

**Список використаних джерел**

1. Електронний ресурс «Интернет–трейдинг в действии» – <http://fxp-t.ru/?p=38>
2. Семчук О.В. Развитие Интернет–трейдингу в Украине [Електрон. ресурс] / Режим доступу: [www.securities.org.ua](http://www.securities.org.ua)
3. Бумаги оцены в мегабайтах ИК Galt&Taggart Securities запустила Интернет–трейдинг [Електрон. ресурс] / Режим доступу: <http://proit.com.ua/internet/2008/O1/21/O92725.html> ;
4. Електронний ресурс «Українська біржа» – <http://www.ux.ua/s42>;
5. Електронний ресурс «ПФТС фондова біржа» – <http://www.pfts.ua/uk/stock-exchange-pfts/>
6. Гладун Д. Перспективи інтернет–трейдингу в Україні / Інвестиції та інвестування в Україні – 2009. – №6// [www.inetnettrading.at.ua](http://www.inetnettrading.at.ua)
7. Семчук О.В. Проблеми розвитку фондового ринку України // Економіка і право. – 2009. – №2. – С. 9–12.

УДК 336.76

Л.В. КОЗАРЕЗЕНКО,

к.е.н., доцент кафедри політичної економії, Переяслав–Хмельницький ДПУ ім. Григорія Сковороди

**Развиток инвестиційної діяльності громадян через механізм колективного інвестування**

У статті розглянуто можливості розвитку інвестиційної діяльності громадян через механізм колективного інвестування. На основі аналізу діяльності інститутів спільного інвестування в Україні доведено, що значимість процесу трансформації вільних фінансових ресурсів (заощаджень населення) зумовлює необхідність збереження і примноження пенсійних заощаджень, що вимагає забезпечення ефективного управління пенсійними активами та страховими резервами. Ефективна державна політика розвитку системи недержавного пенсійного страхування здатна забезпечити формування довгострокових інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, зокрема пенсійних заощаджень. У свою чергу ефективне державне регулювання та удосконалення нормативно–правової бази у бік забезпечення соціальної відповідальності та захисту прав споживачів інвестиційних послуг підвищуватимуть довіру до інститутів спільного інвестування та забезпечуватимуть залучення широкого кола населення до схем спільного інвестування. Сформульовано висновки, що державне регулювання інвестиційних процесів має забезпечувати постійний розвиток нормативно–правової бази, яка впорядковує відносини та визначає межі відповідальності між державою, інституційними інвесторами та домогосподарствами стосовно механізмів мобілізації та трансформації заощаджень населення в інвестиції, зокрема через механізм ринку пенсійних послуг.

**Ключові слова:** фінансовий ринок, інвестиції, інститути спільного інвестування, компанії управління активами.

Л.В. КОЗАРЕЗЕНКО,

к.э.н., доцент кафедры политической экономии, Переяслав–Хмельницкий ГПУ им. Григория Сковороды

**Развитие инвестиционной деятельности граждан с помощью механизма коллективного инвестирования**

В статье рассмотрены возможности развития инвестиционной деятельности граждан через механизм коллективного инвестирования. На основе анализа деятельности институтов совместного инвестирования в Украине доказано, что значимость процесса трансформации свободных финансовых ресурсов (сбережений населения) вызывает необходимость сохранения и приумножения пенсионных сбережений, требует обеспечения эффективного управления пенсионными активами и страховыми резервами. Эффективная государственная политика развития системы негосударственного пенсионного страхования способна обеспечить формирование долгосрочных инвестиционных ресурсов за счет внутренних источников, в том числе пенсионных сбережений. В свою очередь эффективное государственное регулирование и совершенствование нормативно–правовой базы в сторону обеспечения социальной ответственности и защиты прав потребителей инвестиционных услуг повышает доверие к институтам совместного инвестирования и обеспечивает привлечение широких слоев населения к схемам совместного инвестирования. Сформулированы выводы, что государственное регулирование инвестиционных процессов должно обеспечивать постоянное развитие нормативно–правовой базы, которая упорядочивает отношения и определяет границы ответственности между государством, институциональными инвесторами и домохозяйствами относительно механизмов мобилизации и трансформации сбережений населения в инвестиции, в том числе через механизм рынка пенсионных услуг.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, инвестиции, институты совместного инвестирования, компании по управлению активами.

L. KOZAREZENKO,

PhD, associate professor, assistant professor of political economy department, Pereyaslav–Khmelnitsky SPU named Gregory Skovorody

**Development of the citizens investment activities through the mechanism collective investment**

The article discusses the possibility of development of investment activity of citizens through a collective investment vehicle. Based on the analysis of the institutes proved that the importance of the process of transformation of free financial resources of the joint investment in Ukraine (personal savings) is the need to maintain and increase retirement savings, required to ensure the effective management of pension assets and insurance reserves. Effective public policy of non–state pension insurance system development is able to provide the formation of long–term investment of resources from domestic sources, including pension savings. In turn, the

*effective state regulation and improvement of the regulatory framework in the direction of ensuring social responsibility and protection of the rights of consumers of investment services enhances the credibility of the collective investment institutions and ensures the involvement of a wide range of the population to the collective investment schemes. Formulated the conclusions that government regulation of investment processes must ensure the continuous development of the legal framework that regulates the relationship and defines the boundaries of responsibility between the state, institutional investors and households regarding the mobilization and transformation mechanisms of household savings into investments, including through the pension services market mechanism.*

**Keywords:** financial market, investment, joint investment institutions, asset management companies.

**Постановка проблеми.** Інституційні інвестори, до яких відносяться інститути спільного інвестування, виступають в ролі фінансових посередників, головним завданням яких є акумулювання довгострокового капіталу та його ефективне розміщення. Починаючи з 2001 року українська держава на законодавчому рівні отримала ефективний механізм акумулювання заощаджень населення та спрямування їх на розвиток національної економіки за посередництвом інститутів спільного інвестування. Характерною рисою сучасної економіки України є багатоступінчаста модель інвестиційної діяльності. Її структурні й інституційні форми передбачають розмежування функцій, завдань між суб'єктами господарювання та дають змогу врахувати ставлення різних типів юридичних фізичних осіб до ризику та пов'язаної з ним діяльності. Одним із головних елементів цієї моделі виступають інститути спільного інвестування (далі ІСІ), які в перспективі можуть створити серйозну конкуренцію банкам у боротьбі за вільні кошти суб'єктів господарювання і громадян [1].

