

НЕДЕРЖАВНІ ПЕНСІЙНІ ФОНДИ В УКРАЇНІ: СТАН ТА ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ АКТИВІВ ТА РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НПФ

Дмитро
Леонов,
к.е.н., доцент

Розвиток пенсійних систем в країнах світу сьогодні доводить, що наявність накопичувального рівня пенсійної системи є свідченням стабільності системи в цілому та додаткових гарантій соціально-економічного захисту громадян відповідної країни. Наявність

є складі накопичувального рівня пенсійної системи недержавних пенсійних фондів, в свою чергу, дозволяє оцінювати рівень незалежності пенсійних накопичень громадян від політичних ризиків, притаманних державній системі пенсійного забезпечення.

В той же час запровадження накопичувального рівня пенсійної системи (як державного, так і недержавного) створює передумови формування в економіці країни значного обсягу довгострокових пенсійних накопичень, які потребують ефективного інвестування з метою уbezпечення від ризиків втрати знецінення. Так, наприклад, у 2005 р. Сполучені Штати Америки нагромадили найбільшу суму пенсійних активів – еквівалент більше ніж 160% ВВП (з якого 93,8% становлять пенсійні фонди). Загальна сума накопичених пенсійних активів у 2005 році перевищила 100% ВВП також в Ірландії, Норвегії, Данії і Японії [1, с.2].

У свою чергу протягом минулого десятиліття багато країн Центральної та Східної Європи почали формувати й просувати послуги недержавних пенсійних фондів як важливу ланку нової пенсійної системи. На думку експертів, пенсійні активи на ринках пенсійних послуг, що перебувають на стадії становлення, у майбутньому будуть швидко збільшуватися. Про це свідчать зокрема показники зростання пенсійних активів у цих країнах (наприклад, у Чеській Республіці пенсійні активи з 2001 по 2005 р. виросли з 1,4 мільярда доларів США до 5,0 мільярда (4%

до ВВП), в Угорщині – з 2,1 мільярда доларів США до 9,3 мільярдів (3,9% до ВВП), і в Польщі – з 4,6 мільярдів доларів США до 26,3 мільярда (9% до ВВП). [1, с.4; 2, с.4]

Пенсійна система України сьогодні також перебуває в стадії реформування. З 2003 р. почалося формування недержавного накопичувального рівня вітчизняної пенсійної системи, а з березня 2005 р., до пенсійних фондів, створених згідно з прийнятим у 2003 р. Законом [3], почали надходити перші пенсійні внески.

Дослідження інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів (НПФ) на ринку фінансових послуг України в спеціальній економічній науковій літературі сьогодні здебільшого стосуються загальних питань інвестиційної діяльності та державного регулювання в цій сфері (зокрема, слід відмітити роботи А.Федоренка, Д.Леонова, Н.Ковальової, О.Ткача, В.Яценко та інш.). Узагальнений аналіз показників практичної діяльності НПФ з 2005 р. здійснюється Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг) [4].

Практичним завданням цієї статті є аналіз динаміки показників залу-

чення активів вітчизняними НПФ та результатів їх інвестиційної діяльності з метою визначення тенденцій та проблем розвитку цієї діяльності, а також надання рекомендацій щодо можливих заходів з формування умов для підвищення її ефективності.

Аналіз даних щодо *формування активів та розвитку інвестиційної діяльності НПФ* (тут і далі розраховано автором на підставі офіційних даних Держфінпослуг [4]) демонструє, з одного боку, значні темпи зростання загальної суми активів НПФ, з другого – підвищення рівня диверсифікації направімів їх інвестування.

Пенсійні активи НПФ (як «нових» НПФ, так і НПФ, що здійснювали діяльність ще до прийняття спеціального Закону [3] та на цей час перебувають у стадії реорганізації) зросли з 10,5 млн. грн. на початок 2005 року до 46,15 млн. грн. на кінець 2005 року, тобто в 4,4 раза за рік. У той же час лише за 9 місяців 2006 року активи НПФ зросли в 2,5 раза, склавши 118,3 млн. грн. проти 46,15 млн. грн. станом на початок 2006 року.

Основний приріст обсягу активів у системі недержавного пенсійного забезпечення відбувся за рахунок зростання кількості «нових» НПФ та нарощування активів саме цими фондами. Якщо загальна сукупна сума активів, сформованих НПФ станом на 01.10.2005, становила 33,8 млн. грн. (з них 62,4% становили активи «нових» пенсійних фондів), то станом на

початок 2006 р. загальна вартість активів «нових» НПФ склала вже 32 млн. грн., тобто 69,3% від загальної суми активів всіх НПФ (46,15 млн. грн.), а за підсумками 9 місяців 2006 року – 103,6 млн. грн. (або 87,7%).

Джерелами формування активів НПФ є пенсійні внески та прибуток від інвестування активів. На кінець 1 півріччя 2006 року, так само як і на кінець 2005 року, 79% всіх активів недержавних пенсійних фондів становили пенсійні внески, а інвестиційний дохід (наростаючим підсумком) становив 21% в сформованих активах НПФ. За підсумками 9 місяців 2006 року внаслідок зростання кількості НПФ, які тільки почали свою діяльність та прийняли перші внески, частка пенсійних внесків в активах НПФ дещо збільшилася (до 81%, або 95,2 млн. грн.).

Зазначимо, що показник співвідношення загальної суми активів НПФ до ВВП в Україні ще залишається одним з найнижчих серед порівняних постсоціалістичних країн та становить 0,01% ВВП, в той час коли аналогічний показник у Польщі становить 9% ВВП, в Угорщині – 3,9% ВВП, в Чехії – 4% ВВП [2, с.4].

Щодо *диверсифікації пенсійних активів*, то структура загальних пенсійних активів НПФ станом на 01.10.2006 включала практично всі основні групи активів, дозволених законодавством про недержавне пенсійне забезпечення (рис. 1).

