010. – № 1–2. – С. 57–62.
4. Коваленко Ю. М. Закони термодинаміки у дослідженні процесів функціонування фінансового сектору економіки / Ю. М. Коваленко // Проблеми і перспективи економіки та управління. – 2015. – № 1 (1). – С. 124–131.
5. Коваленко Ю. М. Портфельні теорії крізь призму сучасних кризових явищ / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 8 (110). – С. 5–9.
6. Коваленко Ю. М. Сучасні тенденції процесу сек'юритизації іпотечних активів / Ю. М. Коваленко, В. О. Пшеничний // Науковий вісник НУДПСУ (економіка, право). – 2010. – № 1(48). – С. 80–85.
7. Коваленко Ю. М. Формування інституційних передумов розвитку фінансового сектору економіки / Ю. М. Коваленко // Економіка України. – 2011. – №7. – С. 49–60.
8. Коваленко Ю. М. Формування комплементарної моделі фінансового сектору економіки / Ю. М. Коваленко // Вісник НБУ. – 2012. – № 7 (197). – С. 42–47.

9. Краузе А. Экономика как необратимая (нереверсивная) термодинамическая система [Электронный ресурс] / А. Краузе, Р. Райхлин. – Режим доступа: <http://raikhlin.co.il/myrusbook/chapter14/Krause.htm>.

10. Маршалл Д. Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям: пер. с англ. / Д. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

11. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2010. – 240 с.

12. Полтораднева И. Л. Финансовый инжиниринг инновационных финансовых инструментов в условиях нарастающей нестабильности на финансовых рынках: мировой и российский опыт: монография / И. Л. Полтораднева. – Йошкар-ола, Коллоквиум, 2013. – 132 с.

13. Рубцов Б. Современные фондовые рынки: учеб. пособ. для вузов / Рубцов Б. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

14. Сорос Дж. Эпоха ошибок. Мир на пороге глобального кризиса / Сорос Дж.; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 202 с.

15. Bernstein Peter L. Capital idea evolving / Bernstein Peter L. – Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007. – 288 p.

16. Hill C. A. Securitization : A Low-Cost Sweetener for Lemons // Washington University Law Quarterly. – 1996. – № 4. – Vol. 74. – P. 1112–1125.

17. Finnerty J. D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview / J. D. Finnerty // Financial Management. – 1988. – Winter. – P. 14–33.

18. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy / H. P. Minsky // Journal of Economic Behavior&Organization. – 1999. – June. – P. 129–158.

19. Rajan R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20th Century / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD, Economics Department Working Papers. – № 265. – ECO/WKP (2000)38 (www.oecd.org).

20. *Stiglitz J. E.* Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy / Stiglitz J. E. – New York: W.W. Norton & Co., 2010. – 361 p.
21. *Taleb N. N.* Antifragile: Things That Gain from Disorder / Taleb N. N. – New York: Random House, 2012. – 713 p.
22. *Zopounidis C.* Handbook of Financial Engineering / Zopounidis C., Doumpos M., Pardalos P. M. – Springer Science+Business Media, LLC, 2008. – 450 p.
23. *Wessel D.* Lessons Frothed Housing Bubble [Електронний ресурс] / D. Wessel / Wall Street Journal. – 2008. – May, 28 – Режим доступу: <http://online.wsj.com/article/capital.html>.
24. *Wray L. R.* Lessons from the Subprime Meltdown / L. R. Wray // Economics Working Paper. – 2007. – № 522. – P. 13–42.

ТЕРМІНИ ТА ПОНЯТТЯ

А

Авальний кредит – позика, коли банк бере на себе відповідальність за зобов'язаннями підприємства у формі поручительства або гарантії.

Аварійний комісар – особа, яка відповідає кваліфікаційним вимогам та може займатися визначенням причин настання страхового випадку та розміру збитків.

Адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групі – фінансова послуга, що надається ліцензіатом і передбачає залучення грошових коштів учасників групи, об'єднання цих коштів з метою придбання та розподілу товарів між учасниками групи.

Активи інституту спільного інвестування – сформована за рахунок коштів інституту спільного інвестування сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів, передбачених законами та нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Актuariй – спеціаліст з оцінки ризиків, фінансовий аналітик і консультант у сфері страхування, людина, яка застосовує на практиці актуарну математику.

Акцептний кредит – позика, що передбачає акцептування банком інкасованої підприємством-позичальником тратти за умови, що підприємство надає у розпорядження банку вексель до строку його оплати.

Акціонерний капітал – усі інструменти та документи, що підтверджують вимоги на залишкову вартість активів корпорації або квазікорпорації після задоволення вимог усіх кредиторів.

Акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства,

включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Акція корпоративного інвестиційного фонду – цінний папір, емітентом якого є корпоративний інвестиційний фонд та який посвідчує майнові права його власника (учасника корпоративного інвестиційного фонду), включаючи право на отримання дивідендів (для закритого корпоративного інвестиційного фонду), частини майна корпоративного інвестиційного фонду у разі його ліквідації, право на управління корпоративним інвестиційним фондом, а також немайнові права, передбачені законодавством про інститути спільного інвестування.

Андеррайтер на ринку цінних паперів – професійний учасник ринку, торговець цінними паперами, який зобов'язується розмістити цінні папери емітента.

Андеррайтинг – укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом.

Арбітражер – особа, яка отримує прибуток за рахунок одночасної купівлі-продажу одного й того самого активу на різних ринках.

Асоційована компанія – юридична особа, в якій інша юридична особа володіє прямо та/або опосередковано 20 або більше відсотками статутного капіталу та/або голосів.

Афілійована особа – юридична особа, в статутному (складеному) капіталі якої фінансова установа має істотну участь або яка має істотну участь у статутному (складеному) капіталі фінансової установи.

Б

Базис ф'ючерсного контракту – різниця між спотовою ціною активу та ф'ючерсною ціною, що склалась на ринку.

Баланс послуг і некомерційних платежів – платежі та надходження: за користування іноземним транспортом; розрахунки за страхування; оплата поштово-телеграфних послуг, комісійних операцій, туризму, культурного обміну, приватних переказів (заробітної плати, спадщини, стипендій, пенсій), утримання дипломатичних і торгових представництв; доходи від інвестицій (проценти та дивіденди); платежі за ліцензії, технічну допомогу, гоно-рари, використання винаходів і військові витрати за кордоном.

Баланс руху капіталів – рахунок операцій з капіталом, що відображає купівлю та продаж закордонних активів, отримання довгострокових і короткострокових позик.

Банк – юридична особа, яка на підставі банківської ліцензії має виключне право надавати банківські послуги, відомості про яку внесені до Державного реєстру банків.

Банк з іноземним капіталом – банк, у якому частка капіталу, що належить хоча б одному іноземному інвестору, становить не менше 10 %.

Банківська діяльність – залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб.

Банківська таємниця – інформація щодо діяльності та фінансового стану клієнта, яка стала відомою банку у процесі обслуговування клієнта та взаємовідносин з ним чи третім особам при наданні послуг банку.

Банківський кредит – кредит, що надається банками своїм клієнтам у грошовій формі.

Банківські метали – дорогоцінні метали (золото, срібло, платина, метали платинової групи), які доведені до найвищих

проб відповідно до світових стандартів у злитках і порошках, що мають сертифікат якості, а також вироблені з дорогоцінних металів монети.

Бездокументарний цінний папір – обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів.

Безперервний подвійний аукціон – різновид аукціону, що передбачає безперервне зіставлення зустрічних заявок учасників СЕЛТ по мірі їх надходження у відповідності з встановленою черговістю виконання заявок.