На сучасному етапі можна констатувати високий інтерес суспільства до діяльності ІСІ. Велику зацікавленість до використання цих інститутів висловлює, зокрема, корпоративний сектор. Такий інтерес забезпечив досить високі темпи створення нових інститутів спільного інвестування. Нині кількість інвестиційних фондів, компаній з управління їхніми активами вже можна порівнювати з відповідними показниками більш розвинувтих країн. Водночас галузь стикається з низкою проблем, пов'язаних із наповненням інститутів надійними активами, незадовільним станом регуляторного середовища, низькою фінансовою культурою населення тощо.

Колективні схеми інвестування з'явилися завдяки розвитку фінансових ринків та інституцій, збільшенню рухливості капіталу, розвитку індустрії професійного управління фінансами. Класична схема передбачає залучення управляючого інвестиціями (або керуючого фондом), який відповідає за прийняття та реалізацію інвестиційних рішень; адміністратора, що веде облік вкладників та їх доходу; наглядовий орган, який опікується збереженістю активів, вибором та наглядом за результатами діяльності вищезгаданих учасників схеми; та з рештою, самі вкладники або утримувачі частки активів, які мають право отримати цю частку, а також дохід на неї. Сьогодні цей спосіб довгострокових вкладень тимчасово вільних коштів є одним з найбільш розповсюджених. Пояснення цьому полягає в тому, що об'єднання коштів великої кількості вкладників і передача їх в управління професійним учасникам фінансового ринку дають змогу розділити фінансовий ризик серед усіх вкладників, збільшити інвестиційні можливості завдяки оперуванню досить великим обсягом грошових ресурсів (кращий доступ на різноманітні фінансові ринки та менший інвестиційний ризик завдяки диверсифікації портфеля інвестицій), досягти економії на масштабі

(менша питома вага різного роду видатків у загальному обсязі активів), скористатися знаннями та досвідом професіоналів-фінансистів. Поряд із цим, існують і певні недоліки даної схеми. Вони проявляються в необхідності винагороджувати тих самих професіоналів, які управляють інвестиціями. Їх винагорода відраховується безпосередньо з активів фонду (частіше це фіксована частка, іноді може бути змінна, орієнтована на результати управління). В суму винагороди також зазвичай входить і витрати на послуги та поради брокерів ринку та інші адміністративні витрати. Також вкладник втрачає можливість впливати на інвестиційні рішення, хоча і має можливість обирати серед фондів, що сповідають різні інвестиційні стратегії. На відміну від безпосереднього придбання акцій компанії, що дає змогу брати участь в її управлінні, таке право знеособлюється.

**Мета статті** – розглянути можливості розвитку інвестиційної діяльності громадян через механізм колективного інвестування.

**Виклад основного матеріалу.** Перший ІСІ був створений у Великобританії ще в 1831 році. Однак відправною крапкою зародження ІСІ прийнято вважати 1931 рік, коли був створений The First British Fixed Trust. У США взаємні фонди вперше з'явилися в 1924 році, а із прийняттям в 1940 році «Акту про інвестиційні компанії в Сполучених Штатах» почався активний розвиток індустрії взаємних фондів. Слід зауважити, що термін взаємний фонд (Mutual Fund) у США має певну специфіку, оскільки застосовується лише щодо фондів та компаній відкритого типу. Окремими типами інвестиційних компаній вважаються закриті інвестиційні фонди та пайові інвестиційні трасти. На сьогоднішній день по кількості ІСІ та обсягу їхніх чистих активів США є безперечним лідером у світі. Далі йдуть такі країни, як Франція, Японія, Люксембург і Великобританія.

Схеми колективного інвестування представлені в різних країнах наступним чином. В США успішно функціонують взаємні фонди (Mutual Funds) що є фондами відкритого типу з корпоративною або трастовою структурою; закриті фонди – фонди з корпоративною структурою; пайові інвестиційні трасти – відкритого типу зі структурою трасту, створені на певний час. Започатковані в 1868 році у Великій Британії інвестиційні трасти мають закритий тип і корпоративну структуру; пайові трасти – започатковані в 1931 році, мають відкритий тип і трастову структуру; уніфіковані страхові фонди (Unitised Insurance Funds) – започатковані в 1970 році, мають відкритий тип і обслуговуються через компанії зі страхування життя; відкриті інвестиційні компанії (OEICs) – започатковані в 1997 році, мають відкритий тип і корпоративну структуру. В Австралії діють інвестиційні компанії (LIC), щокладають кошти в цінні папери, зареєстровані на біржі, започатковані в 1928 році, мають закритий тип та кор-

поративну або трастову структуру; пайові трасти – відкритого типу з трастовою структурою. В Європі функціонують пан'європейські інвестиційні фонди (UCITS) – збірна назва для фондів, створених у 1985 році відповідно до директиви ЄС, мають відкритий тип, корпоративну структуру та можливість користуватися єдиним на всьому просторі ЄС регуляторним режимом; інвестиційні компанії зі змінним капіталом (SICAVs) – фонди відкритого типу, подібні до взаємних фондів США, особливо популярні у Франції, Люксембурзі, Італії та Швейцарії, але нещодавно набули загальноєвропейського розповсюдження; інвестиційні компанії зі фіксованим капіталом (SICAFs) – розповсюджені в країнах Бенілюксу та Франції як фонди відкритого типу з корпоративною або трастовою структурою; закриті інвестиційні компанії; загальний договірний фонд (Common Contractual Fund) в Ірландії.

Європейське право в забезпеченні інвестиційної діяльності оперує ще кількома суміжними поняттями: інвестиційна компанія та інвестиційна фірма. З відповідних положень Директиви 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 «Про ринки фінансових інструментів», що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС, видно, що ці два поняття за своїм змістом в основному збігаються і означають будь-яку юридичну особу, постійна діяльність якої полягає в наданні однієї чи більше послуг з інвестування третім особам та/або здійсненні одного чи більше видів інвестиційної діяльності на професійній основі. Крім інвестиційних послуг, Директива 2004/39/ЄС передбачає надання в процесі інвестування додаткових послуг, що сприяють цьому процесові, обслуговують його, допомагаючи інвесторам у виборі найбільш оптимальних для них об'єкта інвестування та інвестиційної фірми, а також участі у визначенні умов договору щодо надання інвестиційних послуг, контролі за виконанням інвестиційною фірмою договірних зобов'язань та захистові своїх прав та законних інтересів у разі їх порушення інвестиційною фірмою чи іншим учасником інвестування [2].

Також світовий досвід свідчить, що саме висока частка дрібних інвесторів забезпечує надійність і ліквідність інвестиційного ринку, а також додаткові можливості для держави регулювати грошову масу. Це особливо актуально для економіки України, коли інфляційна складова гальмує хід ринкових перетворень.