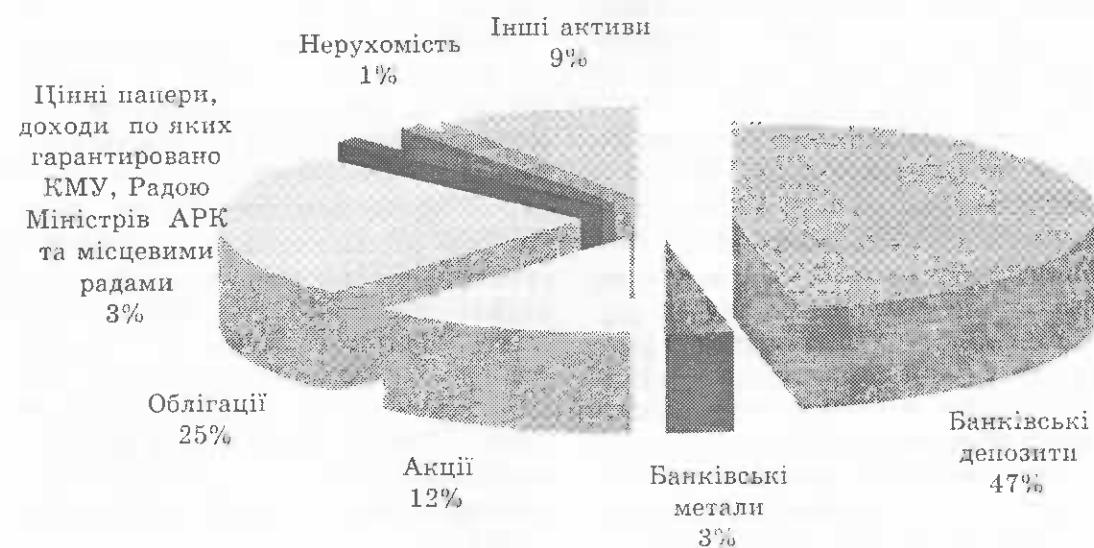


Рис. 1. Структура сукупного портфеля пенсійних активів НПФ (на 01.10.2006) (складено автором на підставі офіційних даних Держфінпослуг) [4]

Хоча нереважну частку інвестицій НПФ на 01.10.2006 складають кошти на депозитних рахунках банків, їх питома вага поступово зменшується. Так, якщо станом на 30.06.2005 на банківських депозитних рахунках було розміщено 92,6% (у сумі 17,5 млн. грн.) від загальної суми інвестованих коштів, то цей показник на 01.10.2005 склав 77% (у сумі 27,4 млн. грн.), на початок 2006 р. – 70,0% (у сумі 32,3 млн. грн.), станом на 01.07.2006 зменшився майжедвічі за рік – до 49,2% сукупних пенсійних активів (у сумі 40,3 млн. грн.).

У той же час станом на 01.10.2006 цей показник зменшився лише до 47,6% (у сумі 17,65 млн. грн.). Отже, стримуючими факторами у загальній тенденції зменшення питомої ваги депозитів в активах НПФ виступають об'єктивні чинники.

По-перше, «зріла» вікова структура учасників НПФ вимагає утримання достатньої суми ліквідних активів для здійснення майбутніх пенсійних виплат, які можуть виникнути досить швидко та мати здебільшого форму одноразової пенсійної виплати. По-друге, на перших етапах розвитку кожного НПФ відсутній обсяг активів, достатніх для інвестування на інших, ніж грошовий сегментах фінансового ринку. Відповідно, вітчизняним законодавством встановлено 18-місячу відстрочку застосування до новостворених недержавних пенсійних фондів визначених Законом [3] кількісних обмежень інвестування в різні види активів. Первинні пенсійні активи практично кожного пенсійного фонду розміщуються на банківські депозити, оскільки можливість інвестування в цьому випадку майже не замежить від наявної у фонду, як інвестора, достатньої для інших напрямів інвестування суми коштів.

Враховуючи наявні темпи зростання контингенту вкладників та загальної суми пенсійних активів, цілком зрозуміло є тенденція до стабілізації за строком розміщення коштів депозитної складової інвестиційного портфеля НПФ. У багатьох випадках НПФ уже можуть провадити ефективне інвестування за рахунок стабільних поточних пенсійних внесків, які надходять від вкладників. Так, якщо на

01.10.2005 на депозитні вклади пенсійні активи були розміщені в середньому строком від 3 до 12 місяців, то, починаючи з початку 2006 р. в середньому депозити розміщувалися вже терміном від 3 місяців до 3 років. Розбіжність ставок за депозитами НПФ є досить сталою та складає 7-8% (розмір ставок за депозитами, розміщеними НПФ станом на 01.10.2005 коливався від 11% до 18% річних, а на початок 2006 р. від 11% до 19% річних). На початок 2006 р. депозити НПФ розміщували за середньою відсотковою ставкою 14,2%. Станом на 30.06.2006 відхилення ставок за депозитами, відкритими НПФ в національній валюті, від середньозваженої ставки Національного банку України складає від 2,5 до 10,5%.

Поступово зростає питома вага цінних паперів в активах НПФ. Якщо станом на 01.10.2005 лише 21% активів НПФ було інвестовано в цінні папери, то на 01.10.2006 частка цінних паперів в активах НПФ досягла вже 40%.

Враховуючи початкову стадію розвитку діяльності НПФ в Україні, яка зумовлює підвищенні вимоги до ліквідності інвестицій та уbezпечення пенсійних активів від ризиків втрат і знецінення серед цінних паперів, дозволених для інвестування активів НПФ, основна увага приділяється **борговим цінним паперам**.

Основна питома вага серед інвестицій НПФ у боргові цінні папери припадає на інвестиції в **корпоративні облігації** вітчизняних емітентів. Ринок цих фінансових інструментів протягом останніх шести років розвивався досить динамічно (тут і далі розраховано автором на підставі даних річного звіту Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 рік [5]). Лише в 2005 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) було зареєстровано випусків облігацій на суму 12,75 млрд. грн., зокрема: облігацій підприємств – на суму 9,83 млрд. грн.; облігацій банків на суму 2,56 млрд. грн., облігацій страхових компаній – на суму 41,9 млн. грн. Серед цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу на фондових біржах та торговельно-інформаційних системах, на початок 2006 р. було 256 випусків облігацій підпри-

ємств. При цьому у 2005 р. за обсягами виконаних угод на організаторах торгівлі операції з облігаціями підприємств становили 39,84% загального обсягу торгів, (в тому числі на вторинному ринку на організаторах торгівлі обсяг виконаних договорів по операціях з облігаціями підприємств становив 6,5 млрд. грн.). Однак вторинний обіг корпоративних облігацій відбувався лише на двох з десяти організаторах торгівлі: ПФТС (Перша фондова торгівельна система) та ПТІС (Південна торгівельно-інформаційна система). При цьому на ПФТС, яка у 2005 р. традиційно займала провідні позиції за обсягами виконаних угод серед організаторів торгівлі (88,22% загального обсягу угод), питома вага угод з корпоративними облігаціями становила за підсумками І кварталу 2006 року 36,4% усіх угод вторинного ринку [2, с.4].

Слід зауважити, що вітчизняні дослідники неодноразово звертали увагу на те, що корпоративні облігації, випущені без додаткового забезпечення (тобто під загальні зобов'язання емітента), є надто ризиковим об'єктом інвестування пенсійних активів [6, с.52; 7, С.66].