Біржовий інститут спільного інвестування – відкритий спеціалізований індексний фонд або фонд банківських металів.

Біржовий ринок – ринок торгівлі фінансовими інструментами (цінними паперами), що здійснюється на фондовій біржі як організаторі торгівлі.

Біржові торги – організоване подання учасниками торгів заявок на купівлю-продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів з метою укладання на фондовій біржі контрактів (договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів відповідно до законодавства та правил біржі.

Бланковий кредит – незабезпечений заставою або іншими формами кредит під авторитет позичальника та підвищену процентну ставку банку.

Боргові цінні папери – цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання.

Брокерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема на підставі договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

В

Валютна інтервенція – метод впливу державних органів (насамперед, центрального банку) на курс національної валюти з метою його зміни.

Валютна операція «спот» – купівля-продаж валюти на умовах її поставки протягом двох робочих днів від дня укладання угоди за курсом, що зафіксований в угоді (її ще називають терміною).

Валютна політика держави – сукупність заходів держави у сфері валютних відносин, що здійснюються відповідно до поточних і стратегічних цілей країни.

Валютна система – державно-правова форма організації валютних відносин, що закріплена правовими нормами як національного законодавства, так і міждержавними угодами.

Валютний дилінг – спекулятивна банківська операція щодо купівлі-продажу валюти на біржі через своїх співробітників-дилерів.

Валютний контроль – визначення ступеня відповідності (невідповідності) реального процесу ведення валютних операцій встановленим валютним обмеженням.

Валютний курс – ціна грошових одиниць однієї країни, що виражена у грошових одиницях іншої країни.

Валютний ринок – система економіко-правових відносин, що виникають за здійснення операцій щодо купівлі або продажу іноземної валюти, платіжних документів в іноземних валютах, а також операцій, що опосередковують рух валютних цінностей.

Валютні обмеження – встановлена у законодавчому та адміністративному порядку сукупність правил і норм щодо обмеження операцій з іноземною валютою, золотом та іншими валютними цінностями (регулювання ввезення та вивезення, переказів валюти, заборона вільного продажу, державний контроль

за валютними операціями, обов'язковий продаж частини валютної виручки підприємств).

Валютні операції – контракти агентів валютного ринку щодо купівлі-продажу, розрахунків та надання в кредит іноземної валюти на конкретних умовах (сума, обмінний курс, процентна ставка, період тощо) з виконанням на певний день.

Валютні резерви – кошти, що призначені переважно для міжнародних розрахунків, на випадок непередбачених ситуацій, а також для цілей отримання доходу та регулювання валютного ринку, формування офіційних запасів іноземної валюти в центральному банку та фінансових органах країни.

Варіаційна маржа – грошові кошти, що підлягають нарахуванню або списанню по кліринговому рахунку клієнта в разі відхилення ціни укладення угоди від котирувальної.

Вексель – цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю).

Викупні або відкличні привілейовані акції – акції, які викуповуються або відкликаються за фіксованою ціною на певну дату або протягом певного періоду на вимогу корпорації або власника.

Випуск цінних паперів – сукупність певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер, та забезпечують їх власникам однакові права незалежно від часу придбання і способу їхньої емісії.

Відкритий наказ – наказ, що залишається в силі доти, доки він не буде відмінений або виконаний.

Відкритий пенсійний фонд – недержавний пенсійний фонд, учасниками якого можуть бути будь-які фізичні особи незалежно від місця та характеру їхньої роботи.

Вкладник недержавного пенсійного фонду – особа, яка сплачує пенсійні внески на користь учасника шляхом перерахування грошових коштів до недержавного пенсійного фонду відповідно до умов пенсійного контракту та закону.

Внутрішня конвертованість – вільний обмін національних грошей на іноземні валюти, яким користуються також резиденти.

Вторинний фінансовий ринок – ринок, де відбувається купівля-продаж раніше випущених фінансових інструментів.

Г

Гібридний фінансовий інструмент – інструмент, що конструюється шляхом поєднання властивостей декількох елементарних, і передбачає більше однієї змінної дохідності.

Гіпотеза «напівсальної» ефективності ринку – відноситься до ринку, на якому ціни повністю відображають всю доступну суспільству інформацію про фінансові інструменти, що обертаються на ньому.

Гіпотеза «сильної» ефективності – пов'язана з ринком, на якому в поточних ринкових цінах повністю відображається вся інформація (не тільки суспільно доступна, але й приватна (інсайдерська), що перебуває у розпорядженні окремих осіб).

Гіпотеза «слабкого ринку» – передбачає, що на такому ринку у поточній ціні, наприклад акції, відображено всю інформацію про зміни її ціни у минулому, обсяги торгівлі тощо.

Готівкова валюта – банкноти та монети, що мають фіксовану номінальну вартість і випущені або дозволені до випуску центральним банком або органами державного управління.

Грошовий ринок – сегмент фінансового ринку, на якому здійснюються короткострокові фінансові операції та відбувається рух обігових коштів фінансових і нефінансових корпорацій, держави, домогосподарств, а також некомерційних організацій.

Д

Девальвація – зниження курсу національної валюти по відношенню до іноземних валют (міжнародних грошових одиниць, золота).

Девізна політика – політика, що полягає у регулюванні валютного курсу шляхом купівлі-продажу іноземної валюти з використанням валютної інтервенції, а також у застосуванні валютних обмежень.

Делеговане саморегулювання – саморегулювання, за якого держава передає певні функції щодо регулювання ринку (наприклад, ліцензування учасників ринку) саморегулювним організаціям (СРО), встановлює права та обов'язки щодо їхньої діяльності.

Депозитарій-кореспондент – депозитарій іноземної держави або міжнародна депозитарно-клірингова установа, що є клієнтом Центрального депозитарію та/або НБУ на підставі встановлених кореспондентських відносин щодо цінних паперів.

Депозитарна діяльність – діяльність професійних учасників депозитарної системи України та Національного банку України щодо надання послуг зі зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг відповідно до законодавства.

Депозитарна система України – сукупність учасників депозитарної системи та правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їхніх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів.

Депозитарна установа – установа, що відповідно до отриманих від Центрального депозитарію та/або НБУ депозитарних активів провадить діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів і корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах депонентів, а також на власному рахунку в цінних паперах, на якому обліковуються цінні папери, права на цінні папери та обмеження прав на цінні папери, що належать такій депозитарній установі.

Депозитний фінансовий посередник – фінансова корпорація, яка має право за рахунок залучених депозитів надавати фінансові кредити на власний ризик.

Депозитні зобов'язання – зобов'язання, за якими продавці грошей передають їх у повне розпорядження покупцями за умови їх повернення (з визначенням чи без визначення його терміну) і сплати (або несплати) процентного доходу.

Депонент – власник цінних паперів, співвласники цінних паперів, нотаріус, на депозит якого внесено цінні папери, яким рахунок у цінних паперах відкривається депозитарною установою на підставі відповідного договору про обслуговування рахунка в цінних паперах, а також депозитарна установа, яка відкриває собі рахунок у цінних паперах на підставі наказу керівника цієї депозитарної установи.

Державне регулювання фінансового ринку – здійснення державою комплексу заходів щодо регулювання та нагляду за ринком з метою захисту інтересів його учасників і запобігання кризовим явищам.

Державний кредит – це грошові кошти, що надаються у борг державі (в особі центральних і місцевих органів влади) для покриття її витрат, або кредити, що надаються самою державою як кредитором (другий варіант менш поширений).

Державний реєстратор – орган державної реєстрації прав на нерухоме майно.

Дериватив – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах.