Слід відзначити, що заощадженням домогосподарств приділяється особлива увага поряд із іншими джерелами формування інвестиційних коштів. Насамперед, особливе місце інвестицій домогосподарств пояснюється кількома причинами: домогосподарства є одним з найважливіших суб'єктів економічної діяльності, як на мікро-, так і на макрорівні; домогосподарства, незважаючи на рівень доходу, прагнуть до заощадження частини отриманого доходу; заощадження домогосподарств трансформуються в інвестиції складно й у такий спосіб на якийсь час виходять із процесу грошового обігу. У розвинених країнах заощадження домогосподарств відіграють вирішальну роль у процесі мобілізації та перерозподілу інвестиційних ресурсів. Зокрема, у США домогосподарства володіють близько 70% фінансових активів [3].

Доходи населення, що не використовуються на поточне споживання, можуть бути залучені в інвестиційний процес через

схеми колективного інвестування. В країнах з розвиненими фінансовими ринками та інвестиційними інституціями заощадження населення акумулюються та перерозподіляються через придбання фінансових активів (інструментів). Інвестиційні інститути є ефективним механізмом мобілізації вільних грошових ресурсів для трансформації їх в інвестиційний капітал.

У розвинених країнах ІСІ поряд із недержавними пенсійними фондами та страховими компаніями є найбільш потужними інституційними інвесторами, які з одного боку забезпечують залучення інвестицій в економіку країни, з другого боку примножують заощадження домогосподарств через інвестиційний дохід.

Інститути спільного інвестування є особливим видом бізнесу. С одного боку, інститути спільного інвестування знижують ризики інвестування для населення, а з іншого боку, діючи як підприємці, вони прагнуть заробити якомога більший дохід не тільки для своїх вкладників, але і для себе. Також слід відзначити, що здійснюючи інвестиційні операції на фінансовому ринку, вони породжують свої власні ризики, які, у свою чергу, можуть призвести до втрати заощаджень. Волатильність та нестабільність фінансового ринку безперечно підвищує ризикованість фінансових інвестицій інститутів спільного інвестування. Аналітики відзначають, що заощадження домогосподарств є одним із найменш прогнозованих джерел інвестиційних ресурсів, а також одним з дестабілізуючих чинників інвестиційного процесу. На думку Дж. Кемпбела, домогосподарства нерідко допускають інвестиційні прорахунки, що пояснюється складністю проблеми фінансового планування домогосподарств [4].

У свою чергу, для процесу трансформації заощаджень домогосподарств в інвестиційні ресурси необхідні певні мотиваційні умови. Мотивами поведінки домогосподарств при прийнятті рішень у сфері інвестування є потенційна можливість отримання додаткового доходу від вкладання в різні категорії активів, основна мета якого знизити втрати від інфляції й збільшити первісні вкладення [5].

Ефективність та обсяги мобілізації заощаджень домогосподарств та трансформації цих фінансових ресурсів в інвестиції залежать від низки чинників. Враховується той факт, що населення має постійну потребу у розміщенні неспожитої частини доходу з метою збереження та примноження. У той же час держава також зацікавлена у залученні широкого кола населення до схем спільного інвестування з метою насичення національної економіки інвестиційними ресурсами. Саме інститути спільного інвестування надають досить широкі можливості для залучення вільних фінансових ресурсів домогосподарств та трансформації цих коштів в інвестиційний ресурс.

На жаль, в Україні становлення інститутів спільного інвестування супроводжувалось значними зловживаннями. Зокрема, до 2002 року інвестиційний сектор України був представлений великою кількістю інвестиційних фондів і компаній, створених відповідно до Указу Президента «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» [6]. Усі без винятку фонди були створені під час виконання програми масової приватизації для об'єднання капіталу (переважно приватизаційних ваучерів) окремих інвесторів та участі у приватизації державних компаній. У 1999 році згаданий указ регулював діяльність 228 інституційних інвесторів.

Кількість інвестиційних фондів була ще більшою до тяжких 1994–1995 років, які запам'яталися численними випадками краху трастів та інвестиційних фондів як складової кризи «фінансових пірамід». Вищезазначені події надовго сформували недовіру до інститутів спільного інвестування з боку населення. Такий стан довіри до фінансових інституцій виступає одним із основним чинників, що гальмують розвиток спільного інвестування в Україні.

Після кризи «фінансових пірамід» в Україні запроваджується європейська модель спільного інвестування, що була закладена в Законі «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [7], прийнятому у березні 2001 року. В 2002 році та частково в 2003 році відсутність нормативних механізмів, які повинні бути прийняті в розвиток даного закону, була основним стримуючим фактором появи реально діючих інститутів спільного інвестування. На сьогодні формування основ законодавчої бази по інститутам спільного інвестування практично вже завершено, зокрема для підтримки впровадження законодавства про інститути спільного інвестування Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) тільки протягом перших п'яти років видала понад 30 нормативних актів, що регулювали діяльність фондів, компаній з управління активами, встановлювали обмеження на інвестиції та вимоги до звітності інститутів спільного інвестування.

На сьогодні функціонування інститутів спільного інвестування в Україні регулюється Законом «Про інститути спільного інвестування», який спрямований на забезпечення залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів і визначає правові та організаційні основи створення, діяльності, припинення суб'єктів спільного інвестування, особливості управління активами зазначених суб'єктів, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання таких активів, особливості емісії, обігу, обліку та викупу цінних паперів інститутів спільного інвестування, а також порядок розкриття інформації про їх діяльність [8].

Дія Закону «Про інститути спільного інвестування» пересудісмі поширюється на суспільні відносини, що виникають

у сфері спільного інвестування у зв'язку з утворенням та діяльністю суб'єктів спільного інвестування, з метою забезпечення гарантування права власності на цінні папери інститутів спільного інвестування та захисту прав учасників інститутів спільного інвестування. Відносини у сфері спільного інвестування регулюються й іншими нормативно-правовими актами з питань функціонування фондового ринку. У свою чергу, законодавство про акціонерні товариства не застосовується до регулювання діяльності корпоративних фондів.

На жаль, в Україні розвиток інститутів спільного інвестування гальмується з ряду причин, ключовою з яких є низький рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку. До таких причин науковці, насамперед, відносять недосконалість нормативно-правової бази та відсутність на ринку цінних паперів ліквідних фінансових інструментів [9]. Зокрема, подальшого вдосконалення потребують чинні правила ведення бухгалтерської та фінансової звітності інститутів спільного інвестування. Крім того, існуючі невизначеності в законодавстві про управління активами вимагають упорядкування, щоб уникнути значних розходжень і порушень закону на ринку.

Так, станом на 31.12.2014 на українському фондовому ринку діяльність з управління активами здійснювали 345 професійних учасників. Водночас кількість корпоративних та пайових інвестиційних фондів на кінець минулого року становила 2053, з них: 376 – це корпоративні інвестиційні фонди, а 1677 – пайові. (Для порівняння: на початок року кількість таких ІСІ становила 2026, з них: 374 – корпоративні і 1652 – пайові.) Протягом останніх років простежується відносно зростання кількості інституційних інвесторів.