Водночас, незважаючи на існуючі недоліки ринку корпоративних облігацій, ці фінансові інструменти залишаються основною альтернативою банківським депозитам при розміщенні активів НПФ. Так, за річний період з 30.06.2005 по 30.06.2006 їх питома вага в інвестиціях пенсійних фондів зросла в два рази (відповідно з 11,5% (3,15 млн. грн.) до 23,6% (19,4 млн. грн.) від загальної суми активів), а станом на 01.10.2006 складала вже 25% (25,6 млн. грн.). Термін погашення за корпоративними облігаціями, придбаними НПФ, коливається від 6 місяців до 10 років. При цьому, в структурі сукупного облігаційного портфелю всіх НПФ можна відзначити поступове зменшення вимог до інвестиційної якості облігацій на користь їх дохідності. Так, якщо на початок 2006 р. частка облігацій підприємств-емітентів, які відповідно до процедури ПФТС включені до Котируваного листа 3 рівня лістингу ПФТС, становила 53% облігаційного портфелю пенсійних фондів, а 47% облігацій, в які розміщені активи НПФ, були включені до Котируваного лис-

та 2 рівня лістингу ПФТС, то станом на 01.07.2006 р. облігації підприємств-емітентів, які включені до Котируваного листа 3 рівня лістингу ПФТС, складали в структурі облігаційного портфелю пенсійних фондів уже 69%, облігацій включених до Котируваного листа 2 рівня лістингу ПФТС – 29%, та 2% облігацій, які включені до Котируваного листа 1 рівня лістингу ПФТС.

Разом з тим, якщо на початок 2006 р. мінімальна дохідність до погашення на дату виконання угод за такими облігаціями становила 11,09, максимальна – 20,79, середня дохідність до погашення – 15,21, а середня поточна купонна ставка – 15,16, то на 01.07.2006 мінімальна дохідність до погашення на дату виконання угод за такими цінними паперами становила 9,47, максимальна – 27,39, середня поточна купонна ставка – 15,74.

Показники інвестицій в цінні папери, джерел за якими гарантовано Радою Міністрів Автономної Республіки Крим та місцевими радами, в активах НПФ залишаються незначними, так само, як і показники динаміки розвитку ринку цих цінних паперів.

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 2005 р. зареєстровано випусків облігацій місцевої позики на суму 350,0 млн. грн. (емітентами облігацій виступили Харківська міська Рада, Донецька міська Рада, Запорізька міська Рада, Черкаська міська Рада, Одеська міська Рада). В той же час з всіма облігаціями місцевих позик, які перебували в обігу протягом 2005 р., угоди виконувались виключно на одному з десяти організаторів торгівлі – ПФТС (річний обсяг угод склав 667,8 млн. грн.), а за підсумками І кварталу 2006 року їх питома вага на вторинному ринку в ПФТС склала лише 3,8% угод [2, с.4], що свідчить про недостатній рівень ліквідності цих фінансових інструментів. При цьому встановлені законодавством обмеження щодо граничних розмірів місцевих позик не розглядаються інвесторами як достатній механізм уbezпечення від їх інвестиційних ризиків. Зазначимо, що діючий правовий механізм випуску та обігу облігацій місцевих позик не дозволяє запровадити механізми додаткового забезпечення зо-

бов'язань за місцевими позиками та не забезпечує прозорого публічного механізму моніторингу цільового використання застачених коштів та руху комтів, пов'язаних з випуском та погашенням облігацій в процесі виконання місцевих бюджетів, як це пропонують вітчизняні фахівці [6, с.51].

Що стосується інвестицій НПФ в облігації місцевих позик, то станом на 01.10.2005 вони складали 1,05% активів НПФ (що становило 0,29 млн. грн.), а на початок 2006 р. лише 0,21 млн. грн. (або 0,5% обсягу активів НПФ). Мінімальна дохідність до погашення за такими цінними паперами в портфелях НПФ на початок 2006 р. становила 11,26, максимальна – 13,10%, періодичність виплат – щоквартальна, середня поточна купонна ставка – 12,25%. Однак, пожавлення емісійної активності новообраних органів місцевої влади в 2006 р. та необхідність диверсифікації активів НПФ є факторами поступового зростання інвестицій НПФ у ці фінансові інструменти. Станом на 01.07.2006 частка облігацій місцевих позик в активах НПФ знов зросла до 1% (що становить близько 0,8 млн. грн.).

Станом на 01.07.2006 в цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, було інвестовано близько 2,6 млн. грн. пенсійних активів, що становить лише 3,2% від загальної суми активів НПФ станом на 30.06.2006 рік. Слід зазначити, що ринок облігацій державної позики є одним з найбільш ліквідних сегментів ринку цінних паперів (у 2005 р. за обсягами виконаних угод на організаторах торгівлі серед фінансових інструментів операції з облігаціями державної позики склали 23,61%, а за підсумками I кварталу на ПФТС угоди з вторинного обігу ОВДП склали 35,5% угод) [2, с.4]. Незважаючи на це, вони не користуються значним попитом при інвестуванні пенсійних активів. Насамперед це зумовлено вкрай низькою дохідністю цих фінансових інструментів, яка ніколи не покриває рівня інфляції та не забезпечує збереження реальної вартості інвестованих пенсійних коштів.

Пропозиції вітчизняних фахівців [6, с.49,50,53] щодо пожавлення інтересу до інвестування пенсійних активів

у державні зобов'язання шляхом випуску спеціальних довгострокових державних пенсійних облігацій (10, 15 і більше років) та змінною (з урахуванням рівня інфляції) купонною ставкою для розміщення в них коштів накопичувальних пенсійних фондів так і залишилися нереалізованими, хоча і були задекларовані урядом як наміри.

Загалом, питома вага сукупних інвестицій НПФ у державні цінні папери та облігації місцевих позик є більш менш стабільною, однак на 01.10.2006 не перевищувала 3% (3,4 млн. грн.) сукупних пенсійних активів.

Інвестиції в акції вітчизняних емітентів станом на 01.10.2006 посідають третє місце в структурі активів НПФ після інвестицій в банківські депозити та боргові цінні папери. В основному це прості іменні акції, які включені до лістингу ПФТС.

Це зумовлено, з одного боку, обмеженістю організованого ринку акцій та додатковими вимогами, встановленими вітчизняним законодавством до самих акцій (в які можуть інвестуватися активи НПФ), які мають бути включені до лістингу та перебувати в обігу на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі, обсяги торгів на яких становлять не менше 25% від загальних обсягів торгів на організаційно оформлених ринках цінних паперів України [3, с.47].