Диверсифікація валютних резервів – регулювання структури валютних резервів за рахунок включення до їхнього складу різних валют з метою забезпечення міжнародних розрахунків, проведення валютних інтервенцій і захисту від валютних втрат.

Дилерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу. Зазначене і не дає змоги віднести дилерів до допоміжних суб'єктів ринку цінних паперів: вони не співпрацюють із клієнтами.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – діяльність фондової біржі зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації щодо пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами біржі.

Діяльність з торгівлі цінними паперами – діяльність, що провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства та для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності, а також банками.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника ринку цінних паперів – компанії з управління активами (КУА), що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів (з ліцензіями на управління активами ІСІ, НПФ або ІСІ та НПФ).

Діяльність з управління цінними паперами – діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб.

Діяльність зі зберігання активів ІСІ та НПФ – діяльність зберігача активів, який виступає депозитарною установою, тобто банком, що має ліцензію НКЦПФР на провадження діяльності зі зберігання активів та з якою в установленому законодавством порядку укладений договір про обслуговування зберігачем активів ІСІ або НПФ.

Добровільне саморегулювання – саморегулювання, що припускає встановлення та підтримку правил учасниками СРО без ухвалення або спеціального захисту з боку держави.

Добровільне страхування – страхування, що здійснюється на основі договору між страхувальником і страховиком.

Довготривала (структурна) валютна політика – система заходів щодо підтримки сформованого стану або модифікації валютної системи, валютного ринку в цілому, наприклад, через проведення валютних реформ та послідовних змін таких ключових елементів валютної системи, як порядок проведення міжнародних розрахунків, режим валютних курсів і паритетів, використання золота і резервних валют, міжнародних платіжних засобів.

Довіритель майна – юридична особа або громадянин, які передають довірчому товариству повноваження власника належного їм майна (коштів, цінних паперів і документів, що засвідчують право власності довірителя) відповідно до умов укладеного між ними договору.

Довірчі операції – послуги, які довірче товариство надає довірцям майна, зокрема: для громадян – збереження та представницькі послуги для обслуговування майна довіртелів; для юридичних осіб – розпорядження майном, агентські послуги, ведення рахунків для власників їх цінних паперів та управління голосуючими акціями, переданими товариству шляхом участі в загальних зборах акціонерного товариства.

Договір страхування – письмова угода між страхувальником і страховиком, згідно з якою страховик бере на себе зобов'язання у разі настання страхового випадку здійснити страхову виплату страхувальнику або іншій особі, визначеній у договорі страхування страхувальником, на користь якої укладено договір страхування (подати допомогу, виконати послугу тощо), а страхувальник зобов'язується сплачувати страхові платежі у визначені строки та виконувати інші умови договору.

Документарний цінний папір – паперовий або електронний документ, оформлений у визначеній законодавством формі, що містить найменування виду цінного папера, а також визначені законодавством реквізити.

Домашні господарства – наймані працівники, роботодавці, самостійно зайняті працівники, одержувачі доходу від власності та трансфертів.

Дочірня компанія – юридична особа, яка контролюється іншою юридичною особою (материнською компанією).

Е

Електронна торговельна система – сукупність організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладання біржових контрактів (договорів) за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

Елементарна угода – угода, яка вважається виконаною, коли купівля-продаж цінних паперів відповідає їхній кількості у

наказі, тобто брокер повинен продати або купити все, що йому було доручено.

Емісія – сукупність дій емітента, що проводяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їхніх перших власників.

Емітент – юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їхніми власниками.

3

Засновник (засновники) НПФ – юридична особа або фізичні особи (для професійного НПФ), які створили фонд чи приєдналися до нього після створення та набули прав і обов'язків для засновників НПФ.

Заставна – іпотечний цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання – право звернути стягнення на предмет іпотеки.

Заявка – подана учасником біржових торгів згідно з правилами фондової біржі пропозиція на купівлю чи продаж цінних паперів або інших фінансових інструментів, яка містить умови, на яких пропонується здійснити укладення біржового контракту (договору); зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є пропозицією та згодою цього учасника укласти та виконати біржовий контракт (договір).

Заявка адресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована іншому учаснику біржових торгів.

Заявка анонімна – заявка, умови якої не дозволяють учасникам біржових торгів до моменту укладення біржового контракту ідентифікувати учасника біржових торгів, який виставив таку заявку.

Заявка безадресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована усім учасникам біржових торгів.

Зовнішня конвертованість – передбачає повну свободу обміну зароблених у певній країні грошей для закордонних розрахунків; надається лише іноземним фізичним і юридичним особам (нерезидентам), тоді як громадяни і юридичні особи цієї країни (резиденти) такої можливості позбавлені.

Золотий фіксинг – щоденна фіксація ринкової ціни золота на основі співвідношення попиту та пропозиції на нього на Лондонській золотій біржі.

Золотовалютні резерви – запаси іноземних фінансових активів та золота, що належать державі, перебувають у розпорядженні органів грошово-кредитного регулювання і можуть бути реально використані на регулятивні та інші потреби, що мають загальноекономічне значення.

I

Інвестиційний сертифікат – цінний папір, емітентом якого є компанія з управління активами пайового інвестиційного фонду та який засвідчує право власності учасника пайового фонду на частку в пайовому фонді та право на отримання дивідендів (для закритого пайового фонду).

Інвестиційні фонди – установи колективного інвестування, за допомогою яких інвестори об'єднують кошти для інвестування у фінансові або нефінансові активи.

Інвестори в цінні папери – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття

відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Іноземний емітент – юридична особа, яка створена відповідно до законодавства іншої держави та здійснює емісію цінних паперів на території України, або юридична особа, цінні папери якої зареєстровані відповідно до законодавства іншої держави та допуск до обігу на території України яких надано НКЦПФР.

Інструмент власного капіталу – контракт, який підтверджує право на частину в активах підприємства, що залишається після вирахування сум за всіма його зобов'язаннями.

Інформаційне агентство – спеціалізований суб'єкт інформаційної діяльності, який зареєстрований як юридична особа у формі інформаційного підприємства – організації, служби, центру, що діє з метою надання інформаційних послуг для ЗМІ.

Іпотека – вид забезпечення виконання зобов'язання нерухомим майном, що залишається у володінні і користуванні іпотекодавця, згідно з яким іпотекодержатель має право в разі невиконання боржником забезпеченого іпотекою зобов'язання одержати задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки переважно перед іншими кредиторами цього боржника у порядку.

Іпотека з дисконтом – іпотека зі зниженою кредитною ставкою, що виплачується позичальником в обмін на підвищений дисконт.

Іпотекодавець – особа, яка передає в іпотеку нерухоме майно для забезпечення виконання власного зобов'язання або зобов'язання іншої особи перед іпотекодержателем. Іпотекодавцем може бути боржник або майновий поручитель.

Іпотекодержатель – кредитор за основним зобов'язанням за іпотекою.

Іпотечне кредитування – правовідносини, що виникають з приводу набуття права вимоги іпотечного боргу за правочинами та іншими документами.

Іпотечне покриття – іпотечні активи, а також інші активи, які забезпечують виконання зобов'язань емітента за іпотечними облігаціями.

Іпотечний кредит – форма майнового кредиту під заставу нерухомого майна.

Іпотечний кредит зі зворотним ануїтетом – різновид іпотечного кредиту, при якому позичальник отримує кредит, який гасить подальшою передачею прав на нерухоме майно.

Іпотечний ринок – система економіко-правових відносин, що виникають між економічними суб'єктами на взаємопов'язаних фінансовому ринку та ринку нерухомості з приводу акумулювання вільних грошових ресурсів, їхнього розміщення у формі іпотечних кредитів та рефінансування іпотечних активів з метою реалізації цілей інвестиційної діяльності.