В Україні сфера управління активами у 2014 році, незважаючи на кризові явища в економіці, загалом зберегла позитивну динаміку розвитку. Чутливими до негативних змін на фондовому ринку та у країні в цілому були сектори публічних фондів, зокрема, ІСІ відкритого типу, а також – за інвестиційною стратегією та структурою активів відповідно – фонди акцій. При цьому кількісно, у розрізі учасників інвестиційного ринку, сфера управління активами почала звужуватися, поряд із цим зростав обсяг активів (рис. 1), що свідчить про укрупнення інституцій.

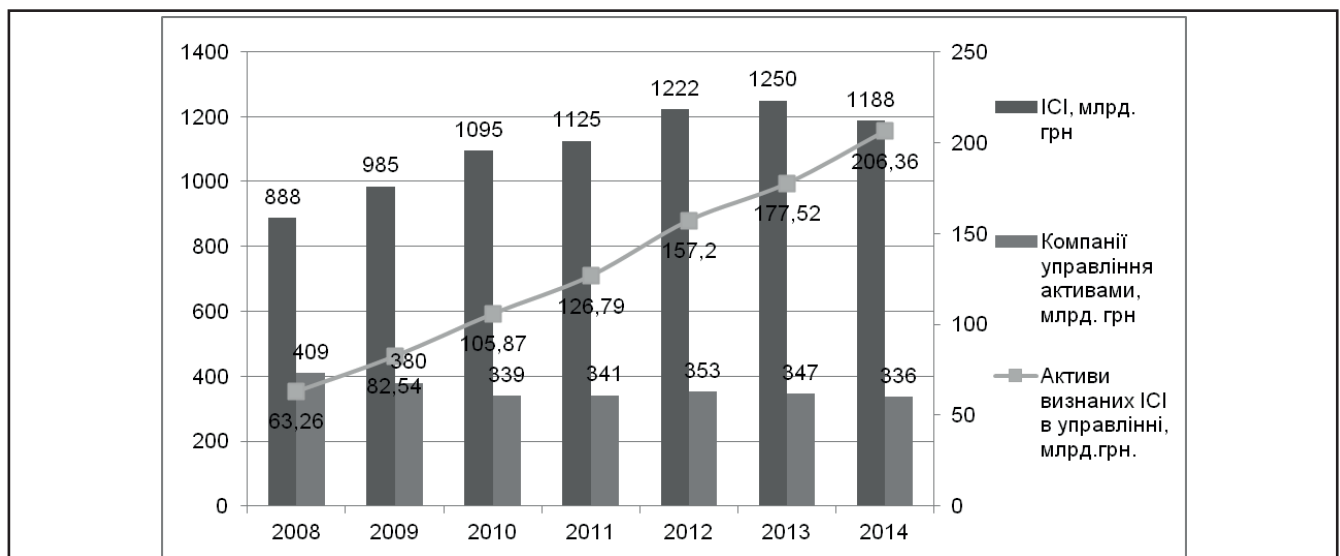
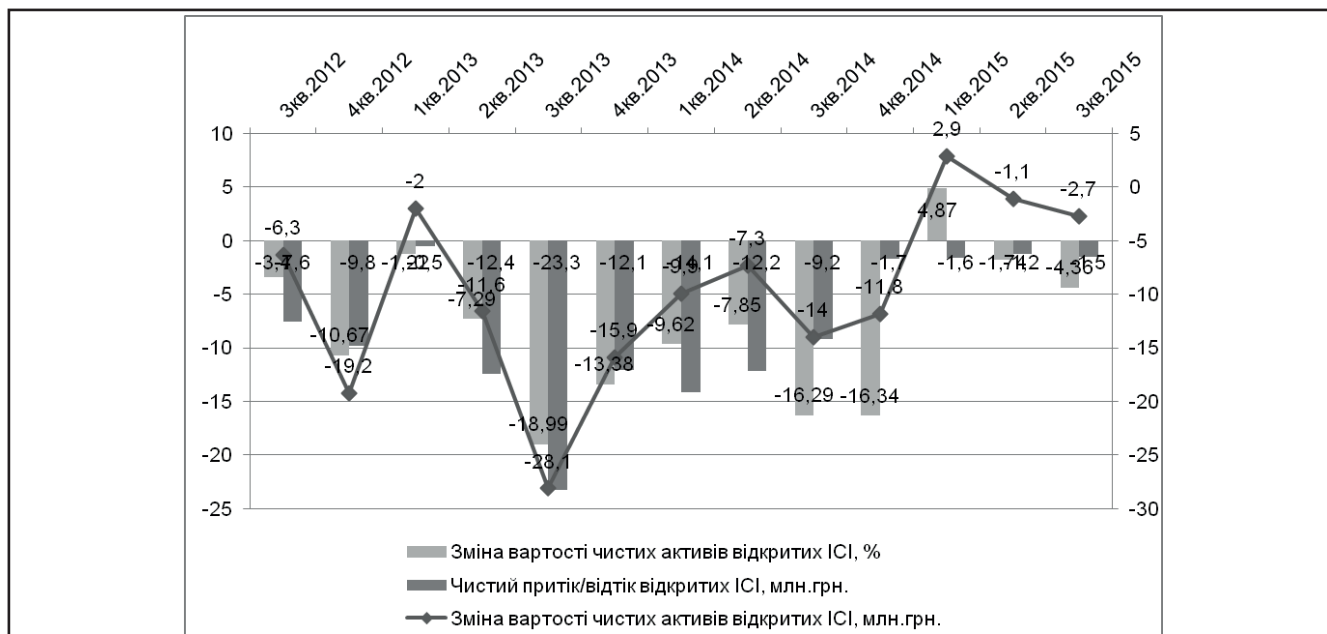


Рисунок 1. Активи визнаних ІСІ в управлінні\*

\* Джерело: складено автором за даними [10].




**Рисунок 2. Вартість чистих активів ІСІ\***

\* Джерело: складено автором за даними [10].