Частка акцій в сукупних активах пенсійних фондів с досить стабільною та коливалася за період з 30.06.2005 по 01.10.2006 від 7,1 до 12% від загальної суми активів. Так, станом на 30.06.2005 в акції українських емітентів було інвестовано 8,54% пенсійних активів (або 2, 34 млн. грн.), на початок 2006 р. – 3, 28 млн. грн. (7,1% обсягу активів НПФ), на 30.06.2006 р. – 9, 65 млн. грн. (11,8% від загальної вартості активів НПФ), на 01.10.2006 – 12,2 млн. грн. (або 12% обсягу активів НПФ). В той же час слід відзначити, що зі зростанням обсягу та питомої ваги інвестицій пенсійних активів в акції вітчизняних емітентів, за формальними ознаками одночасно покращується якість портфелю акцій в сукупних активах НПФ. Якщо на початок 2006 р. в портфелі акцій НПФ найбільшу частку (41,6% всіх акцій портфеля пенсійних фондів) станови-

ли прості іменні акції, які відповідно до процедури ПФТС були включені до Котируваного листа 3 рівня лістингу ПФТС, а цінні папери включені до Котируваного листа 2 рівня лістингу ПФТС становили лише 35,4%, то на 01.07.2006 прості іменні акції, які відповідно до процедури ПФТС включені до Котируваного листа 1 та 2 рівній лістингу ПФТС, складали в структурі портфелю пенсійних фондів відповідно 27,5 та 52,4% (тобто загалом 79,9% портфелю акцій в активах НПФ), решта включена до Котируваного листа 3 рівня лістингу ПФТС (відповідно 20,1%). Структура вкладень в акції українських емітентів за галузями на 01.07.2006 складалася з наступних галузей: телекомуникаційна - 4, енергетична - 8, хімічна галузь - 9, нафтопереробна - 10, металургійна галузь - 22, машинобудівна - 39, інші галузі - 8.

Слід зазначити, що організований ринок акцій протягом 2005 та на початку 2006 р. розвивався перівномірно.

Станом на початок 2006 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано випусків акцій на суму 152,4 млрд. грн., в тому числі у 2005 р. Комісією було зареєстровано 1435 випусків акцій на загальну суму 24,815 млрд. грн. Слід зазначити, що порівняно з 2004 р. загальний обсяг зареєстрованих випусків акцій у 2005 році зменшився на 3,53 млрд. грн. Разом з тим серед цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу на організаторах торгівлі, найбільшу питому вагу в 2005 році становили акції 1410 емітентів. В цьому ж періоді від загального обсягу виконаних угод на організаторах торгівлі угоди з акціями склали 27,25%. На первинному ринку організаторів торгівлі за обсягами виконаних угод операцій з акціями становили 549,8 млн. грн., при цьому найбільший обсяг зафіксовано на УФБ (Український фондовій біржі) - 487,4 млн. грн. (тобто 88,7% загального обсягу угод). При цьому у 2005 р. на семи з десяти організаторах торгівлі на первинному ринку здійснювалася діяльність з торгівлі виключно акціями.

Протягом 2005 р. угоди з вторинного обігу акцій виконувались на всіх організаторах торгівлі та склали за-

галом 3,9 млрд. грн., при цьому найбільший обсяг зафіксовано на ПФТС - 3,3 млрд. грн. (84,6% загального обсягу угод). У загальній структурі угод вторинного ринку на ПФТС, годі з акціями за підсумками І кварталу 2006 року посіли третє місце (23,2%) після корпоративних облігацій та ОВДІ [2, с.4].

Таким чином, можна стверджувати, що визначена Законом [3, ст.17] вимога щодо критерію відбору організатора торгівлі та фінансових інструментів, прийнятих до інвестування, за покликанням лише загального обсягу угод даних угод на цьому організаторі "торгівлі не відповідає існуючому структуруванню ринку як за видами інструментів, так і за обсягами угод на первинному та вторинному ринках, та розподілом цих угод між організаторами торгівлі".

Решту об'єктів інвестування активів НПФ складають інвестиції у банківські метали та в об'єкти нерухомості. Використання цих груп активів для диверсифікації інвестицій НПФ є загальною тенденцією у сучасній практиці та відповіддю на нестабільність ринку цінних паперів.

В Україні також спостерігається збільшення частки вкладень пенсійних фондів у банківські метали. Якщо станом на 30.06.2005 в банківські метали було розміщено 1,8% від сучасних активів пенсійних фондів (або 0,3 млрд. грн.), а на початок 2006 р. було інвестовано 0,7 млн. грн., що становить 1,6% обсягу активів НПФ, то в наступному частка банківських металів в активах фондів збільшилася майже в 2 рази, склавши станом на 01.07.2006 3,3% (або 2,7 млн. грн.), а станом на 01.10.2006 - 3% від загальної суми активів (або 3,5 млн. грн.).

Що стосується інвестицій активів НПФ в об'єкти нерухомості, то слід зазначити, що до прямого інвестування в нерухомість НПФ спонукає нерозвиненість вітчизняного ринку іпотечних цінних паперів. Оскільки ринок нерухомості у всьому світі демонструє стабільну тенденцію до зростання, активи НПФ в зарубіжних країнах зазвичай включають від 5 до 10% подібних інвестицій, однак здебільшого в секуризованій формі, оскільки інвестування в окремі об'єкти нерухомості є мені-

ліквідним та більш ризикованим, аніж у стандартні сек'юритизовані інструменти. Враховуючи це, вітчизняним законодавством питома вага прямих інвестицій пенсійних фондів в нерухомість обмежена на рівні 10% пенсійних активів [3, с.49]. Тому у майбутньому місце пенсійних фондів на ринку нерухомості буде визначатися насамперед рівнем розвитку ринку іпотечних цінних паперів. Сьогодні ж вітчизняні НПФ поступово збільшують прямі інвестиції в об'єкти нерухомості в межах, дозволених законодавством. Так, якщо на 30.06.2005 в об'єкти нерухомого майна було інвестовано 0,05% активів фондів (або 14,1 тис. грн.), то станом на 30.06.2006 в об'єкти нерухомості було вкладено вже 1,2 млн. грн. (тобто 1,5 % від загальної суми пенсійних активів), а протягом I кварталу наступного року частка нерухомості залинилася в межах 1% від суми активів НПФ (в загальній сумі 1,2 млн. грн.).

Результатом інвестиційної діяльності НПФ є інвестиційний дохід, який, як вже зазначалося, станом на кінець 1 півріччя 2006 року (наростаючим підсумком) становив 21% у сформованих активах НПФ.

