

# ГРОШОВО-КРЕДИТНА, ІНВЕСТИЦІЙНА ТА ІННОВАЦІЙНА ПОЛІТИКА

УДК 336.714+336.73

**Т.Д. Косова**

доктор економічних наук, професор,  
ДонНУЕТ імені Михайла Туган-Барановського

## МЕХАНІЗМИ УПРАВЛІННЯ ІНСТИТУТАМИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ: СВІТОВИЙ ДОСВІД І УКРАЇНА

*Систематизовано існуючі механізми управління колективними інвестиціями, класифіковано інститути спільного інвестування за видами, визначено внутрішні й зовнішні процедури управління ними, проведено порівняльний аналіз розвитку інвестиційних фондів в Україні та світі. Адаптовано світовий досвід управління інститутами спільного інвестування до українських умов.*

**Ключові слова:** інститути спільного інвестування, механізми, управління, процедури, світовий досвід.

### I. Вступ

Протягом останнього десятиріччя ХХ ст. – початку ХХІ ст. збільшилася важливість схем колективного інвестування. У зв'язку з цим закономірно зростає інтерес учених і практиків до проблеми розвитку інститутів спільного інвестування як у всьому світі, так і в Україні. Комітет фінансових ринків Організації економічної співпраці та розвитку (ОЕСР) здійснив спеціальний проект з аналізу корпоративного управління системами колективних інвестицій у країнах-членах, результати якого детально висвітлено О. Хмиз [10, с. 23]. Особлива увага приділялася дослідженню нормативної структури і систем управління колективними інвестиціями, у тому числі механізмів забезпечення захисту інвесторів і врегулювання конфліктів інтересів. Критичну оцінку розвитку інвестиційних фондів в Україні надано М. Сверделом [7, с. 116]. Порівняльний аналіз інвестиційних фондів з традиційними інструментами інвестування вдало проведено К. Паливудою, який розглядає їх як альтернативу заощадженню, кредитуванню та звичайним ощадно-позиковим операціям банку [4]. Діяльність ринку спільного інвестування в Україні забезпечується за рахунок створення інвестиційних фондів і формування їх активів спеціалізованими небанківськими установами – компаніями з управління активами (далі – КУА) [9]. погоджуємося із В. Рудим, що розвиток системи послуг з управління активами в Україні має будуватися як на оцінці впливу внутрішніх чинників, так і на адаптації існуючого зарубіжного до-

свіду [6]. Важливість останнього аспекту визначається впливом процесів глобалізації світового ринку фінансових послуг, створенням міжнародних стандартів, що визначають процес їх надання та споживання.

### II. Постановка завдання

Метою статті є адаптація світового досвіду управління інститутами спільного інвестування до українських умов. Відповідно до поставленої мети необхідно вирішити такі завдання: систематизувати існуючі механізми управління колективними інвестиціями, класифікувати інститути спільного інвестування за видами, визначити внутрішні і зовнішні процедури управління ними, виконати порівняльний аналіз розвитку інвестиційних фондів в Україні та світі.

### III. Результати

Початком історії відкритих інвестиційних фондів прийнято вважати 1924 р., коли був створений перший “взаємний фонд” Massachusetts Investment Trust [3, с. 126]. У країнах ОЕСР існують три основні юридичні структури колективного інвестування: корпоративна форма (Corporate Form), коли колективні інвестиції є окремою корпоративною юридичною особою, а інвестори – акціонерами; форма трасту (Trust Form), коли колективні інвестиції організуються як траст; договірна (контрактна) форма (Contractual Form), коли колективні інвестиції є контрактом, відповідно до якого інвестиційний менеджмент розміщує кошти від імені останнього інвестора. У деяких державах дозволена тільки одна юридична форма колективного інвестування, а в інших – більше.

Юридична форма колективного інвестування є тільки одним фактором, що визна-

чає режим управління колективними інвестиціями. Вони мають однакову юридичну форму, але по-різному працюють у різних країнах, тоді як зустрічаються випадки однакового функціонування різних юридичних форм колективних інвестицій. Фактори, які особливо впливають на інвестування – стандарти індустрії, практика діяльності та ринкова конкуренція принципово важливі для визначення сфер діяльності системи управління.