На рис. 1 демонструється поступове зростання активів визнаних ІСІ в управлінні з 63,26 млрд. грн. у 2008 році до 206,36 млрд. грн. у 2014 році. Втім якщо проаналізувати величину чистих активів інститутів спільного інвестування (рис. 2), «картина» дещо зміниться. Відтік капіталу із відкритих фондів тривав протягом 3,5 року, кілька таких інститутів спільного інвестування залишили ринок, а нових у 2014 році створено не було. У той же час, на протиположність скороченню загальної кількості венчурних інститутів спільного інвестування, нарощення сектором активів цього року тривало і фактично було рівним за обсягом показникам 2013 року. Збільшили свою присутність в інститутах спільного інвестування всі категорії інвесторів, за винятком іноземних громадян.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, впродовж 2014 року сукупний чистий відтік капіталу з відкритих інститутах спільного інвестування фіксувався щомісяця, крім травня та грудня, і хоча щоквартальні показники залишалися від'ємними, але за результатами року відтік продовжував скорочуватися. Його вага у зниженні величини чистих активів сектору, проте, навіть дещо зростає. Найбільших втрат від виходу інвесторів протягом року зазнавали як збалансовані фонди та фонди акцій, так і фонди облігацій. При цьому й агресивні, й консервативні фонди були серед лідерів за річною доходністю. Доходність інститутів спільного інвестування у 2014 році загалом підвищилася: серед відкритих інститутах спільного інвестування середній показник зріс більш ніж удвічі у порівнянні з минулим роком, для закритих – більш ніж у півтора рази. Дві третини відкритих інститутів спільного інвестування забезпечили зростання вартості вкладень інвесторів – після третини у 2013 році. Серед закритих та інтервальних інститутів спільного інвестування співвідношення практично збереглося: близько половини та понад 40% фондів, відповідно, показали приріст. Майже половина відкритих інститутів спільного інвестування мали доходність у 2014 році принаймні на рівні індексу україн-

ської біржі. Низка публічних (невенчурних) фондів також могла конкурувати за доходністю із банківськими депозитами у гривні [11]. Це є свідченням достатньо стабільного розподілу активів. Доцільно відмітити також зростання інвестицій в цінні папери (у тому числі ОВДП) за усіма видами інститутів спільного інвестування, а також зниження обсягів грошових коштів та депозитів в банках, що передусім пов'язано із кризою у банківській системі України.

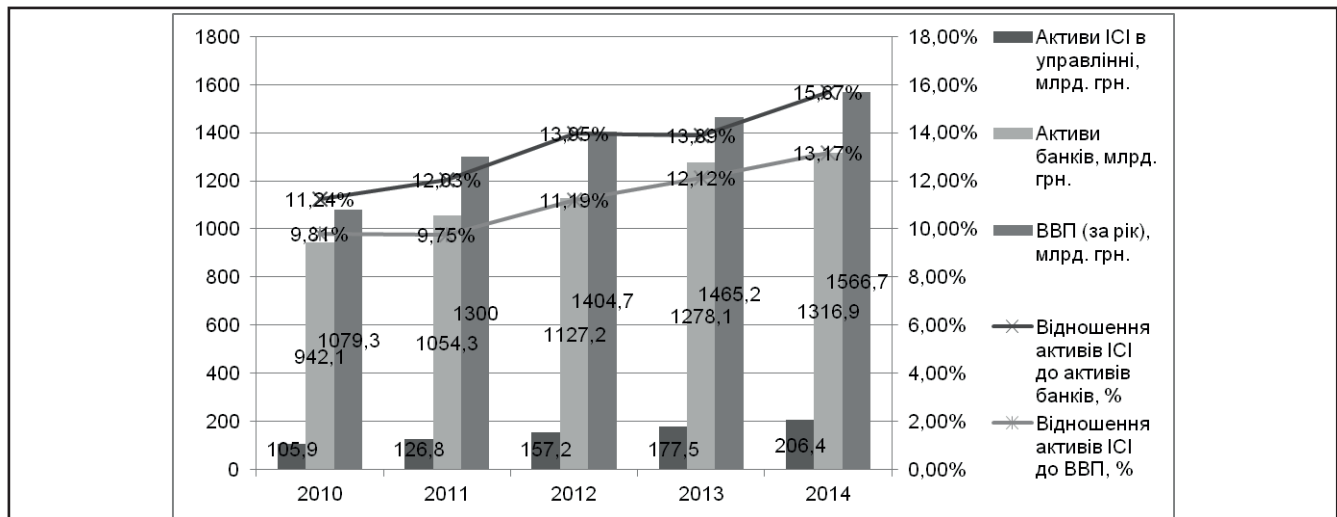
Внутрішні шоки негативно вплинули на розвиток економіки, знизивши довіру споживачів фінансових послуг до банківського сектору, та розбалансували фінансові ринки. Скорочення економічної активності, торговельні дисбаланси спричинили девальвацію та прискорення інфляції до 30% річних. Ці події призвели до погіршення якості кредитних портфелів банківської системи, що викликало необхідність очищення банківської системи, що почалося у 2014 році, та потребувало додаткових вливань капіталу в банки для створення значних резервів під активні операції [12].

Поряд з цим інститути спільного інвестування демонструють досить непогані результати, нарощуючи активи. Відношення активів інститутів спільного інвестування до активів банків та ВВП упродовж 2010–2014 років наведено на рис. 3.

Безумовно позитивною є динаміка зростання частки активів інститутів спільного інвестування у ВВП з 9,81% у 2010 році до 13,17% у 2014 році. Активи інститутів спільного інвестування в управлінні зросли майже вдвічі і у 2014 році становили 206,4 млрд. грн.

Поряд із позитивною динамікою розвитку слід зауважити, що сфера спільного інвестування в Україні пов'язана з цілою низкою проблем.

Ключовим фактором, що негативно впливає на активізацію діяльності ІСІ, є недорозвиненість та низький рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку. Стримують розвиток інвестиційного ринку України й недосконалі нормативно-правова база та відсутність на вітчизняному ринку цінних паперів ліквідних



**Рисунок 3. Відношення активів ІСІ до активів банків та ВВП**

\* Джерело: складено автором за даними [10].

фінансових інструментів. Саме тому можна зробити висновок, що нерозвиненість українського ринку фінансових інструментів не дає змоги ефективно здійснювати інвестиційну діяльність в Україні та призводить до того, що концепція бізнесу інвестиційних фондів викривлюється, а деякі з них використовуються для обслуговування лише корпоративних інтересів [13].

У свою чергу, фахівці Української асоціації інвестиційного бізнесу відзначають складність дотримання нормативів та вимог законодавства щодо складу і структури активів. Практично неможливе це здійснити в умовах зупинки обігу цінних паперів емітентів, розташованих на окупованих територіях (в АРК та у зоні АТО). Також зі зростанням числа проблемних банків, в умовах існуючої несприятливої для фондів черговості задоволення вимог кредиторів та неможливістю отримання відшкодувань від Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, інституційні інвестори змушені нести втрати або констатувати зростання частки проблемних активів [11].