Зазначимо, що кінцевим результатом діяльності НПФ є його прибуток (або збиток), який враховує окрім результатів безпосередньо інвестиційної діяльності також понесені фондом витрати на обслуговування діяльності НПФ в цілому. Враховуючи те, що пенсійні фонди, створені відповідно до Закону [3], основну частину надходжень в 2005 році отримували протягом II-IV кварталу у вигляді пенсійних внесків, термін здійснення інвестування пенсійних активів був у 2005 році незначним. Крім того, більшість з новостворених НПФ перебували на стадії накопичення первинних активів та скористалися дозволеною законодавством відсрочкою щодо диверсифікації активів, розміщуючи залучені пенсійні внески на депозитних рахунках у банківській системі. Відзначимо, що у міру накопичення пенсійних активів та активізації інвестиційної політики НПФ їх прибуток помітно зростає. Так, якщо на початок 2006 р. прибуток, отриманий новими пенсійними фондами, становив лише 1,93 млн. грн., що у співвідно-

шенні з загальною вартістю активів цих НПФ (32 млн. грн.) становило лише 6%, то вже протягом I півріччя 2006 року цей показник зріс в 1,97 раза та становив 11,8% (при співвідношенні 11,2 млн. грн. прибутку НПФ до загальної вартості їх активів в сумі 94,7 млн. грн.), а на 01.10.2006 значення показника становило вже 13,4% (при співвідношенні 13,9 млн. грн. прибутку НПФ до загальної вартості їх активів у сумі 103,6 млн. грн.) Отже, можна стверджувати, що середня чиста прибутковість діяльності НПФ уже за перший рік досягла рівня дохідності гропового ринку та перевищила офіційний рівень інфляції.

Разом з тим можна зазначити, що за умов, коли недержавний рівень пенсійної системи перебуває ще на стадії створення, показники сукупного інвестиційного портфелю всіх НПФ мають розглядатися із певними застереженнями. Держфінпостуг у своїх оглядах в частині аналізу інвестиційної діяльності пенсійних фондів доцільно було б окремо виділяти показники тих НПФ, до яких застосовуються всі вимоги до диверсифікації інвестицій. Це дозволить зосередити увагу, в першу чергу, на результатах тих НПФ, які пройшли першу стадію організації своєї діяльності та здійснюють повноцінну інвестиційну діяльність з урахуванням всіх вимог чинного законодавства.

Відповідно, в існуючих умовах, можна визначити наступні тенденції розвитку інвестиційної діяльності НПФ:

- вітчизняні НПФ загалом продовжуватимуть провадити консервативну інвестиційну політику, притаманну подібним фінансовим установам (залишаючи частку боргових інструментів у сукупних пенсійних активах приблизно на сучасному рівні – близько 75%);
- питома вага банківських депозитів у сукупних активах НПФ поступово зменшуватиметься з огляду на їх низьку, порівняно з альтернативними напрямками інвестування, дохідність. Однак цей показник найближчим часом буде залишатися досить значним за рахунок структури первинних пенсійних активів, що формуватимуть НПФ, які тільки-но створюються;
- основні інвестиції в цінні папери НПФ продовжуватимуть здійснювати в облігації, віддаючи при цьому перева-

ту найбільш дохідним корпоративним облігаціям перед ОВДП та облігаціями місцевих позик;

- інвестування пенсійних активів в акції вітчизняних підприємств поступово збільшується, однак темпи зростання частки акцій в активах НПФ об'єктивно обмежені інвестиційною якістю цих фінансових інструментів та становом організованого ринку цінних паперів;

- питома вага банківських металів в активах НПФ буде її надалі повільно збільшуватися, враховуючи досить гнучкі механізми інвестування в ці активи, які пропонують комерційні банки, та необхідність диверсифікації портфелів НПФ;

- прямі інвестиції в нерухомість становитимуть незначну частку в сукупних активах НПФ, оскільки лише невелика кількість НПФ накопичуватиме достатній обсяг активів для того, щоб придбати окремі об'єкти в межах встановлених законодавством кількісних обмежень на подібні інвестиції.

Виходячи з наведеного аналізу та систематизації положень актів законодавства України, які стосуються питань інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, можна зробити наступні висновки та пропозиції.

До проблем розвитку інвестиційної діяльності НПФ слід віднести наступне:

1. Недостатній рівень розвитку фінансових інструментів фондового ринку, придатних та інвестиційно привабливих для розміщення активів НПФ.

Зокрема, для *ринку акцій* суттєвою проблемою залишається відсутність Закону України «Про акціонерні товариства», яким було б врегульовано питання захисту прав портфельних та міноритарних інвесторів. Станом на початок 2006 р. в Україні було зареєстровано понад 15000 відкритих акціонерних товариств. Внаслідок перозвінутого законодавства та низької корпоративної культури саме в сфері діяльності акціонерних товариств спостерігається найбільший показник виявлених порушень (88%), з перевіреніх за 2005 р. ДКЦПФР емітентів принесали порушення чинного за-

конодавства про цінні папери та порушували права інвесторів) [5]. При цьому, українське законодавство про акціонерні товариства є застарілим та не забезпечує захисту прав інвесторів, які інвестують в акції публічних компаній, навіть якщо ці акції допущені до обігу на фондових біржах, і корпорації публічно розкривають інформацію про свою діяльність. Прикладом є скандал з порушенням прав портфельних та міноритарних акціонерів ВАТ «Запоріжсталь», акції якого оберталися в першому рівні лістингу ПФTC, а публічні річні звіти цього ВАТ два роки поспіль займали перше місце в національних конкурсах. Незважаючи на це, в 2006 році в результаті дій емітента та мажоритарних акціонерів щодо реорганізації ВАТ «Запоріжсталь» призвали до знецінення вкладень портфельних інвесторів (в тому числі інвестиційних та пенсійних фондів, які залишають кошти населення) в 3,5 рази (з біржової ціни 6 грн. за акцію до 1,75 грн. – ціни, запропоновані ВАТ «Запоріжсталь» портфельцям інвесторам до викупу у них акцій після припинення їх біржового обігу).

Незважаючи на те, що вітчизняні дослідники давно відмічали можливі негативні наслідки нерівномірності розвитку законодавства в цій сфері та можливий дестабілізаційний вплив цього на запроваджуваний накопичувальний рівень пенсійної системи [6, с. 52, 55], державою не тільки не прийнято Закон України «Про акціонерні товариства», але й не здійснено жодних заходів щодо внесення відповідних змін навіть у діюче законодавство про господарські товариства.

Таким чином, прийняття Закону України «Про акціонерні товариства», чим повинна бути запроваджена система корпоративних відносин, спрямовані на захист прав та законних інтересів інвесторів, є нагальнюю погребовою розвитку портфельних інвестицій НПФ в акції вітчизняних підприємств.