Якщо проводити функціональний аналіз, то системи управління колективними інвестиціями можна розділити на:

- систему взаємного фонду США (United States Mutual Fund System), де незалежні директори фонду відіграють головну роль у гарантованому функціонуванні фонду в інтересах його інвесторів;
- систему континентальної Європи (Continental European System), включаючи, насамперед, тип UCITS (відкриті інвестиційні фонди – Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS). У цій системі колективні інвестиції розглядаються як контракт між інвестором і управляючою інвестиційною компанією. Незалежний депозитарій, який може мати певне відношення власності до оператора, відіграє важливу роль спостерігача;
- трастову систему (Trust System), яка використовує трастовий механізм, що ґрунтується на нормах англосаксонського права (English Common Law).

Інвестиційний менеджер несе відповідальність за управління портфелем, тоді як незалежна довірена особа (Trustee) відіграє важливу роль спостерігача. Однак трастова система постійно розвивається. Частково через зростаючу інтернаціоналізацію колективного інвестування в Європі Об'єднане Королівство Великобританії й Північної Ірландії вирівняє свою практику з особливостями інвестування в Європейському Союзі. Австралія вже показала кілька модифікацій, що спонукають країну до утворення єдиної відповідальної організації, яка краще відповідає вимогам сучасної світової економіки, ніж подвійна інвестиційна структура – “менеджер – довірена особа”.

Канада, де не потрібна будь-яка форма незалежного спостереження за фінансовим менеджером, переглядає адекватність поточних заходів щодо управління; в Японії і Кореї традиційною формою був контрактний фонд (Contractual Fund). Обидві країни підтвердили наявність недоліків режимів управління, включаючи практику розкриття інформації і системи забезпечення функціонування колективних інвесторів в інтересах кінцевих інвесторів. Нещодавно вони про-

вели значні реформи юридичних і управлінських структур колективного інвестування.

Існує кілька класифікацій взаємних фондів. Наведемо одну, найбільш повну [2]:

1. За прибутком від зростання вартості активів.

1.1. Фонди енергійного зростання. Прагнуть витягти максимальний прибуток від змін ринкової вартості активів і практично повністю ігнорують поточний дохід. Іноді ці фонди називають агресивними.

1.2. Фонди зростання. Одержують прибутки від зростання вартості активів, але вкладають кошти в компанії і галузі зі стійким становищем.

1.3. Фонди дорогоцінних металів. Інвестують насамперед в акції видобувних компаній.

1.4. Міжнародні фонди

2. За доходом.

2.1. Фонди доходу. Одержують максимальний поточний дохід шляхом інвестування коштів в облігації і звичайні акції, за якими виплачуються дивіденди.

2.2. Фонди опціону/доходу. Інвестують кошти в акції і проводять операції з опціонами.

2.3. Фонди інвестицій у державні цінні папери.

2.4. Фонди інвестицій у забезпечені цінних паперів. Проводять інвестиції в асоціації іпотечного кредиту, що підтримуються державою і забезпечені заставою.

2.5. Фонди корпоративних облігацій.

3. За прибутком від зростання вартості активів і доходу.

3.1. Фонди зростання капіталу і доходу. Інвестують кошти в звичайні акції компаній зі стійким становищем, якщо очікується, що ринкова вартість цих акцій буде підвищуватися і за ними регулярно будуть виплачуватися дивіденди.

3.2. Збалансовані фонди. Прагнуть до збереження основної вартості капіталу, до виплати поточного доходу і забезпечення довгострокового зростання (як основної суми, так і доходу).

Надійність фонду визначає склад інструментів, з яких сформовані його активи. Наразі є ефективні способи оцінювання кредитних інструментів, тобто платоспроможності емітентів, а також ринкових ризиків. Під ризиком у цьому випадку розуміють вразливість фонду перед змінами відсоткових ставок. З інвестором укладається інвестиційна угода і відкривається єдиний (поточний) рахунок або інший подібний реєстр, з якого знімаються та на який надходять кошти при здійсненні фондом операцій купівлі й продажу активів. Така система особливо зручна для тих підприємницьких груп, до структури яких входить банківська установа; у цьому випадку всі послуги, що ними надаються, зосереджуються в одних руках. Вкладаючи

кошти до фонду, інвестор має визначити свої профільні інвестиційні напрями, пріоритети та цілі. Фонд є справою майже безпрограшною, якщо його ресурси надійно вкладені й ефективно управляються. Цьому сприяє щоденна оцінка становища фонду залежно від умов, що складаються на ринку, і такі дані є абсолютно прозорими та доступними для інвестора [5].