Також, на думку аналітиків, усе більш актуальним стає перехід кількості в якість: зростання фінансового та регуляторного навантаження, об'єктивне посилення вимог до кваліфікації та професіоналізму спеціалістів компаній з управління активами сприятиме концентрації ринку та укрупненню бізнесу з управління активами. До цього підштовхує як підвищення ризиків діяльності на фінансових ринках, так і щоразу більше скорочення переліку якісних активів та інструментів для інвестування коштів інституційних інвесторів, особливо – пенсійних фондів [11].

Також аналітики Української асоціації інвестиційного бізнесу відзначають, що ключовими напрямками, які мають значні перспективи для розвитку індустрії спільного інвестування та управління активами, а також фондового ринку в цілому, можуть стати запровадження нових фінансових інструментів, зокрема інфраструктурних облігацій, довгострокових державних облігацій, індексованих на інфляцію, а також похідних – для хеджування ризиків. Надзвичайно важливими є також активізація використання інститутів спільного інвестування в обслуговуванні програм приватно–державного партнерства.

Також розвиток фінансового сектору у найближчі роки буде відбуватися в умовах адаптації законодавства України до

вимог директив ЄС та імплементації Угоди про Асоціацію у частині ринків фінансових послуг. Компанії з управління активів повинні будуть підвищувати стандарти діяльності, зокрема щодо управління ризиками та розкриття інформації про інститути спільного інвестування.

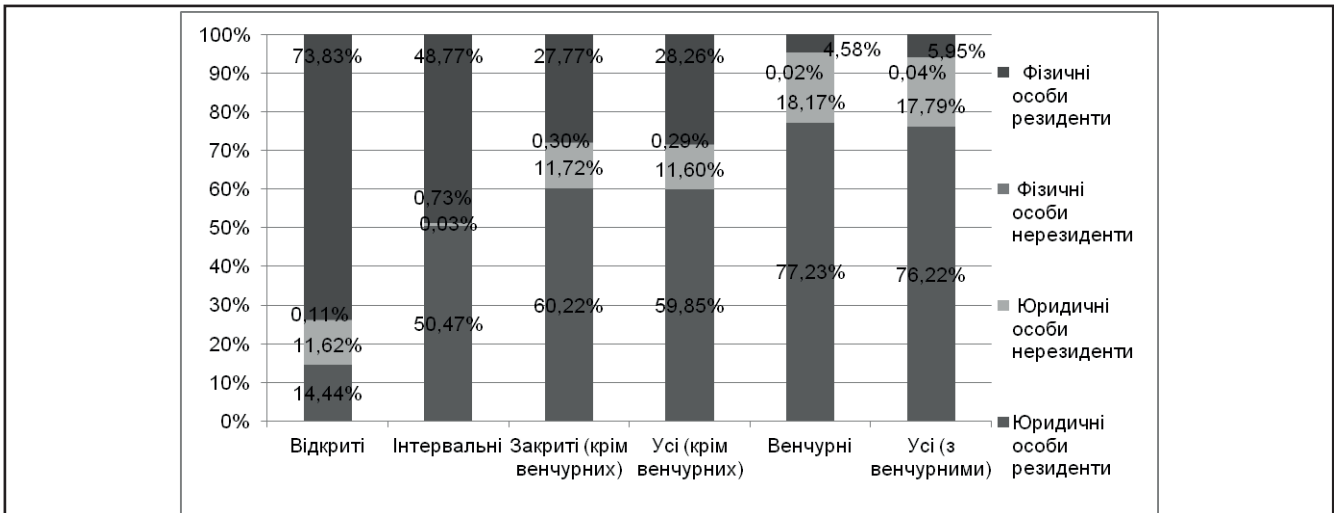
Важливим аспектом залишається також підвищення фінансової грамотності населення, що потребує спільних зусиль державних органів та учасників ринку. При цьому масштабне залучення коштів роздрібних інвесторів – громадян України на фондовий ринок, перетворення заощаджень населення у довгостроковий інвестиційний ресурс буде можливим тільки після здійснення реальних реформ в економіці України, забезпечення надійного захисту інвестицій та відновлення довіри до фінансових інституцій [11].

З огляду на вищезазначене слід підкреслити значне зростання частки фізичних осіб у схемах спільного інвестування. Якщо на початку становлення частка населення в чистих активах інвестиційних фондів знаходиться на рівні 3%, то у 2013–2014 роках частка фізичних осіб коливається у межах 14–78% (відповідно до видів інвестиційних фондів) (рис. 4).

Інтерес індивідуальних інвесторів підвищується завдяки досить високій доходності, яку показують ІСІ останнім часом. В умовах прискорення темпів інфляції депозитні ставки вітчизняних банків виглядають менш привабливими.

Проте поки що досить низька участь населення в інвестиційних фондах пояснюється не лише недовірою громадян та браком знань щодо механізмів інвестування, але і особливостями українського законодавства, в якому, на відміну від багатьох країн, зокрема і Росії, забороняється залучати у венчурні фонди кошти фізичних осіб. На нашу думку, на старті розвитку зовсім нової для нашої країни галузі таке обмеження є обґрунтованим. Державне регулювання венчурних фондів є м'якими, що не дає змоги належним чином захистити права індивідуальних інвесторів. Тим часом якщо зловживання правами таких вкладників призведе до гучних скандалів, це може негативно вплинути на всю індустрію.

Якщо зважати на загальні дані щодо фізичних осіб – учасників інвестиційних фондів можна, певною мірою, робити висновки щодо подальших перспектив цього сегменту інститу-



**Рисунок 4. Розподіл чистих активів інститутів спільного інвестування за категоріями інвесторів, у 2014 році, %**

\* Джерело: складено автором за даними [10].

тів спільного інвестування. Так, на прикладі однієї з компаній по управлінню активами можна констатувати, що середньостатистичним учасником інвестиційних фондів, є фізична особа, яка характеризується наступними ознаками: представник чоловічої статі, міський мешканець у віці близько 40 років із вищою освітою, який має стабільні доходи від участі в державному секторі або в підприємницькій діяльності та певний ступінь фінансової освіченості (має уявлення про переваги диверсифікації накопичень і певною мірою орієнтується в питаннях портфельного інвестування тощо), опікується середньостроковими інвестиційними горизонтами (від 1 до 3 років) та готовий йти на помірні інвестиційні ризики.

Отже, розвиток ринку безпосередньо пов'язаний із зростанням доходів населення і, зокрема, з розширенням, так званого, середнього класу в суспільстві. Тенденції стабільного зростання доходів населення останніх трьох років уже сьогодні починають даватися взнаки на ринку спільного інвестування. Сталість цього тренду продовжуватиме позитивно впливати на їхній розвиток, підкріплена також поширенням інформації та знань про досвід роботи таких колективних інвестиційних схем.