Іпотечний сертифікат – іпотечний цінний папір, що забезпечений іпотечними активами або іпотеками.

Іпотечні активи – реформовані в консолідований іпотечний борг зобов'язання за договорами про іпотечний кредит здійснювати платежі в рахунок погашення основного зобов'язання протягом строку обігу сертифікатів.

Іпотечні облігації – облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям.

Іпотечні сертифікати участі – пайові іменні цінні папери, власники яких мають право на одержання частини платежів за іпотечними активами.

Іпотечні цінні папери – цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів.

Інститут спільного інвестування відкритого типу – ІСІ, що бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (компанією з управління його активами).

Інститут спільного інвестування закритого типу – ІСІ, що не бере на себе зобов’язань щодо викупу цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), до моменту його припинення.

Інститут спільного інвестування інтервального типу – ІСІ, що бере на себе зобов’язання здійснювати на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу).

К

Казначейське зобов’язання України – державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов’язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов’язань України.

Капіталізовані фондові індекси – індекси, що вимірюють загальну капіталізацію підприємств, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу.

Касовий ринок (ринок «спот», ринок «кеш») – ринок негайного виконання укладених угод, при цьому суто технічно воно може розтягуватися на строк 1–3 днів за вимоги поставки самого фінансового інструменту у фізичному вигляді.

Касові угоди – угоди, що підлягають негайному виконанню в залі біржі або протягом 2–3 днів після їх укладення і термінові.

Кваліфікаційний інститут спільного інвестування – ІСІ, що інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не має будь-яких вимог до структури активів.

Кептивні фінансові корпорації – інституційні одиниці, які здійснюють операції тільки в рамках обмеженої їх групи (таких, як дочірні фінансові корпорації), або дочірні корпорації, які

належать одній холдинговій корпорації, або одиниці, які надають позику з власних коштів, що надані лише одним спонсором.

Кліринг – визначення взаємних зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Клірингова діяльність – діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Клірингова установа – юридична особа, яка за результатами проведеного нею клірингу формує клірингові вимоги та надає інформаційні послуги.

Коефіцієнт іпотечної заборгованості LTV (англ. lifetime value) – один з коефіцієнтів оцінки кредитного ризику, який визначають фінансові установи та інші кредитори перед ухваленням іпотеки.

Комбінована угода з цінними паперами – угода, при якій виручка від продажу одних цінних паперів спрямовується на купівлю інших або одночасно купуються одні цінні папери і продаються інші.

Комерційний (господарський) кредит – кредит, що надається підприємствами-постачальниками підприємствам-покупцям через відстрочку платежу за реалізовані цінності або покупцями продавцям у вигляді авансу або передоплати за товари, що постачаються.

Конвертовані (обмінні) привілейовані акції – акції, які можуть бути конвертовані у визначену кількість звичайних акцій чи облігацій.

Конвертованість валюти – особливий характер взаємозв'язку національного та світового господарства, що здійснюється через грошово-валютні канали, надає виробникам і споживачам певної

країни можливість вільного вибору найбільш вигідних ринків збуту і закупок продукції та послуг.

Конвертованість валюти – такий стан економічної і валютно-фінансової системи, за якого для власників національної валюти забезпечується свобода здійснення тих чи інших валютних операцій як у даній країні, так і за кордоном.

Консолідований іпотечний борг – зобов'язання за договорами про іпотечний кредит, реформовані кредитором.

Консорціумний кредит – форма кредиту, що надається банківським консорціумом.

Конткорент – поєднання позикового рахунка з поточним, і він може мати дебетове та кредитове сальдо.

Корпоративний недержавний пенсійний фонд – НПФ, засновником якого є юридична особа-роботодавець (або декілька юридичних осіб-роботодавців), до якого можуть приєднуватися інші роботодавці-платники, а учасниками такого НПФ можуть бути виключно фізичні особи, які перебувають (перебували) у трудових відносинах з роботодавцями-засновниками та роботодавцями-платниками цього фонду.

Корпоративний інвестиційний фонд (КІФ) – юридична особа, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність зі спільного інвестування.

Котирування – визначення валютного курсу на основі механізму співвідношення попиту та пропозиції.

Кредит – грошові та матеріальні цінності, що надаються кредитором у користування позичальнику на визначений строк та під відсоток.

Кредит під облік векселів (обліковий кредит) – короткостроковий кредит, який кредитор надає пред'явнику векселів, обліковуючи (скуповуючи) їх до настання строку виконання зобов'язань за ними та сплачуючи пред'явнику номінальну вартість векселів за мінусом дисконту.

Кредитна лінія – згода кредитора надати кредит протягом певного періоду в розмірах, що не перевищують заздалегідь обумовленої суми.

Кредитна спілка – неприбуткова організація, заснована фізичними особами, професійними спілками, їхніми об'єднаннями на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки.

Кредитна установа – фінансова установа, яка має право за рахунок залучених коштів надавати фінансові кредити на власний ризик.

Кредитний рейтинг боргового зобов'язання – незалежна експертна оцінка спеціалізованого рейтингового агентства щодо ступеня кредитного ризику боргового зобов'язання, що вказує на ймовірність невиконання (непогашення) цього зобов'язання (ймовірність дефолту).

Криптовалюта – децентралізована валюта із захистом від повторного використання, що базується на досягненнях сучасної криптографії.

Крос-котирування – визначення курсів двох валют одна до одної через курс кожної з них відносно третьої (через долар або через іншу національну валюту).

Крос-курс – відношення однієї валюти до іншої через третю.

Курс TOD (сьогодні) – укладання контракту та обмін валюти в один робочий день.

Курс спот – контракт з датою валютування не більше двох робочих днів.

Курс ТОМ (завтра) – укладання контракту сьогодні, а обмін валютами на наступний робочий день.

Л

Лізингодавець – юридична особа, яка передає право володіння та користування предметом лізингу лізингоодержувачу.

Лізингоодержувач – фізична або юридична особа, яка отримує право володіння та користування предметом лізингу від лізингодавця.

Лімітний (обмежений) наказ – доручення на купівлю або продаж, коли клієнт вказує ціну.

Ломбардне кредитування – рефінансування банків під заставу державних цінних паперів.

М

Міжбанківський ринок – частина грошового ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси залучаються і розміщуються банками між собою переважно у формі короткострокових міжбанківських депозитів на короткі терміни.

Міжнародна фінансова організація – міжнародна організація, яка на умовах, визначених своїм установчим актом, та/або відповідно до міжнародного договору України здійснює емісію облігацій на території України.

Міжнародний кредит – кредит у товарній і грошовій формах, що надається один одному іноземними комерційними партнерами та державами.

Міжнародний ринок – ринки країн, на яких перебувають в обігу цінні папери, випущені іноземними емітентами.

Місцевий (локальний) фінансовий ринок – ринок, що представлений в основному операціями учасників ринкових відносин з їхніми контрагентами – місцевими суб'єктами господарювання та населенням.

Монетарне золото – золото, що належить органам грошово-кредитного регулювання (або іншим суб'єктам, які перебувають під їхнім фактичним контролем) і є резервним активом.

Н

Національний фінансовий ринок – ринкові відносини, що встановлюються та існують на території певної країни щодо фінансових інструментів, що випущені емітентами, які зареєстровані відповідно до законодавства цієї країни.

Недепозитна фінансова корпорація – фінансова корпорація, яка акумулює кошти юридичних і фізичних осіб у властивий їй спосіб (на договірних засадах або через продаж власних фінансових інструментів) і розміщує їх на ринку капіталу.