Країни ОЕСР використовували різні структури управління в секторі колективного інвестування. Той факт, що тільки обмежена кількість країн зареєстрували кризові явища в секторі колективного інвестування, а колективні інвестори стали головними зберігачами багатств, дає підставу вважати, що існуючі механізми управління відповідають вимогам світової економіки і мають високу довіру суспільства. Водночас існують факти обману і неправильного розміщення коштів у деяких європейських країнах до введення адекватних юридичних структур. Серйозні систематичні кризи виникали в Кореї, де адекватні стандарти не були ефективно застосовані, що додатково вказує на необхідність обачності. Якщо розроблена основа прийнятних стандартів і структура управління достатньо зріла, спостережливі органи можуть змусити учасників виконувати ці стандарти, і тоді дуже важко продемонструвати, яка конкретна система забезпечує кращий захист інвесторів.

Внутрішні процедури управління – це тільки перший крок у більш широкому процесі, відповідно до якого активність колективних інвесторів є предметом подальшого моніторингу. Мета цього процесу – забезпечення стимулів для оператора колективного інвестування, для того, щоб не тільки уникнути безпосередніх зловживань агентськими зв'язками, але й краще забезпечити інвестування в інтересах кінцевих інвесторів.

Іншими вирішальними елементами процесу є:

- саморегулювання індустрії (Industry Self-Regulation) – у багатьох країнах асоціації учасників галузі розробили норми поведінки (Codes of Conduct) і виконують деякі функції саморегулювання, наприклад, огляд пропонованих послуг;
- офіційне спостереження (Official Supervisory Oversight) – шляхом попередньої авторизації (дозволу) і періодичного перегляду оцінюється адекватність процедури внутрішнього моніторингу і їхня відповідність стандартам.

Перевірка ринком (Scrutiny by the Market) – адекватне розкриття інформації підвищує здатність інвесторів почати незалежну перевірку. Коли мають місце неадекватні процедури управління або недотримання стандартів, інвестори можуть звернутися до регулюючих органів чи подати скарги. Можли-

во, найважливішим є той факт, що будь-яка діяльність, яка призводить до зменшення доходів інвесторів, спричинить зниження обсягу коштів, що знаходяться в управлінні. На розвинутих конкурентоспроможних ринках це своєрідна санкція, якої найбільше побоюються оператори колективних інвестицій.

Внутрішнє управління й офіційне регулювання можуть бути ефективними при примусовому виконанні стандартів і запобіганні конфліктам інтересів, оскільки перевірка ринком може забезпечити навіть ефективніші засоби для виправлення потенційних дисбалансів між службовцями фонду й інвесторами. Двома основними факторами, що збільшують можливість ринку контролювати операторів колективних інвестицій, є рівень конкурентоспроможності постачальників послуг колективного управління і доступ інвесторів до інформації. На більшості ринків конкуренція помітно зростає і стає потужним фактором вирівнювання (об'єднання) інтересів інвестиційних менеджерів і промоутерів колективних інвестицій з індивідуальними інвесторами.

Практика показує, що конкуренція заохочує організаторів фондів працювати з підвищенням нормативних вимог щодо захисту інвестора. Влада може фіксувати максимум зборів із продажу (Sales Charges), але як тільки базова інституціональна структура починає працювати, конкурентний тиск швидко змушуватиме індустрію зменшувати гонорари (Fees) і надалі. Також з метою залучення покупців і пояснення інвесторам їхньої інвестиційної політики й результатів фонди часто надають більше інформації, ніж необхідно. Доступність і наявність інформації, підтримана технологічними досягненнями, була вирішальним чинником у наданні можливостей інвесторам. Якщо обов'язкові вимоги розкриття інформації виконуються, інформаційно-процесинговий сектор може збільшити цінність такої інформації. Традиційним засобом передачі інформації була спеціалізована фінансова преса, а сьогодні важливішими стають інформаційні технології, такі як Інтернет.