Водночас зі зростанням популярності фондів серед населення і накопиченням ними зобов'язань перед індивідуальними вкладниками має підвищитися і ефективність держави щодо захисту їхніх інтересів. У світовій практиці цьому сприяють жорсткі регуляторні вимоги щодо оприлюднення всього спектру інформації, яка дає змогу інвестору адекватно оцінити надійність фонду та потенційні можливості щодо отримання інвестиційного доходу від участі в схемі. Сьогодні регулювання процедур оприлюднення інформації та оцінки активів фондів не відповідає міжнародним стандартам щодо забезпечення захисту індивідуальних інвесторів. Уже зараз, коли зростає популярність інститутів спільного інвестування серед фізичних осіб, важливо удосконалювати правову базу роботи ринку для усунення чинників його непрозорості.

Так, відповідно до чинного законодавства про інститути спільного інвестування важливим елементом управління ризиками інвестування є диверсифікація активів фондів, вимоги до якої стосуються, перш за все, диверсифікованих ін-

ститутів спільного інвестування. Цей елемент законодавчого регулювання покликаний захистити активи від втрати частини вартості внаслідок банкрутства й зловживань окремих емітентів. Крім того, існують чіткі обмеження, що мають забезпечити відмежування коштів фонду від пов'язаних компаній та осіб. Передусім йдеться про юридичних чи фізичних осіб, що тим чи іншим чином можуть впливати на рішення щодо інвестування коштів фондів, переслідуючи при цьому власні комерційні інтереси. Отже, критично важливо ідентифікувати такі пов'язані сторони через суттєво зміцнений механізм відстеження кінцевого власника компанії, залучених у бізнес спільного інвестування.

Сьогодні у НКЦПФР не має достатніх важелів і повноважень для відстеження тих, хто знаходиться в кінці ланцюга власників і контролює компанії, які оперують на фондовому ринку, інвестиційні фонди та компанії з управління активами, і чий інтереси можуть вступати в конфлікт з інтересами учасників фондів. Отже, важливо уповноважити цей державний орган регулювання проводити систематичну роботу з виявлення такого конфлікту інтересів шляхом перевірки економічного, фінансового та, навіть, кримінального підґрунтя усіх сторін, що можуть якимось чином зашкодити ефективному та безпечному інвестуванню внесків учасників фонду. Така діяльність має стати частиною процесу реєстрації та ліцензування, покладеного на НКЦПФР.

Нинішня наглядова діяльність комісії зводиться, здебільшого, до перегляду звітів, які регулярно подаються компаніями з управління активами відповідно до вимог законодавства. Крім того, є план виїзних перевірок. НКЦПФР також має реагувати на виявлені або заявлені порушення, в тому числі, здійснюючи перевірки на місцях. Проте працівників комісії недостатньо для ефективного моніторингу та контролю великої кількості учасників ринку. Більше того, вона не має належного механізму, який би забезпечив можливість швидкого реагування на зловживання та захисту активів інвесторів інститутів спільного інвестування, а також обмеження шкідливого впливу на ринок. Відтак, здійснення такої трансформації регулятора ринку неможливе без низки стратегічних реформ, покликаних зміцнити його наглядовий та регуляторний потенціал.

Важливо відмітити, що роль, яка відводиться банку-зберігачу, також поки що не відповідає провідній міжнародній практиці. Кастодіальна діяльність, що посідає центральне місце в механізмі внутрішнього контролю схем колективного фінансування, наразі не здійснюється вітчизняними банками зберігачами в повній мірі. Зазвичай свою функцію перевірки належного обліку вартості та розподілу активів, відповідності інвестиційним обмеженням банки виконують формально, не вдаючись до елементів аналізу. Така ситуація пов'язана з недостатнім досвідом, а іноді і знанням щодо сутності кастодіального бізнесу, якій не зводиться суто до депозитарних послуг. Крім того, вимоги, встановлені законодавством щодо здійснення контрольної функції банками-зберігачами, не є чіткими. Це питання також не набуло відображення в нормативно-правових актах, що дає банкам можливість обмежитися формальною перевіркою і не витратити ресурси на забезпечення відповідного аналітичного супроводу фондів.

Не досить продуманим є підхід до встановлення вимог до мінімального обсягу активів інститутів спільного інвестування. При його встановленні береться до уваги вид фінансової діяльності (або не лише фінансової, як у випадку з вимогами до корпоративного фонду). Проте більш логічним та доцільним було б встановлювати вимоги до мінімального обсягу активів виходячи з рівня ризику, яким управлятиме фінансовий посередник залежно від типу фонду, чиї активи він інвестує.

Загалом слід відмітити, що концепція управління ризиками (радіше ніж встановлення певних жорстких та конкретних умов та обмежень на інвестиційну діяльність) поки що не набула системного відображення в українському законодавстві. Частково це пояснюється відсутністю пруденційного підходу в регулюванні галузі інвестиційного інвестування. Так само і у практиці регулювання, підхід до виконання наглядової функції, на жаль, поки що не передбачає використання комплексної системи показників та індикаторів, які б дали змогу НКЦПФР здійснювати оперативний контроль ринку інститутів спільного інвестування (та інших сегментів, які регулюються комісією) на базі оцінки ступеня ризику і не розпорюшувати свої ресурси на тотальні планові перевірки.

У класичному варіанті це означає, що регулятор ринку створює систему показників, найоперативніша інформація до якої надходить від різних учасників ринку та елементів його інфраструктури (це дозволяє проводити перехресну звірку і виявляти помилки чи порушення у звітності). Таким чином він отримує можливість бачити загальний стан ринку і реагувати на значні відхилення в показниках окремих фондів, які б свідчили про необхідність втручання і більш прискіпливого нагляду для виправлення ситуації.

Незважаючи на значний обсяг нормативно-правових документів, які становлять досить повну регуляторну базу діяльності інститутів спільного інвестування, важливим фактором, який впливає на якість роботи ринку, є все ще не запроваджені повною мірою міжнародні стандарти бухгалтерської звітності. Сучасна система міжнародних стандартів містить в собі всі найсучасніші напрацювання щодо обліку операцій на фінансовому ринку. Її запровадження дало б змогу вирішити багато технічних питань, які наразі регулюються окремими нормативами і навколо яких іноді виника-

ють непорозуміння. Зокрема, це стосується такого важливого процесу, як визначення вартості чистих активів фондів.