Недержавний пенсійний фонд (НПФ) – юридична особа, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників НПФ з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду.

Недобросовісна емісія цінних паперів – дії, що порушують встановлену процедуру емісії і є підставою для прийняття рішення про відмову в реєстрації випуску цінних паперів, звіту про результати емісії цінних паперів та відмову в затвердженні проспекту, а також зупинення розміщення цінних паперів.

Неемісійні цінні папери можуть існувати виключно в документарній формі і за формою випуску можуть бути лише ордерними або на пред'явника.

Незалежний фінансовий консультант – особа, яка надає консультаційні послуги у сфері фінансів фізичним і юридичним особам.

Нейтральність економіки – відношення обсягу обмежень експорту товару (робіт, послуг) та імпорту капіталу, з одного боку, до імпорту товару (робіт, послуг) і експорту капіталу – з іншого.

Некомерційні організації (НКО), що обслуговують домашні господарства – політичні партії та інші громадські організації, благодійні організації і фонди, соціально-культурні підрозділи

Управління фінансовими активами

нефінансових і фінансових корпорацій, які надають неринкові товари та послуги домашнім господарствам без оплати або за цінами, що не мають економічного значення.

Неконвертована валюта (НКВ) – валюта, що повністю зберегла валютні обмеження на всі валютні операції як для резидентів, так і нерезидентів.

Нерухоме майно (нерухомість) – земельні ділянки, а також об'єкти, розташовані на земельній ділянці і невід'ємно пов'язані з нею, переміщення яких є неможливим без їхнього знецінення та зміни їхнього призначення.

Нефінансові корпорації – інституційні одиниці, основною діяльністю яких є виробництво ринкових товарів чи надання нефінансових послуг.

Номінальний валютний курс – курс валюти, що встановлений на валютному ринку для проведення поточних валютних операцій і розрахунків із клієнтами.

Номінальний ефективний валютний курс гривні – середньозважений обмінний курс гривні до валют країн–основних зовнішньоторговельних партнерів відповідно до питомої ваги цих країн у валютних операціях Україні.

О

Об'єднання професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об'єднання професійних учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність, а саме: з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та управління активами інституційних інвесторів.

Об'єднана кредитна спілка – неприбуткова організація, заснована кредитними спілками на кооперативних засадах з метою сприяння фінансовій стабільності кредитних спілок та об'єднання тимчасово вільних коштів своїх членів для їх взаємокредитування.

Облігації внутрішніх державних позик – державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому ринку цінних паперів і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Облігації зовнішніх державних позик України – державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їхню номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб – цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому ринку цінних паперів і підтверджують зобов'язання Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Облігація – цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їх розміщення) строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їхнього розміщення).

Обліковий кредит – кредит, який здійснюється шляхом переобліку векселів, тобто на основі купівлі у банків векселів до закінчення терміну їхнього обігу.

Овердрафт – короткостроковий кредит, що надається банком надійному підприємству понад залишок його коштів на поточному рахунку у межах заздалегідь обумовленої суми шляхом дебетування його рахунку.

Односторонній аукціон (аукціон) – технологія укладання угод у СЕЛТ, яка передбачає надання учасниками аукціону

конкурентних пропозицій на купівлю на замовлення ініціатора аукціону в порядку, який визначається Порядком проведення аукціону в СЕЛТ.

Онкольний кредит – різновид контокоренту, що надається під заставу товарно-матеріальних цінностей або цінних паперів без зазначення строку його використання із зобов'язанням позичальника погасити кредит за першою вимогою кредитора.

Операції з міжбанківського кредитування – операції, які здійснюють банки і які дають можливості поповнити їхні кредитні ресурси.

Операції з обліку комерційних векселів – операції, що передбачають передачу векселя банку за допомогою надпису (індосаменту).

Операції на вторинному ринку з короткостроковими державними зобов'язаннями – операції з купівлі-продажу державних цінних паперів, термін обігу яких не перевищує 1–12 місяців.

Опціон — цивільно-правовий договір, згідно з яким одна сторона контракту одержує право на придбання (продаж) базового активу, а інша сторона бере на себе безумовне зобов'язання продати (придбати) базовий актив у майбутньому протягом строку дії опціону чи на встановлену дату (дату виконання) за визначеною під час укладання такого контракту ціною базового активу.

Опціон call – різновид опціону, що передбачає надання власнику права на купівлю через визначений час за наперед обумовленою ціною певного активу, який йому зобов'язаний продати продавець опціону.

Опціон put – різновид опціону, що передбачає надання власникові (покупцеві) опціону право на продаж через визначений час за наперед обумовленою ціною певного виду активу, а продавець опціону *put* зобов'язаний купити цей актив у покупця такого опціону.

Опціон на придбання акцій працівниками – угода, що укладена на певну дату (дату гранту), згідно з яким працівник може придбати певну кількість акцій роботодавця за встановленою ціною (ціною виконання) або у встановлений момент часу (дата передачі), або протягом певного періоду (період використання), що настає негайно за датою передачі.

Опціонний сертифікат – стандартний документ (цінний папір), що засвідчує право його власника на придбання в емітента опціонного сертифіката (опціонний сертифікат на придбання) або на продаж емітентові опціонного сертифіката (опціонний сертифікат на продаж) базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії цих опціонних сертифікатів.

Оцінювачі нерухомості – визначають ринкову та ліквідаційну вартість об'єктів нерухомості, які є предметом застави.

Ощадний (депозитний) сертифікат – цінний папір, що підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

II

Пайовий фонд (ПФ) – сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності.

Пайові цінні папери – цінні папери, які посвідчують участь власника таких цінних паперів у статутному капіталі та/або активах емітента (у тому числі активах, що перебувають в управлінні емітента) та дають власнику зазначених цінних паперів (інветору) право отримання частини прибутку (доходу), зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, встановлені законодавством, а також проспектом цінних паперів або рішенням про емісію цінних паперів.

Паритетний курс – розрахунковий курс у міжнародному торговельному обороті, що базується на паритеті купівельної спроможності валют.

Пенсійна виплата – грошова виплата учасникові недержавного пенсійного забезпечення або його спадкоємцям, що здійснюється за рахунок накопичених у НПФ та облікованих на індивідуальному пенсійному рахунку грошових коштів.

Первинне публічне розміщення, або первинна публічна пропозиція (англ. *initial public offer, IPO*) – розміщення цінних паперів через біржу шляхом пропонування їх до продажу необмеженому колу інвесторів.

Первинний ринок цінних паперів – ринок, що обслуговує випуск (емісію) та первинне розміщення фінансових інструментів.

Переказний іпотечний цінний папір – іпотечний цінний папір, власник якого одночасно є учасником загальної власності на майно, яке складає пул облігацій та іпотечних сертифікатів участі; засновником трасту для управління майном; вигодонабувачем по трасту.

Переказні депозити – всі депозити, що можуть бути: а) обмінені на банкноти і монети на вимогу за номінальною вартістю без штрафів або обмежень; б) безпосередньо використані для здійснення платежів чеком, переказом, поштовим переказом, списанням, зарахуванням або іншими засобами платежу.

Перестраховий брокер – юридична особа, яка здійснює за винагороду посередницьку діяльність у перестрахованні від свого імені на підставі брокерської угоди зі страховиком, який має потребу у перестрахованні як перестраховувальник.

Перестраховування – страхування одним страховиком (цедентом, перестраховувальником) на визначених договором умовах ризику виконання частини своїх обов'язків перед страхувальником у іншого страховика (перестраховика) резидента або нерезидента, який має статус страховика або перестраховика, згідно з законодавством країни, в якій він зареєстрований.