Індустрія колективного інвестування диверсифікувала спектр інвестиційних можливостей, привела до створення секторних фондів (Sectoral Funds), індексних фондів (Index Funds), фондів країн з перехідною економікою (Emerging Market Funds) і фондів розміщення активів (Asset Allocation Funds). У той час, як більшість фондів було спочатку утворено і поширено брокерами, сьогодні канали дистрибуції характеризуються розмаїттям. Дисконтні брокери, "фонди-супермаркети" (Fund Supermarkets), страхові агенти, незалежні фінансові плановики і прямі продажі взаємними фондами

стають усе більш значущими каналами поширення. Банки, яким раніше заборонялося брати участь у поширенні послуг колективного інвестування, здійснили прорив. Переважно завдяки зростанню спеціальних контрибуційних пенсійних планів (Defined Contribution Pension Plan) до кінця 90-х рр. майже половина активів індустрії колективного інвестування була вкладена в продукти з відстрочкою сплати податків (Tax-Deferred Products).

Інвестиційні фонди виконують такі функції:

1. Інвестиційні фонди як альтернатива заощадженню. Інвестиційні фонди є інструментами заощадження (накопичення), що пропонують вкладникам великі вигоди, і найбільша їх перевага полягає у високій доходності. Важливо зазначити, що вкладник вступає до інвестиційного фонду шляхом придбання паїв фонду, які є титулами власності на капітал фонду, тому дохід вкладника пов'язаний також зі зростанням ринкової вартості придбаних ним паїв. Із вищезазначеного випливає, що завдяки акумулюванню фондом заощаджень багатьох вкладників його оператор має можливість інвестувати зібрані кошти на кращих умовах, ніж окремих інвестор, і саме це є ключем фонду до успіху: інвестиційні фонди пропонують вкладникам привабливу доходність, яка перевищує рівень інфляції, і у багатьох випадках фінансові умови участі для вкладників вигідніші, ніж при застосуванні традиційних банківських інструментів заощадження.

2. Інвестиційний фонд як альтернатива кредитуванню. Кредит може бути наданий як шляхом передачі визначеної грошової суми у тимчасове користування на платній основі, так і шляхом придбання за гроші зобов'язання повернути певну суму у визначений термін. Останній спосіб дає можливість інвестиційним фондам активно включитися у процес довгострокового кредитування. Зобов'язання позичальників у цьому випадку можуть обертатися на ринку як цінний папір.

3. Інвестиційний фонд як альтернатива традиційним ощадно-позиковим операціям банку. Технології інвестиційного фонду поєднують в одне ціле те, що в традиційних банківських технологіях розірвано на залучення депозитів і видачу кредитів. Банки, які використовують технології інвестиційних фондів, не продають окремі зобов'язання, а поєднують їх у загальний пакет (пул), під який випускають цінні папери з високим ступенем субординації. Банк, що продав таким чином видані ним позики, зберігає за собою обов'язки щодо обслуговування іпотеки, яке містить у собі стягнення щомісячних виплат від позичальників, поштове листування з позичальниками, подання в разі потреби позову проти боржників, ведення обліку.

Звичайно, за виконання подібних операцій банк одержує комісійні.

Згідно з даними звіту Представницької асоціації європейської індустрії інвестиційного менеджменту (EFAMA) "Тренди європейської індустрії інвестиційних фондів у першому півріччі 2012 року", сукупні чисті активи інвестиційних фондів, зареєстрованих у Європі, за січень-червень поточного року збільшилися на 6% і станом на початок липня 2012 р. дорівнювали 8437 млрд євро (згідно з даними НБУ, станом на 01.07.2012 р., 1 євро дорівнював 9,97 грн) [8]. У I кварталі вони зросли на 5,1%, а у II кварталі – на 0,9%. Для порівняння, за перше півріччя минулого року сукупні активи європейських інвестиційних фондів зменшилися на 0,5%. Частка чистих активів фондів групи UCITS (інвестиційні підприємства для цінних паперів) у загальному обсязі активів європейських інвестиційних фондів станом на початок липня 2012 р. становила 70,5%, а фондів групи non-UCITS – 29,5%. Сукупні чисті активи фондів групи UCITS за перше півріччя поточного року зросли на 5,6% до 5951 млрд євро. Частка активів фондів акцій у загальній структурі фондів групи UCITS становила 32%, фондів облігацій – 28%, фондів грошового ринку – 18%, збалансованих фондів – 16%, інших видів фондів – 5%. За січень – червень поточного року загальні активи фондів облігацій зросли на 11,3%, фондів акцій – на 4,2%, збалансованих фондів – на 3,9%, фондів грошового ринку – на 2,7%, інших видів фондів – на 0,7%. Динаміка чистих активів інвестиційних фондів групи UCITS у першому півріччі 2012 р. у більшості європейських країн була позитивною, однак у цілому ряді країн відбулося зменшення цього показника.

