

УДК 336.76

Т. М. Бороденко,  
асистент кафедри Фінансові ринки, ДВНЗ "Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана", м. Київ

# ОСОБЛИВОСТІ АКЦІЙ КОРПОРАТИВНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ: ВІТЧИЗНЯНИЙ ДОСВІД

T. Borodenko,  
Assistant Department of financial market, SHEI "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman"

FEATURES OF SHARES OF CORPORATE INVESTMENT FUNDS: DOMESTIC EXPERIENCE

*У статті визначено місце акцій корпоративних інвестиційних фондів серед фінансових інструментів. Охарактеризовано головні ознаки акцій корпоративних інвестиційних фондів відповідно до законодавства України. Визначено комплекс немайнових прав, що характерні для акцій корпоративних інвестиційних фондів, оскільки саме вони суттєво вирізняють корпоративні фонди в ряду усіх інститутів спільного інвестування. Встановлено зв'язок між ознаками акцій корпоративних інститутів спільного інвестування та розвитком в Україні фондів з таким правовим статусом. Зазначено фактори, які визначають суттєве переважання пайових інститутів спільного інвестування в Україні над корпоративними. Структуровано особливості управління корпоративними та пайовими інститутами спільного інвестування. Обґрунтовано заходи, спрямовані на подальший розвиток корпоративних фондів в Україні.*

*The article shares the place of investment funds among financial instruments. The characteristic features of the main stock investment funds according to the legislation of Ukraine. The complex moral rights, which are characteristic for the stock investment funds, as they significantly, distinguish corporate funds among all collective investment institutions. The connection between shares' features of corporate institutes of mutual investing, which are fixed in national legislation and development of funds with such legal status in Ukraine is determined. These factors, which determine the prevalence of significant share mutual investment institutions in Ukraine over the corporate. Structured features management of corporate and mutual investment institutions. The measures directed on the further development of corporate funds in Ukraine are justified.*

*Ключові слова: інститут спільного інвестування, фінансовий інструмент, корпоративний інвестиційний фонд, акція корпоративного інвестиційного фонду, активи інвестиційного фонду, інвестиційний сертифікат.*

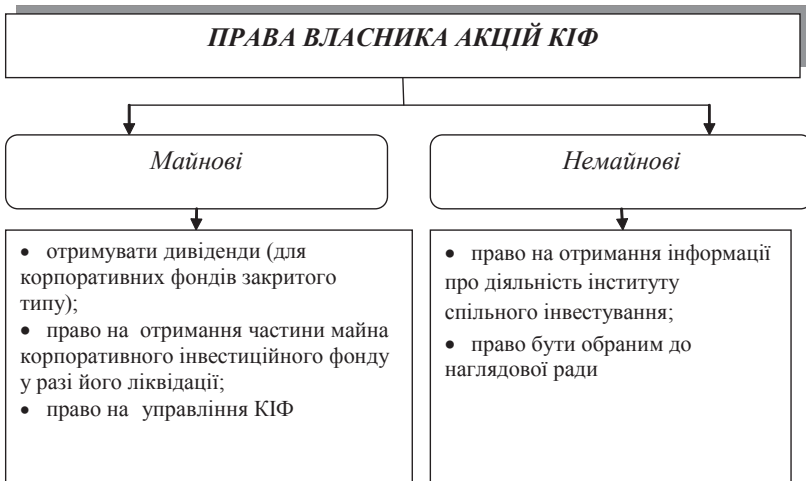
*Key words: institute of mutual investing, financial instrument, corporate investment fund, share of corporate investment fund, assets of investment fund, investment certificate.*

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Створення в Україні сприятливого інвестиційного клімату є першочерговим завданням в контексті реформування вітчизняної економіки. Його вирішення в значній мірі залежить від повноцінного розвитку різноманітних суб'єктів фінансової інфраструктури. Визнаємо, що після майже двох з половиною десятиліть реформ на вітчизняному фінансовому ринку домінуючі позиції займають банківські установи, тоді як інвестиційні фонди, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди та інші небанківські інституції їм значно поступаються за більшістю показників.

Така ситуація не тільки суттєво ускладнює можливості фінансового ринку виконувати властиві йому функції, вона штучно зменшує інвестиційні альтернативи для власників заощаджень, підриває довіру до фінансових інструментів та послуг.

У цьому контексті слід особливу увагу звернути на розвиток спільного інвестування в Україні, як свідчить зарубіжний досвід, саме інститути спільного інвестування (ІСІ) здатні створити потужні стимули для трансформації заощаджень у інвестиції. Проте для розвитку ІСІ необхідно створити відповідні передумови, зокрема, нормативно-правову



**Рис. 1. Права власників акцій корпоративного інвестиційного фонду**

Джерело: систематизовано автором за [1].

базу. В Україні законодавство у сфері спільного інвестування неодноразово удосконалювалося, проте говорити про завершеність реформування ще занадто рано. З огляду на це підвищується актуальність досліджень присвяченим розвитку інвестиційних фондів та нормативно-правової бази, що регулюють діяльність цих інститутів в Україні.