Платіжний баланс – співвідношення всієї сукупності надходжень з-за кордону та платежів за кордон за певний відрізок часу (рік, квартал, місяць).

Позабіржовий ринок – сфера обігу фінансових інструментів поза біржею.

Позички – фінансові активи, що а) виникають, коли кредитор надає кошти безпосередньо дебітору і б) оформлюються документами, що відсутні в обігу.

Позичкові зобов'язання – зобов'язання, за якими продавці, передаючи гроші покупцям, вносять певні обмеження в права останніх розпоряджатися цими грошима: визначають, на які цілі вони мають бути використані, вимагають особливих гарантій їхнього повернення, визначають ступінь окупності витрат чи проектів, що фінансуються за рахунок позичених коштів. Такі зобов'язання мають форму кредитних угод, казначейських зобов'язань, облігацій, бондів, векселів тощо.

Поточна валютна політика – система заходів регулювання окремих параметрів валютного ринку (валютного курсу, валютних операцій тощо).

Похідні цінні папери – цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний із правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

Права на отримання виплат зі страхування життя та ануїтетам – права, що відображають обсяг фінансових вимог власників полісів до установ, що надають послуги зі страхування життя або виплати ануїтетів.

Права на пенсійні виплати – права, що відображають обсяг фінансових вимог як теперішніх, так і майбутніх пенсіонерів до їхніх роботодавців або до фонду, що вибраний роботодавцем для виплати зароблених пенсій відповідно до умов трудового договору між роботодавцем і працівником.

Приватизаційні цінні папери – цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду.

Приватне розміщення акцій – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100 (для акцій публічного акціонерного товариства – акціонерам такого товариства, а також заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100).

Привілейовані акції – акції, що надають їхнім власникам переважні стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Прозорість економіки – властивість економіки, коли вона регулюється за допомогою усталених і чітких, що не допускають двоякого тлумачення, правил законодавства (зокрема і валютного), але не періодичними вказівками органів валютного контролю.

Проспект цінних паперів – документ, який оформлюється під час здійснення публічної пропозиції цінних паперів та містить інформацію відповідно до вимог, визначених законодавством.

Простий валютний дилінг – арбітраж двох фінансових активів, наприклад конверсійні операції типу долар/гривня.

Прості акції – акції, що надають їхнім власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства (АТ) у разі його ліквідації та інші права, передбачені законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Професійна діяльність на ринку цінних паперів – діяльність акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав на цінні папери та прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів.

Професійний пенсійний фонд – це фонд, засновником (засновниками) якого можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців, об'єднання фізичних осіб, включаючи професійні спілки (об'єднання професійних спілок), або фізичні особи, пов'язані за родом їхньої професійної діяльності (занять). Учасниками такого НПФ можуть бути виключно фізичні особи, які пов'язані за родом їхньої професійної діяльності (занять), визначеної у статуті фонду.

Процентний своп – угода між двома контрагентами про обмін процентними платежами в розрахунку на визначену суму з метою встановлення нижчих витрат запозичення.

Прямий, або стабілізаційний кредит – довгостроковий кредит, що надається платоспроможному банку для підтримки ліквідності під програму фінансового оздоровлення банку.

Публічне розміщення цінних паперів – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їхнє відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб.

Р

Рахунок-контокорент (італ. conto corrente – поточний рахунок) – єдиний рахунок, на якому враховуються всі операції підприємства. На ньому відображуються, з одного боку, погашення кредиту та інші платежі з доручення підприємства, з іншого – кошти, що надходять підприємству (виручка від реалізації продукції, наданий кредит та інші надходження).

Реальний валютний курс – номінальний валютний курс, перерахований з урахуванням зміни рівня цін в Україні і в тій країні, до валюти якої котирується національна валюта.

Реальний ефективний валютний курс – номінальний ефективний курс гривні з поправкою на співвідношення темпів інфляції в Україні і в країнах-основних зовнішньоторговельних партнерах.

Ревальвація – підвищення курсу національної валюти по відношенню до іноземних валют (міжнародних грошових одиниць, золота).

Револьверний кредит – довгостроковий вид кредитування зі ставкою відсотка, що періодично переглядається.

Регіональний ринок – ринок, що функціонує в межах області або певного регіону.

Регулювання фінансового ринку – процес цілеспрямованого впливу на будь-який об'єкт з боку суб'єкта-регулятора шляхом використання відповідних важелів і методів.

Режим валютних курсів та паритетів – встановлення порядку визначення офіційних валютних курсів і меж їхніх коливань.

Резерви для врегулювання вимог за стандартизованими гарантіями – резерви, що складаються з попередніх чистих платежів і резервів, що необхідні для покриття неврегульованих вимог за стандартизованими гарантіями.

Рейтингове агентство – юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, що пов'язані із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів.

Ринковий наказ (англ. *market order*) – доручення на купівлю або продаж за поточною ринковою ціною.

Ринок банківських кредитів – сектор грошового ринку, функціонування якого пов'язане з наданням і погашенням банківських позичок, розміщенням і використанням капіталу, залучених і

позичених коштів для одержання прибутку при раціональному розподілі ризиків і підтриманні ліквідності.

Ринок дорогоцінних металів (сукупність міжнародних і внутрішніх) – розгалужена мережа глобальної цілодобової торгівлі фізичним металом і похідними інструментами, що значною мірою звільнена від державного регулювання.

Ринок золота – спеціальний центр торгівлі, де здійснюється регулярна купівля-продаж золота за ринковими цінами з метою промислово-побутового споживання, приватної тезаврації.

Ринок цінних паперів – ринок, що являє собою механізм взаємодії попиту та пропозиції на цінні папери; регулює відносини між суб'єктами купівлі-продажу акцій, облігацій та інших цінних паперів.

Ріелторська компанія – професійний посередник на ринку нерухомості, який надає послуги щодо пошуку об'єктів, оформлення договорів та підготовки пакета документів, необхідних для подання в банк для отримання іпотечного кредиту.

Розміщення цінних паперів – відчуження цінних паперів у процесі їхньої емісії у порядку, встановленому законодавством, та з урахуванням положень проспекту.

Розрахунковий центр – орган, що забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати».

С

Сальдо платіжного балансу – різниця між доходами та витратами під час зовнішньоекономічних операцій.

Саморегульовна організація на ринку фінансових послуг – неприбуткове об'єднання фінансових установ, створене з метою

захисту інтересів своїх членів та інших учасників ринків фінансових послуг та якому делегуються відповідними державними органами, що здійснюють регулювання ринків фінансових послуг, повноваження щодо розроблення і впровадження правил поведінки на ринках фінансових послуг та/або сертифікації фахівців ринку фінансових послуг.

Саморегулювання – самостійна діяльність, що здійснюється суб'єктами господарської або професійної діяльності, задачею якої є розробка та встановлення стандартів і правил зазначеної діяльності, а також контроль за дотриманням вимог зазначених стандартів і правил.

Своп – цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії контракту.

Сек'юритизація іпотечних активів – інноваційна форма рефінансування іпотечних кредитів, яка забезпечує нові способи управління балансом, ліквідністю банку, розподілення його ризиків між учасниками угоди шляхом емісії цінних паперів з іпотечним покриттям.