Діючі сьогодні в Україні ІСІ суттєво відрізняються від інститутів такого типу в інших країнах. Розроблена з урахуванням європейського досвіду законодавча база встановлює жорсткі вимоги щодо складу активів диверсифікованих пайових та корпоративних фондів. Однак ці обмеження, абсолютно доцільні в умовах розвинутого фондового ринку, в умовах низьколіквідного фондового ринку України, дефіциту на ньому інвестиційно привабливих фінансових інструментів ускладнюють проведення гнучкої інвестиційної політики ІСІ, суттєво знижують можливість їх ефективної діяльності та навіть існування на ринку. Виходячи з організаційно-правової форми, найбільші можливості для розвитку має такий різновид ІСІ, як венчурні фонди. Вітчизняна модель венчурних фондів має небагато спільного із поширеними у багатьох країнах світу установами з такою ж назвою. Вітчизняні венчурні фонди дають можливість інвесторам придбати активи, нарощувати їх вартість і продавати з максимальною вигодою, забезпечують аку-

мулювання доходів з метою фінансування програм розвитку.

Станом на 30.09.2012 р. в Україні діяли 344 компанії із управління активами [1], існувало 1518 ІСІ, що сприяло подальшому поступовому збільшенню концентрації на ринку спільного інвестування: одна КУА мала в управлінні у середньому 4,41 ІСІ. У третьому кварталі 2012 р. 29 ІСІ досягли нормативу мінімального обсягу активів, тривала й ліквідація частини фондів. У результаті, загальна кількість сформованих ІСІ за 3-й квартал зросла на 21 фонд. Лідирували у зростанні сектори венчурних ПІФ та КІФ (+12 та +5 ІСІ, відповідно), причому досягли нормативів, відповідно, 18 та 4 ІСІ. Знову збільшилася кількість закритих недиверсифікованих ПІФ (+5 фонди) за рахунок визнання шести таких ІСІ. Вперше з січня – березня 2012 р. з'явився новий інтервальный фонд, що досяг нормативів, а загальна кількість таких ІСІ зросла вперше з січня – березня 2011 р. Серед відкритих ІСІ один фонд було ліквідовано, ще один залишався у процесі ліквідації. На кінець третього кварталу кількість відкритих фондів із вартістю активів нижче нормативу зменшилася із 16 до 15, незважаючи на підвищення порогового значення показника з початку кварталу на 0,7%. Загалом протягом кварталу було створено 29 нових ІСІ, а серед усіх зареєстрованих фондів в управлінні КУА станом на кінець вересня 2012 р. було 116 фондів, які ще не досягли нормативу (після 118 у другому кварталі).

#### IV. Висновки

1. Узагальнення досвіду розвитку колективного інвестування в країнах ОЕСР дало змогу встановити існування трьох основних юридичних структур: корпоративна форма, коли колективні інвестиції є окремою корпоративною юридичною особою, а інвестори є акціонерами; форма трасту, коли колективні інвестиції організуються як траст; договірна (контрактна) форма, коли колективні інвестиції є контрактом, відповідно до якого інвестиційний менеджер розміщує кошти від імені останнього інвестора. У деяких державах дозволена тільки одна юридична форма колективного інвестування, а в інших – і більше.