На ринку *корпоративних облігацій* аналогічна проблема існує із захистом прав інвесторів у ці цінні папери, як специфічної групи кредиторів емітента цих облігацій. За винятком винаходу безпосереднього майнового забезпечення за цими облігація-

ми, інвестор (особливо портфельний, що яких належать НПФ) спиняється в умовно гіршому стані, ніж інші кредитори емітента, якщо він несвоясчено виконує свої зобов'язання по виплатах доходу або поверненню основної суми запозичення. На відміну від інших кредиторів, портфельні інвестори здійснюють операції з цими цінними паперами здебільшого на організованому вторинному ринку або при первинному розміщенні облігацій через андеррайтерів. У той же час обсяги та достовірність інформації про емітента, на підставі яких здійснюютьсягоди з цими цінними паперами, сзначно нижчими, ніж у його безпосередніх кредиторів, а можливість задоволення своїх вимог в індивідуальному порядку у власників облігацій взагалі майже відсутня. При цьому, як товедить практика, підтвердженням на ційності таких облігацій не можуть бути ані гарантії з боку засновників емітента, ані включення цих цінних паперів до котирувань листів фондою біржі, ані проходження ними процедур отримання кредитного рейтингу. Типовим прикладом цього можна вважати перший в історії вітчизняного ринку корпоративних облігацій прихований дефолт по облігаціям ВАТ «Агропродукт», які пройшли процедуру рейтингування, розміщувалися через кріпні банки-андеррайтери (які до того ж ще й з банками з іноземним капіталом) та знаходилися в обігу на ПФТС.

На ринку державних боргових цінних паперів, як уже зазначалося, місцеваючи на достатньо високий рівень ліквідності цього ринку проблемою залишається низький рівень уabezпеченості інвестицій НПФ у ці фінансові інструменти від інфляційного ризику, внаслідок низького рівня дохідності таких цінних паперів. На наш погляд, держава повинна свідомо та цілеспрямовано задовільнити потреби пенсійних фондів у довгострокових об'єктах інвестування, забезпечуючи при цьому рівень дохідності по своїх боргових зобов'язаннях не нижчий за рівень інфляції. Залученню інвестицій НПФ в ОВДП сприяв би випуск спеціальних довгострокових ОВДП для цільового застачення пенсійних активів на умо-

вах плаваючої процентної ставки, захищеної від інфляції.

Стосовно ринку облігацій місцевих позик слід зазначити, що його ключові недоліки, раніше визначені вітчизняними дослідниками [6, ст.51], залишаються незмінними.

Насамперед, це обмежена фінансова незалежність органів місцевого самоврядування. Вона є наслідком неврівноваженого розподілу видатків та надходжень до органів місцевого самоврядування; великої частки обов'язкових витрат у бюджетах органів місцевого самоврядування та малої частки місцевих податків у цих бюджетах; нездатності органів місцевого самоврядування заставляти окремі майбутні потоки доходів у якості забезпечення своїх боргових зобов'язань. Як показав дефолт за облігаціями одеської міської позики, проблемою є відсутність процедур банкрутства органів місцевого самоврядування. При цьому відсутність повноцінного аудиту органів місцевого самоврядування призводить до загальної низької прозорості ринку облігацій місцевих позик у цілому.

Важливими залишаються проблеми наявності забезпечення зобов'язань за місцевими позиками та встановлення рівня їх дохідності. Необхідно запропонувати достатньо чіткі механізми прив'язки випусків облігацій до можливостей місцевих органів влади щодо створення забезпечення цих позик за допомогою комунального майна (об'єктів нерухомості, корпоративних прав тощо), яке вже перебуває у їхній власності. В іншому випадку будь-які прив'язки до доходів місцевих бюджетів як джерел погашення позик або до об'єктів, що будуть створені в результаті отримання позикових коштів у майбутньому, містять у собі ризики недостатнього рівня забезпечення. Величина доходів бюджетів є лише плановою величиною. У місцевих бюджетів не завжди вистачає власних джерел доходів для покриття витрат. З іншого боку, кошти, які залиучаються шляхом випуску муніципальних облігацій, можуть бути не використані за цільовим призначенням, і об'єкти, що повинні були використовуватися у якості покриття позики, можуть бути не створені. Це стосується дохідності облігацій місцевих позик, то сьогодні ці облігації не користують-

ся особливою популярністю на внутрішньому ринку через низький рівень дохідності, який, за правилом, є нижчим за відсоток по банківських депозитах. Враховуючи це, важливо, щоб інвестори були уbezпечені від знецінення коштів, вкладених у такі облігації. Їх дохідність має хоча б на 0,5-1% перевищувати рівень інфляції. Основною ж перешкодою розвитку ринку облігацій місцевих позик є відсутність повноцінного законодавчого врегулювання питань місцевих запозичень на рівні спеціального закону.

Необхідно підвищити надійність випусків муніципальних облігацій шляхом створення додаткових гарантій їх погашення та виплати процентного доходу. Крім цього, завданнями розвитку вітчизняного ринку облігацій внутрішніх місцевих позик мають бути: посилення фінансової незалежності органів місцевого самоврядування; створення нової нормативно-правової бази для запозичень органів місцевого самоврядування; забезпечення ринкових механізмів формування дохідності облігацій місцевих позик; посилення прозорості ринку; створення системи регулювання банкрутств органів місцевого самоврядування.

Ринок іпотечних цінних паперів досі залишається нерозвиненим та за своїми характеристиками непридатним для інвестування пенсійних активів. Розширенню цього ринку не сприяє також постійне блокування запровадження в Україні цивілізованого ринку землі без будь-яких спроб з боку держави завчасно розробити прозорі ринкові механізми обігу земель, про що неодноразово вказувалося вігнічніми фахівцями [6, с. 57]. З метою наповнення вітчизняного фондового ринку надійними іпотечними цінними паперами необхідно створити відповідні передумови їх випуску та обігу, зокрема, шляхом удосконалення законодавства, яке регулює створення та розвиток відповідних ринків базових активів (землі, нерухомості тощо) як обов'язкової умови забезпечення ліквідності об'єктів іпотеки та застави.

2. Формальність і низька ефективність практичної реалізації установлених законодавством критеріїв «інвес-

тиційної придатності» цінних паперів для інвестування пенсійних активів

Зокрема, це стосується недостатньо чіткого визначення характеристик організаторів торгівлі цінними паперами, які відповідали б вимогам законодавства про недержавне пенсійне забезпечення. Це питання є суттєвим для забезпечення ефективної інвестиційної діяльності пенсійних фондів, оскільки інвестування пенсійних активів вітчизняних НПФ дозволено лише у цінних паперах, які включені до листингу та перебувають в обігу на організаторах торгівлі, «бенчи торгів на яких становлять не менше 25 відсотків від загальних обсягів торгів на організаційно оформлених ринках цінних паперів України» [3, ст.47].