Сектор загального державного управління – юридичні особи, для яких основною діяльністю є виконання функцій законодавчої, виконавчої або судової влади щодо інших інституційних одиниць у межах певної території;

Сертифікат ФОН – цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Сертифікати з фіксованою дохідністю – сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників: право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни; право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск

сертифікатів; право на задоволення вимог – у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Система депозитарного обліку цінних паперів – сукупність інформації, записів про емісійні цінні папери (вид із зазначенням типу, номінальна вартість і кількість, обмеження обігу тощо) на рахунках у цінних паперах власників таких рахунків, про емітентів, власників цінних паперів, що мають права за цінними паперами та права на цінні папери, обмежень прав на цінні папери, уповноважених ними осіб, управителів, заставодержателів, інших осіб, наділених відповідними правами щодо цінних паперів, яка містить дані, що дають змогу ідентифікувати емісійні цінні папери і зазначених осіб, реєстр кодів цінних паперів (міжнародних ідентифікаційних номерів цінних паперів), а також інша передбачена законодавством інформація.

Система підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України НБУ – комплекс організаційно-технічних засобів, який забезпечує підтвердження договорів (угод) про купівлю-продаж іноземної валюти й банківських металів за гривні протягом часу, що встановлюється і змінюється на підставі постанови Правління НБУ.

Складний валютний дилінг – операції з цінними паперами (валютними облігаціями – ОВДП, векселями тощо), арбітраж на банківських кредитах і депозитах.

Спекулянт – особа, яка намагається отримати прибуток за рахунок змін цін на строковому ринку.

Спеціалізований інститут спільного інвестування – ІСІ, що інвестує активи виключно у визначені законодавством активи. До них належать інвестиційні фонди таких класів: 1) фонди грошового ринку; 2) фонди державних цінних паперів; 3) фонди облігацій; 4) фонди акцій; 5) індексні фонди; 6) фонди банківських металів.

Спеціальні права запозичення – міжнародні резервні активи, що створюються Міжнародним валютним фондом (МВФ) і розподіляються серед його членів на додаток до наявних резервних активів.

Споживчий кредит – це кредит, що надається домогосподарствам у товарній і грошовій формах для купівлі землі, нерухомості, транспортних засобів, інших предметів особистого вжитку.

СРО професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР.

Стоп-наказ (stop order) – доручення на купівлю або продаж, яке повинне за можливості бути реалізоване, як тільки ринкова ціна цінних паперів досягне раніше обумовленої клієнтом величини.

Страхова виплата – грошова сума, яка виплачується страховиком відповідно до умов договору страхування при настанні страхового випадку.

Страхова сума – грошова сума, в межах якої страховик відповідно до умов страхування зобов'язаний провести виплату при настанні страхового випадку.

Страховий агент – фізична або юридична особа, яка діє від імені та за дорученням страховика та виконує частину його страхової діяльності, а саме: укладає договори страхування; одержує страхові платежі; виконує роботи, що пов'язані зі здійсненням страхових виплат та страхових відшкодувань.

Страховий брокер – юридична або фізична особа, яка зареєстрована в установленому порядку як суб'єкт підприємницької діяльності та здійснює за винагороду посередницьку діяльність у страхуванні від свого імені на підставі брокерської угоди з особою, яка має потребу у страхуванні як страхувальник.

Страховий випадок – подія, передбачена договором страхування або законодавством, яка відбулася і з настанням якої виникає обов'язок страховика здійснити виплату страхової суми (страхового відшкодування) страхувальнику, застрахованій або іншій третій особі.

Страховий платіж (страховий внесок, страхова премія) – плата за страхування, яку страхувальник зобов'язаний внести страховику згідно з договором страхування.

Страховий ризик – певна подія, на випадок якої проводиться страхування і яка має ознаки ймовірності та випадковості настання.

Страховий тариф – ставка страхового внеску з одиниці страхової суми за визначений період страхування.

Страхові технічні резерви (крім ререзерв зі страхування життя) – резерви, що включають попередні виплати чистих страхових премій (крім премій зі страхування життя) і резерви для покриття неврегульованих вимог за страховими відшкодуваннями (крім відшкодувань зі страхування життя).

Страхувальники – юридичні особи та дієздатні фізичні особи, які уклали із страховиками договори страхування або є страхувальниками відповідно до законодавства України.

Страхування – вид цивільно-правових відносин щодо захисту майнових інтересів фізичних осіб та юридичних осіб у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування або чинним законодавством, за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом сплати фізичними особами та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій) та доходів від розміщення коштів цих фондів.

Страхування життя – вид особистого страхування, який передбачає обов'язок страховика здійснити страхову виплату згідно з договором страхування у разі смерті застрахованої особи а також, якщо це передбачено договором страхування, у разі дожиття застрахованої особи до закінчення строку дії договору

страхування та (або) досягнення застрахованою особою визначеного договором віку.

Страхування предмета застави – укладення договору між ломбардом та страховою компанією або між позичальником та страховою компанією про страхування предмета застави, наданого як забезпечення фінансового кредиту ломбарду, за рахунок та в інтересах власника предмета застави на строк дії договору фінансового кредиту.

Строкова угода – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому.

Строковий ІСІ – ІСІ, що створюється на певний строк, встановлений у його регламенті, після закінчення якого зазначений ІСІ припиняється, якщо не прийнято рішення про продовження строку діяльності такого ІСІ відповідно до законодавства. ІСІ закритого типу може бути лише строковим.

Строковий кредит – кредит, що надається негайно повністю після укладення кредитної угоди. Погашається він періодичними внесками або одноразовим платежем у кінці терміну.

Строковий ринок цінних паперів – ринок із відстроченим, частіше всього на декілька місяців, виконанням угоди. Зазвичай традиційні інструменти (акції, облігації) обертаються на касовому, а контракти на похідні інструменти фінансового ринку – на строковому ринку.

Структуровані привілейовані акції – акції, які базуються на портфелі звичайних акцій або інших фінансових інструментів.

Супутні послуги ломбарду – послуги, що є передумовою надання фінансового кредиту або впливають з його надання.

T

Тверді угоди – угоди, умови яких не підлягають зміні в процесі реалізації угоди. Вони стандартизовані за формою.

Тендерні кредити, або тендери з підтримки ліквідності – регулярні операції з надання кредитів банкам НБУ.

Терміновий курс – контракт з датою укладання більше двох робочих днів.

Технологія блокчейн – ланцюжок блоків даних у форматі *JSON*.

Товарний ф'ючерсний контракт – угода між продавцем або покупцем, з одного боку, і кліринговою установою біржі, з іншого, про поставку стандартної кількості відповідного товару за узгодженою ціною на конкретну дату в майбутньому.

Товарні свопи – угоди двох сторін щодо обміну певної суми грошей (яка визначається фіксованою ціною якогось товару) на змінну суму грошей, що базується на ринковій ціні цього товару.

Товаророзпорядчі цінні папери – цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

Торгівля валютними цінностями – операції з купівлі, продажу або обміну валютних цінностей, що здійснюються як у готівковій формі (для банківських металів – із фізичною поставкою), так і безготівковій формі (для банківських металів – без фізичної поставки).

Торговельний баланс – співвідношення вартості експорту та імпорту країни з її торговельними партнерами.

У

Умовні угоди, або угоди з премією – це строкові біржові угоди, в яких один з контрагентів за встановлену винагороду (премію) набуває права на підставі особливої заяви, приуроченої до певного дня, зробити той або інший вибір (що стосується умов виконання угоди): виконати угоду або відмовитися від її виконання.

Уповноважене рейтингове агентство – рейтингове агентство, яке стало переможцем конкурсу, що проводиться Комісією з

цінних паперів та фондового ринку, з визначення рейтингових агентств, що уповноважені проводити рейтингову оцінку.

Учасник НПФ – фізична особа, на користь якої сплачуються (сплачувалися) пенсійні внески до НПФ та яка має право на отримання пенсійних виплат або отримує такі виплати з НПФ згідно із цим Законом.