2. До факторів, що визначають популярність вкладення на рахунки інвестиційних заощаджень і взаємних фондів, можна віднести: страхування депозитів; змінну відсоткову ставку, розміщену ярусами; доступ до вилучення коштів; орієнтацію на вік інвесторів, мету особистого інвестування, вимоги безпеки вкладень, поточні й майбутні фінансові переваги. Кошти інвестиційного фонду розподіляються між ощадними, прибутковими та зростаючими фондами.

3. Унаслідок низької активності українського ринку цінних паперів найвищими тем-

пами розвиватимуться закриті пайові та венчурні фонди. Залучення коштів від населення інвестиційними фондами можливе лише за умови активізації та розширення фондового ринку. Для збільшення конкурентної позиції інститутів спільного інвестування відносно комерційних банків їм треба запроваджувати високі стандарти роботи з інвесторами, надавати комплекс додаткових послуг: консалтингових, аналітичних, інформаційних. Зниження рівня ризиків на ринку державних цінних паперів дасть змогу зробити їх альтернативою корпоративним цінним паперам, банківським депозитам і задовольнити попит консервативних інвесторів. Сучасні тенденції у світі свідчать про рух від фондів грошового ринку до фондів облігацій і акцій. Із розвитком фондового ринку слід очікувати такі процеси і в Україні. Інноваційні процеси на ринку спільного інвестування приводять до виникнення нових продуктів: секторних фондів, індексних фондів, фондів розміщення активів, спеціалізованих інвестиційних коштів.

Перспективами подальших досліджень є розробка рекомендацій із функціонування венчурних фондів.

#### Список використаної літератури

1. Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні (3-й квартал 2012 р.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1746/74/Q3%202012.pdf>.
2. Бутузов В. Організація діяльності інститутів спільного інвестування в США / В. Бутузов // Економіка. Фінанси. Право. – 2000. – № 3. – С. 36–39.
3. Ватаманюк З.Г. Небанківські фінансові інститути в економічній системі США / З.Г. Ватаманюк, О.Л. Дорош // Фінанси України. – 2003. – № 3. – С. 119–127.
4. Паливода К. Інвестиційний фонд чи традиційний депозит і кредит: порівняльний аналіз іпотечних інструментів / К. Паливода // Банківська справа. – 2002. – № 1. – С. 3–5.
5. Петрова О. Влияние новых законодательных инициатив на развитие инфраструктуры коллективных инвестиций / О. Петрова // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 18. – С. 65–68.
6. Рудой В.М. Міжнародний досвід розвитку управління активами інституційних інвесторів / В.М. Рудой // Економічний вісник Донбасу. – 2010. – № 3 (21). – С. 28–31.
7. Свердел М.О. Перспективи розвитку інвестиційних фондів в Україні / М.О. Свердел // Фінанси України. – 2003. – № 8. – С. 116–118.
8. Сукупні чисті активи європейських інвестиційних фондів за січень – червень 2012 року збільшилися на 6% [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/news/168999.html>.

9. Футало Т.В. Вплив діяльності небанківських фінансових установ на розвиток фінансового ринку в Україні / Т.В. Футало // Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. – 2010. – № 4. – С. 59–66.

10. Хмыз О. Юридические структуры коллективного инвестирования в развитых странах / О. Хмыз // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 7. – С. 23–27.

Стаття надійшла до редакції 18.01.2013.

---

**Косова Т.Д. Механизмы управления институтами совместного инвестирования: мировой опыт и Украина**

*Систематизировано существующие механизмы управления коллективными инвестициями, классифицированы институты совместного инвестирования по видам, определены внутренние и внешние процедуры управления ими, выполнен сравнительный анализ развития инвестиционных фондов в Украине и мире. Адаптирован мировой опыт управления институтами совместного инвестирования к украинским условиям.*

**Ключевые слова:** институты совместного инвестирования, механизмы, управления, процедуры, мировой опыт.

**Kosova T. The mechanisms of management of the Collective Investment Institutions: world experience and Ukraine**

*The existent mechanisms of the collective investments management are systematized, the Collective Investment Institutions are classified after kinds, the internal and external procedures of management are determined by them, the comparative analysis of development of investment funds is executed in Ukraine and world. The world experience of management of the Collective Investment Institutions is adapted to the Ukrainian terms.*

**Key words:** collective investment institutions, mechanisms, managements, procedures, world experience.