По-перше, механізм засгосування вказаного кількісного критерію для оцінки організатора торгівлі в тому вигляді, в якому він зараз закріплений в законодавстві, потребує уточнення в часі. Інвестування пенсійних активів відбувається постійно, тому визначення відповідності організатора торгівлі встановленим критеріям не може здійснюватися на підставі лише офіційних даних річного звіту ДКЦПФР, який, до того ж, офіційно оприлюднюється щонайменше у другому кварталі року, наступному за звітним. У цьому випадку показник «придатності» цінних паперів для інвестування визначається на підставі застарілих даних, які можуть не відповісти поточному стану ринку відповідних цінних паперів. Во-чевидь, визначення такого критерію для цілей здійснення інвестування пенсійних активів має провадилися ДКЦПФР щонайменше один раз на квартал, а для цілей подальшого утримання придбаних активів - може визначатися за більш довгий термін (наприклад, за 1 квартали, що передують даті перегляду портфелю фонду). Інакше, за формальною ознакою, пенсійні фонди будуть або занадто обмежені в об'єктах інвестування, або змушені постійно коригувати свій інвестиційний портфель з огляду на кількісні показники діяльності окремих організаторів торгівлі. В обох випадках для пенсійних фондів це призведе або до зниження можливої доходності інвестицій, або до невіправданого збільшення транзакційних витрат.

По-друге, є очевидним, що зазначений критерій в такому вигляді взагалі не може виконувати завдання орієнтації інвестування пенсійних активів у цінні папери з високим рівнем ліквідності, оскільки сукупний вартісний показник частки конкретного організатора торгівлі в загальному обсязі торгов на організованому ринку не може доводити ступінь ліквідності ринків окремих видів цінних паперів, які перебувають в обігу на цьому організаторі торгівлі. Наприклад, зазначений показник «частки в обсязі торгов на ринку» може бути досягнутий окремим організатором торгівлі внаслідок первинного розміщення на ньому акцій крупних корпоратизованих підприємств при їх приватизації. Однак це ще не доводить активності обігу акцій інших підприємств на такому організаторі торгівлі та ліквідності цього сегменту ринку в цілому. В той же час, за іншими цінними паперами (наприклад облігаціями підприємств), які включені до котирувань листів зазначеного організатора торгівлі, взагалі можуть бути відсутні угоди. Існує також можливість концентрації торгівлі окремими видами цінних паперів або цінними паперами окремих інвестиційно-привабливих емітентів на конкретних організаторах торгівлі, які за загальними показниками обсягів угод по всіх видах фінансових інструментів можуть і не досягти встановленого законом критерію.

Ці припущення підтверджуються офіційними даними про розвиток організованого ринку цінних паперів. Так, за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, протягом 2005 р. на 10 ліцензованих організаторах торгівлі було укладено угод з купівлі-продажу цінних паперів на суму 16,4 млрд. грн. Однак від загального обсягу укладених угод на організаторах торгівлі склав обсяг торгов лише трьома видами цінних паперів (ОВДІ, облігаціями ТОВ «Метален» та облігаціями ЗАТ «Запорізький автомобілебудівний завод»). При цьому, з 1968 цінних паперів, які були включені до лістингу, на організаторах торгівлі протягом 2005 року угоди укладалися лише з 578 з них (тобто лише з 29,4% від загальної кількості цінних паперів, які отримали лістинг). На семи з деся-

ти організаторах торгівлі на первинному ринку торгівля здійснювалась виключно акціями. На вторинному ринку з акціями укладалися угоди на всіх організаторах торгівлі, в той час коли з облігаціями підприємств угоди укладалися лише на ПФТС та ПТІС (Південна торгівельно-інформаційна система). На кінець 2005 р. найбільшу кількість цінних паперів було допущено до обігу на ПФТС – 650 шт. та на ДФБ (Донецькій фондовій біржі) – 441 шт. За підсумками 2005 р. провідні позиції за обсягами виконаних угод серед організаторів торгівлі займали: ПФТС (Перша фондова торгівельна система) – 88,22% та Українська фондова біржа (УФБ) – 4,75%. Відповідно, виходячи з існуючої норми закону, для того щоб цінний папір був визнаний придатним для інвестування активів НПФ, необхідно умовою є його включення до котируваного листа ПФТС, хоча основний обсяг ринку такого цінного паперу може припадати на іншого організатора торгівлі, або угоди за таким цінним папером фактично не укладаються взагалі на жодному з організаторів торгівлі.

Таким чином, можна стверджувати, що існуючий формалізований загальний критерій «ринковості» фінансових інструментів, який базується на визначені загальної частки організатора торгівлі, в лістингу якого знаходиться цей цінний папір, на організованому ринку не є достатньо об'єктивним для визначення придатності окремих цінних паперів для інвестування активів НПФ. Загалом, використання кригерю «ринковості» має бути змінено. При цьому можна запропонувати в законодавстві обмежитись наступними показниками, які, при одночасному застосуванні, певною мірою є більш наближені до оцінки ліквідності конкретного цінного паперу:

- включення цінного паперу до котируваного листа щонайменш одного організатора торгівлі;

- наявність на вторинному організованому ринку сукупного обсягу виконаних угод з обігу цього цінного паперу на рівні, визначеному ДКЦІФР як відносний показник до загального обсягу емісії цього цінного паперу.

Другим прикладом формального застосування обмежень на інвестуван-

ня пенсійних активів є встановлення вимоги обов'язкової наявності у цінних паперів, їх емітентів, а також банківських установ, у зобов'язання яких інвестуються пенсійні активи, кредитного рейтингу інвестиційного рівня, визначеного уповноваженим рейтинговим агентством за Національною шкалою, встановленою законодавством України [3,ст.49]. Абсурдним є те, що за формальною ознакою під ці вимоги потрапили також всі цінні папери (в тому числі державні) іноземних емітентів, а також іноземні банківські установи. Викликає сумнів можливість прояву бажання отримати національний український рейтинг з боку таких іноземних емітентів, які зазвичай вже мають визнані у світі міжнародні рейтинги. До того ж, ринок послуг з надання кредитних рейтингів в Україні є настільки нерозвинутим та непрозорим, що запровадження зазначених обмежень може завдати більшої шкоди інвестуванню пенсійних активів, аніж захистити їх від втрат та знецінення. Так, станом на 07.09.2006 р. з 113 цінних паперів та їх емітентів, які пройшли процедуру рейтингування в РА «Кредит-Рейтинг», лише 29 випусків корпоративних облігацій отримали рейтинг «інвестиційного рівня», а емітентів, які відповідали цьому рівню, визначено лише 6 [8]. Таким чином, формальне застосування подібних обмежень фактично блокує інвестиції недержавних пенсійних фондів у корпоративні цінні папери (включаючи законне право засновників корпоративних пенсійних фондів на отримання реінвестування активів фонду в цінні папери, винущені таким засновником).

Слід зазначити, що зарубіжні фахівці [9] наголошують на тому, що в країнах Центральної та Східної Європи з причини недостатності досвідчених рейтингових агенцій зазвичай не існує вимог щодо інвестування пенсійних активів на основі рейтингу цінних паперів, а інвестиційні обмеження встановлюються виходячи з мінімального прийнятного рівня ризику, визначеного регуляторним органом для різних видів цінних паперів за формальними ознаками, так само як це пропонують і вітчизняні дослідники [7, с.65-66].