Ф

Ф'ючерс або ф'ючерсний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

Ф'ючерсний контракт за короткостроковими відсотковими ставками – угода між продавцем або покупцем, з одного боку, та кліринговою установою біржі – з іншого про прийняття на депозит стандартної суми грошових коштів під визначену грошову ставку на конкретну дату в майбутньому.

Ф'ючерсний контракт на іноземну валюту – угода між продавцем (покупцем) та кліринговою установою біржі про продаж (купівлю) стандартної суми однієї валюти за іншу за узгодженим валютним курсом на конкретну дату у майбутньому.

Фактичний курс – курс, що складається у макрофінансовій системі держави на даний момент часу, тобто базується на поточному валютному курсі.

Факторинг – система фінансування, за умовами якої підприємство-постачальник товарів переуступає короткострокові вимоги за торговельними операціями банку.

Фінансова компанія – фінансова установа, яка надає фінансові послуги, державне регулювання яких відповідно до законодавства віднесено до компетенції Нацкомфінпослуг, та яка не є страховиком, фінансовою установою, яка надає послуги з

накопичувального пенсійного забезпечення, фінансовою установою-юридичною особою публічного права, а також кредитною установою, у тому числі кредитною спілкою та ломбардом.

Фінансова операція з продажу нерухомості з правом довічного проживання – право власності на нерухомість переходить до кредитора не після закінчення терміну кредитування (або смерті власника), а безпосередньо на момент укладення договору.

Фінансова установа-юридична особа публічного права – фінансова установа, яка створюється розпорядчим актом Президента України, органу державної влади або органу місцевого самоврядування й уповноважена надавати фінансові послуги.

Фінансова холдингова компанія – юридична особа, основним видом діяльності якої є участь у статутному капіталі юридичних осіб, та діяльність фінансових установ, які є її дочірніми та/або асоційованими компаніями, є основною.

Фінансове зобов'язання – контрактне зобов'язання: а) передати грошові кошти або інший фінансовий актив іншому підприємству; б) обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно не вигідних умовах.

Фінансове посередництво – вид економічної діяльності, в процесі якої інституційна одиниця (депозитна або недепозитна фінансова корпорація) мобілізує кошти шляхом прийняття зобов'язань за власний рахунок із метою спрямування цих коштів іншим інституційним одиницям шляхом кредитування або придбання фінансових активів іншим способом.

Фінансовий інжиніринг – сукупність заходів щодо розв'язання завдань підвищення ефективності фінансової та страхової діяльності, зниження її ризиків через рахунок конструювання нових продуктів і технологій, а також використання різних комбінацій вже існуючих фінансових інструментів з метою задоволення інтересів та потреб учасників фінансових відносин.

Фінансовий кредит – кошти, що надаються у позику юридичній або фізичній особі на визначений строк та під процент.

Фінансовий кредит ломбарду – надання коштів у позику, забезпечених заставою, на визначений строк та під процент.

Фінансовий лізинг – вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу.

Фінансовий моніторинг – сукупність заходів, які здійснюються суб'єктами фінансового моніторингу у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму, що включають проведення державного фінансового моніторингу та первинного фінансового моніторингу.

Фінансовий ринок – сукупність учасників ринку та правовідносин між ними щодо формування, розподілу та перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових інструментів.

Фінансовий сектор – частина економіки, що пов'язана з діяльністю фінансових корпорацій, які, власне, і забезпечують функціонування фінансового ринку.

Фінансові активи – специфічні активи, тобто законні вимоги власників цих активів щодо отримання певного доходу в майбутньому.

Фінансові інструменти – різноманітні фінансові документи, що обертаються на ринку та мають грошову вартість.

Фінансові корпорації – всі корпорації, які спеціалізуються на фінансових послугах чи допоміжній фінансовій діяльності.

Фінансові опціони – опціонні контракти, де як базові активи використовуються виключно фінансові інструменти з відповідними кількісними індикаторами, зокрема валюта (курс валюти), відсоткові ставки (рівень ставки), цінні папери (курс) та фондові індекси.

Фінансові посередники – депозитні та недепозитні фінансові корпорації, призначенням яких є ефективне нагромадження, управління та перерозподіл фінансових ресурсів через виробництво фінансових послуг.

Фінансові супермаркети – універсальні інтегровані фінансові посередники.

Фонди грошового ринку – інвестиційні фонди, які інвестують виключно або переважно в короткострокові цінні папери грошового ринку, такі як казначейські векселі, депозитні сертифікатами і комерційні папери.

Фондова біржа – професійний учасник ринку цінних паперів, який створює організаційні, технологічні, інформаційні, правові та інші умови для збирання та поширення інформації щодо пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею.

Фондовий індекс – показник, що розраховується за певним набором цінних паперів (акцій, облігацій), що перебувають в обігу на ринку цінних паперів, задля оцінювання рівня та загального напрямку руху їхньої вартості. Його також називають індексом ділової активності.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Форвардний контракт – цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором.

Форвардні валютні операції – контракти з обміну валют, які відбуватимуться у майбутньому, але за курсом, зафіксованим на поточну дату. Укладаються, як правило, на строк до одного року, але в окремих випадках, коли йдеться про ринок стабільних валют, можливе оформлення угод на п'ять або більше років наперед.

Ф'ючерсні валютні операції – строкові угоди на біржах, що становлять купівлю-продаж золота, валюти, інших фінансових інструментів за фіксованою на момент укладання контракту ціною, з виконанням операції через певний проміжок часу (більше 3 днів і до 2–3 років).

Х

Хеджер – особа, яка страхує на строковому ринку свої фінансові активи або результати угод.

Холдингова компанія – акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств.

Ц

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – ОВДП, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Цінні папери – документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, що їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їхнього розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

Цінові фондові індекси – фондові індекси, що базуються на цінах на акції та обраховуються як середнє арифметичне вартості акцій компаній, що входять у базовий список індексу.

Ч

Частково конвертовані валюти – це валюти тих країн, які відмінили валютні обмеження не на всі валютні операції або тільки для нерезидентів.

ABS (англ. *Assets Backed Securities*) – цінні папери, що забезпечені активами, тобто ті, що ґрунтуються на пулах активів або мають забезпечення потоками готівкових коштів від таких активів.

CDO (англ. *Collateralized Debt Obligations*) – цінні папери, що забезпечені борговими зобов'язаннями, зокрема юридичних осіб.

CDS (англ. *Credit Default Swaps*) – кредитно-дефолтний своп – ринковий дериватив, що страхує від дефолту за зобов'язаннями.

MBS (англ. *Mortgage Baked Securities*) – іпотечні цінні папери, що рефінансуються за допомогою зобов'язань за одним або кількома іпотечними кредитами.

Навчальне видання

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

Коваленко Юлія Михайлівна

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ

Підручник

У двох частинах

Частина 2

Відповідальний за випуск

Д. Ф. Салахова

Редактор

*Н. І. Грицюк,
О. В. Данильчик*

Форматування та
комп'ютерна верстка

О. В. Лисенко

Здано до друку 11.11.2019. Формат 60×84/16

Папір офсетний № 1. Гарнітура «Times New Roman».

Друк. арк. 25,5.

Тираж 300 примірників. Замовлення № 857.

*Підготовлено до друку Видавничо-поліграфічним центром
Університету ДФС України
08200, вул. Університетська, 31, м. Ірпінь, Київська область, Україна*

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до державного реєстру видавців, виготовлювачів і
розповсюджувачів видавничої продукції
Серія ДК № 5104 від 20.05.2016*