За умов нерозвиненого, а отже не досить ліквідного фондового ринку визначення вартості активів залежить від їх адекватної оцінки, особливо тих активів, що інвестовані в цінні папери. Наразі вимога щодо оцінювання активів інститутів спільного інвестування за їхньою ринковою вартістю, яка має визначатися за даними останнього офіційного котирування організаційно оформленого ринку, не відповідає реаліям ринку і може вести до неадекватного відображення вартості активів фонду. У міжнародній практиці активи дійсно оцінюються за даними котирування на кінець біржового дня (закриття торгів). Однак такий підхід спрацьовує лише в умовах ліквідного ринку, коли цінні папери інтенсивно торгуються і їх ціна встановлюється під дією класичних ринкових механізмів. У випадку, коли кількість обороток на день не є великою, а деякі з паперів взагалі не обертаються на вторинному ринку, зазвичай використовується більш складні методики оцінки. Найчастіше використовується метод середньозваженої ціни паперу. Залежно від особливостей конкретного ринку – обсягу та інтенсивності обігу цінних паперів на ньому – середньозважена може розраховуватися за оборотками на день, тиждень або навіть місяць. Таким чином досягається нівелювання несистемних факторів (маніпуляція цінами на ринку) і більш адекватне відображення ліквідності цінних паперів в активах фондів. Важливо відмітити, що для застосування такої методики важливо, щоб такі ціни регулярно розраховувалися операторами біржі або торговельної системи та офіційно оприлюднювалися для учасників ринку й контролюючих органів.

Крім того, слід виважено підходити і до того факту, що багато цінних паперів обертають на ринку досить рідко або не обертаються взагалі. Така ситуація в Україні характерна для певних випусків облігацій. За певними з них договори про купівлю-продаж не уклалися понад рік. За таких умов використання чинної методики, яка встановлює певні вимоги до ціни останнього зареєстрованого договору, що має враховуватися для оцінки активів, веде до заниження або завищення оціночної вартості облігацій. Адже вартість, за якої оцінені ці облігації, лишається незмінною увесь час, що вони не торгуються.

З огляду на природу облігацій, ліквідність яких забезпечується, передусім, характеристиками емісії, а вже потім – ринком цінних паперів, для їхньої оцінки (в разі якщо їх ціна не може бути сформована ринком) варто застосовувати одну з існуючих методик фінансових розрахунків. Ці методики базуються на характеристиках випуску облігацій, таких як номінальна вартість, відсоткова ставка та дати виплати відсотків і погашення облігацій, а різняться, здебільшого, параметрами, що закладаються для амортизації вартості облігацій у часі. Найбільш розповсюдженим є метод лінійної амортизації, який не передбачає використання складного математичного апарату і цілком прийнятний для застосування вітчизняним ринком.

Загалом гнучкого підходу вимагає оцінка усіх інвестицій інститутів спільного інвестування, вартість яких формується під дією ринкових факторів. Отже, перегляду потребує і методика оцінки банківських металів. Нині оцінка таких акти-



вів має базуватися на ціні Національного банку України, яка при цьому не є обов'язковою для банків. Відтак вони можуть встановлювати ціни покупки, що можуть відрізнятись від офіційно встановленої. Така негнучкість вимог щодо оцінки веде до некоректного відображення вартості активів фондів.

У цілому політика розроблення нормативної бази регулювання інститутів спільного інвестування має забезпечувати максимальну прозорість ринку і однозначні уніфіковані вимоги, які б давали можливість усім учасникам ринку, а передусім, потенційним інвесторам, чітко орієнтуватися в конкурентних перевагах різних інвестиційних фондів і продуктів, які вони пропонують. Для забезпечення дотримання встановлених правил наглядові спроможності НКЦПФР мають бути суттєво покращені та, водночас, зорієнтовані на ефективний моніторинг ринку для попередження порушень і відхилень від встановлених вимог шляхом миттєвого реагування на ситуації, пов'язані з підвищенням ризиком операцій учасників ринку.

### Висновки

Державне регулювання інвестиційних процесів має забезпечувати постійний розвиток нормативно-правової бази, яка впорядковує відносини та визначає межі відповідальності між державою, інституційними інвесторами та домогосподарствами стосовно механізмів мобілізації та трансформації заощаджень населення в інвестиції, зокрема через механізм ринку пенсійних послуг. Значимість процесу трансформації вільних фінансових ресурсів (заощаджень населення) зумовлює необхідність збереження і примноження пенсійних заощаджень, що вимагає забезпечення ефективного управління пенсійними активами та страховими резервами. Ефективна державна політика розвитку системи недержавного пенсійного страхування здатна забезпечити формування довгострокових інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, зокрема пенсійних заощаджень. У свою чергу ефективно державне регулювання та удосконалення нормативно-правової бази у бік забезпечення соціальної відповідальності та захисту прав споживачів інвестиційних послуг підвищуватимуть довіру до інститутів спільного інвестування та забезпечуватимуть залучення широкого кола населення до схем спільного інвестування.

### Список використаних джерел

1. Терещенко Г.М. Перспективи розвитку венчурних фондів в Україні / Г.М. Терещенко, Ю.О. Смоляр // Наукові праці НДФІ. – 2011. – №4(57). – С. 103–113.
2. Клименко К.В. Інститути спільного інвестування: сутність, функції та місце в економічній системі [Електрон. ресурс] / К.В. Клименко // Ефективна економіка: електронне наук. фахове вид. – 2013. – №3. – Режим доступу: // <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1874>
3. Леонов Д. Управління активами інвестиційних і пенсійних фондів: податкові бар'єри / Леонов Д. // Финансовые услуги. – 2006. – №6. – С. 25–28.
4. Campbell Y. John. Household Finance / John Y. Campbell. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://campbell\\_afapresidentialaddress\\_jf2006.pdf/](http://campbell_afapresidentialaddress_jf2006.pdf/)
5. Комплексний демографічний прогноз України на період до 2050 р. (колектив авторів) / за ред. чл.-кор. НАНУ, д.е.н., проф. Е.М. Лібанової. – К.: Український центр соціальних реформ, 2006. – 138 с.
6. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: указ Президента від 19.02.1994 №55/94 [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/55/94/print1452596799151589>
7. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): закон України від 15.03.2001 №2299-III [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2299-14/print1452596799151589>
8. Про інститути спільного інвестування: закон України від 05.07.2012 №5080-VI [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/5080-17/print1452596485300322>
9. Терещенко Г.М. Залучення потенціалу інститутів спільного інвестування для забезпечення інноваційного розвитку економіки / Г.М. Терещенко // Фінанси України. – 2012. – №9. – С. 105–115.
10. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Квартальні та річні огляди ринку інститутів спільного інвестування [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html)
11. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами за 4 квартал та 2014 рік [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart/224555.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/224555.html)
12. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://reforms.in.ua/>
13. Терещенко Г. Інститути спільного інвестування для забезпечення інноваційного розвитку / Ганна Терещенко // Незалежний аудитор [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: [http://n-auditor.com.ua/uk/component/na\\_archive/693?view=material](http://n-auditor.com.ua/uk/component/na_archive/693?view=material)