Таким чином, аналіз норм пенсійного законодавства в частині встановлення інвестиційних обмежень для недержавних пенсійних фондів [7 с. 49] дозволяє стверджувати, що встановлення окремих обмежень відбувалося «уб'єктивно, без урахування фактичного стану внутрішнього фінансового ринку та рівня розвитку його ринкової інфраструктури. Ефективність формальних критеріїв визначення «інвестиційної придатності» цінних паперів для інвестування пенсійних активів є яким визначенням кількісних показників для організаторів торгівлі, на яких обертаються ці цінні папери, є низькою. Існуючі формальні обмеження інвестиційної діяльності вітчизняних НПФ на основі критерію кредитного рейтингу фінансових інструментів та їх емітентів не відповідають рівню розвитку відповідної ринкової інфраструктури. Зазначені регуляторні норми вітчизняного законодавства погребують нормальну вдосконалення».

3. Відеутність централізованої державної інформаційної системи підтвердження ринкової вартості фінансових інструментів для цілей оцінки активів НПФ

Існуючий в Україні дисбаланс між обсягами звітних та адміністративних даних, які збираються ДКЦІФР від суб'єктів ринку цінних паперів, та ступенем ефективності їх використання для цілей регулювання цього ринку викликає здивування. Типовим прикладом такого алогічного дисбалансу є порядок оцінки активів НПФ у частині портфелю цінних паперів. ДКЦІФР вимагає використання інформації по ринкових цін на такі цінні папери на організованому ринку за дату оцінки з урахуванням одночасно досить значної кількості критеріїв відбору «придатної» ринкової ціни. Зокрема, воно включає встановлений ДКЦІФР мінімальний обсяг угод за цим цінним папером за попередній період на організаторі торгівлі, а також використання найменшої ціни, якщо угоди укладалися на декількох організаторах торгівлі. Таким чином, самостійне визначення придатної ціни компанією з управлінням активами, адміністратором та зберігачем, які обслуговують НПФ, вимагає отримання ними документаль-

не підтверджено, інформації по той-тому цінному паперу, який знаходить-
ся у власності НПФ, одночасно з 10
організаторів торгівлі та подальшій
вибір «прида чої» ціни на цінності
стремленнях доказок. Такий механізм с
аргументами, надзвичатим (оскільки за-
членення колкою довідки організатори
також стягують платню) та абсолютно
непридатним для подальшого розв-
итку діяльності НПФ, яка в розвинен-
их країнах вже давно базується на
здійсненні ринковій оцінці активів та
таких фондів. У той же час запроваджен-
ня щоденної автоматизованої обробки
а уністративних даних організаторів
торгівлі, які надаються до ДКІПФР,
дозволить фактично щодня офіційно
формувати зацікавлених осіб про мі-
диктивні ринкові ціни, придатні для
обміну цінних паперів, які обертають-
ся на організованому ринку, виходячи
з сукупності критеріїв відбору ціни,
визначені нормативними документа-
ми ДКІПФР. Це дозволить одночасно:
зменшити витрати на отримання досто-
вірної інформації для проведення оцін-
ки активів НПФ у цінних паперах;
уникнути викривлення показників ді-
яльності окремих НПФ за рахунок ви-
користання ними різних ринкових цін
для оцінки одних тих самих цінних
паперів; надасть можливість поступово-
го переходу до більш технологічних
щоденних процедур оцінки активів та
визначення фінансового результату ді-
яльності НПФ.

4. Обмеження іноземних інвестицій НПФ

Передбачене законодавством про не-
одержавне пенсійне забезпечення інве-
стування пенсійних активів в іноземні
цінні папери [3, ст.49] фактично не від-
бувається з причини відсутності необ-
хідних нормативних документів Наці-
онального банку України. Противники
інвестування активів НПФ в іноземні
цінні папери стверджують, що дозвіл
здійснювати інвестиції за рубіж позба-
вить внутрішній ринок довгострокових
фінансових ресурсів і тим самим по-
ставить потенційний позитивний вплив
глобальних фондів на внутрішній ринок.
Однак такий підхід є перевищень
нововажень Національним банком
України, оскільки пряма норма зако-
ну має в цьому випадку переважну силу.

Разом з тим динаміка валютного курсу
та дохідності іноземних активів свід-
чить про те, що в Україні внутрішні
об'єкти інвестування залишаються
більш привабливими. Тому можна вва-
жати, що передбачене законодавством
20%-тні обмеження іноземного інвес-
тування активів пенсійних фондів є до-
статнім для регулювання їх діяльності [3, с. 49], і не потребує створення до-
даткових штучних бар'єрів з боку ре-
гуляторних органів. Державні регуля-
торні органи не повинні перешкоджа-
ти інвестиційній діяльності пенсійних
фондів, здійснювані в межах, дозво-
лених законодавством, зокрема інвес-
туванню в іноземні активи. Нагальним
питанням є прийняття Національним
банком України нормативно-правових
актів щодо спрощення порядку здійс-
нення валютних операцій НПФ для ці-
лей інвестування пенсійних активів в
цінні папери, випущені іноземними
емітентами та банківські метали на
міжнародних ринках.

На наш погляд, під час подальшого
достідження інвестиційної діяльності
НПФ також потребуватиме більш до-
кладного аналізу структура та ефекти-
вність інвестиційних портфелів різних
груп фондів.

Література

1. Private market in focus. OECD Newsletter. October 2006 - Issue 3.
2. Україна: Макроекономічні показники та розвиток ринку фінансового сектору за I квартал 2006 р. // Проект розвитку ринків капіталу в CAFU Україна, 1 травня 2006 р., К., 2006
3. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення», № 1067-IV від 09.07.2003 р. www.zakon.uac.gov.ua
4. Інформація дозвідки Державної комісії з розвитку ринків фінансових послуг щодо ді-
яльності нерезидентних пенсійних фондів www.zakon.uac.gov.ua
5. Закон України, комісія з цінних паперів та фінансового ринку за 2005 рік. – К.: ДКІПФР, 2006
6. Федорук А., Іконюк Д., Бондарова Н. Інве-
стування пенсійних активів, проблеми держав-
ного регулювання // Київ НІРФР КНФУ, Журнал
«Грані фінансів та прав» № 11-12, 2002
7. Федорук А., Іконюк Д. Інвестування пен-
сійних активів, проблеми захисту пенсійних па-
перах // Київ НІРФР КНФУ, Журнал «Ринок
пенсійних активів» № 11-12, 2003.
8. С. І. та Розширення міжнародної україн-
ських емітентів – що означають учасники фі-
нансової ринку // Матеріали IX Міжнародного
форуму учасників ринку капіталу, 14-17 вересня
2006 року, м. Астана
9. Agnieszka Czaja-Dorocińska. Evaluation of
Reform Progress in East Asia: Pension
reforms: results and challenges. FAAP. – Santiago:
CIDEDES, 2003.