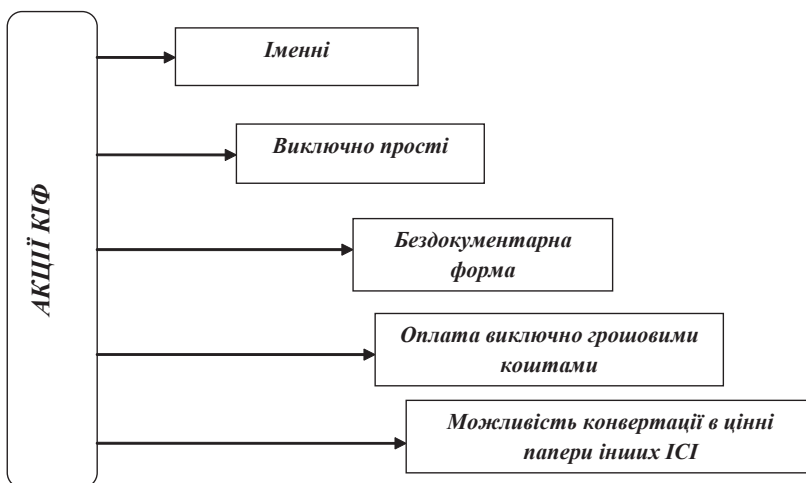
**АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ**

Зауважимо, що питання функціонування ІСІ в Україні розглядалося в роботах С. Віхрова, А. Золковера, Д. Леонова, С. Леонова, О. Михайлика, О. Слободян, Г. Терещенко, О. Уваркіної, А. Федоренка, Д. Циганок, О. Щербини та інших.

У роботах зазначених авторів хоча й аналізувалося широкое коло проблем розвитку інвестиційних фондів на вітчизняному фінансовому ринку, проте теоретичні та практичні аспекти функціонування акцій корпоративних ІСІ майже не розкрито.

**МЕТА СТАТТІ**

Мета статті — визначити особливості акцій корпоративного інвестиційного фонду як фінансових інструментів та обґрунтувати напрями удосконалення нормативно-правової бази з питань випуску та обігу таких цінних паперів.



**Рис. 2. Характеристики акцій КІФ, встановлені законодавством України**

Джерело: складено автором за [1—2].

**ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ**

Розпочинаючи аналіз акцентуємо в першу чергу на визначенні акцій корпоративних інвестиційних фондів у Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок": "Акція корпоративного інвестиційного фонду — цінний папір, емітентом якого є корпоративний інвестиційний фонд та який посвідчує майнові права його власника (учасника корпоративного інвестиційного фонду), включаючи право на отримання дивідендів (для закритого корпоративного інвестиційного фонду), частини майна корпоративного інвестиційного фонду у разі його ліквідації, право на управління корпоративним інвестиційним фондом, а також немайнові права, передбачені законодавством про інститути спільного інвестування" [1].

Зазначимо, що згаданим нормативно-правовим актом чітко відділено акції корпоративного інвестиційного фонду від акцій.

Більше того, якщо стосовно власника акцій вживається термін "акціонер", то щодо власника акцій КІФ — учасник [1].

Звернемо увагу також на той факт, що виділення акцій КІФ в окрему групу пайових цінних паперів відбулося тільки у 2012 році, тоді як в період 2006—2012 рр. такі фінансові інструменти розглядалися в ряду акцій.

Отже, для власника акцій КІФ властивим є разом з придбанням таких цінних паперів отримання наступного комплексу майнових та немайнових прав (рис. 1).

Аналізуючи місце акцій КІФ в ряду фінансових інструментів, насамперед акцентуємо увагу на розбіжностях, що притаманні науковим підходам до цього поняття.

Так, відомий вітчизняний дослідник І. Бланк стверджує, що фінансові інструменти представляють собою різноманітні фінансові документи, що обертаються, які мають грошову вартість та за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку [3, с. 206—207].

У свою чергу, В. Чесноков зазначає, що продаж або передача фінансових інструментів забезпечує отримання фінансових ресурсів, окрім того, фінансові інструменти є носіями інформації про грошові операції, і, насамкінець, вони фіксують майбутні чи минулі фінансові події [4, с. 3].

Інші вітчизняні науковці вказують, що фінансові інструменти — це особливі товари фінансового ринку, які мають фінансове походження та виступають об'єктом купівлі-продажу на відповідних сегментах фінансового ринку [5, с. 18].

О. Підхромний характеризує фінансові інструменти як засіб обміну, розподілу і контролю ресурсів і (або) ризиків на основі реалізації відповідних прав та обов'язків [6, с. 11].

Відповідно до МСБО 32, фінансовий інструмент — це будь-який контракт, який приводить до виникнення фінансового активу у одного суб'єкта господарювання та фінансового зобов'язання або інструмента капіталу у іншого суб'єкта господарювання [7].

У свою чергу, в законі України "Про цінні папери та фондовий ринок" використовується наступне визначення: "Фінансові інструменти — цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності

ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсів та відсоткові опціони) [2].

Загалом, підсумовуючи аналіз поширених в науковій літературі підходів до визначення фінансових інструментів, зазначимо наступне:

— абсолютна більшість авторів саме за фінансовими інструментами визнають роль об'єкта купівлі-продажу на фінансовому ринку;

— виокремлюється дуальна роль фінансового інструменту — як фінансового активу для одного економічного агента та фінансового зобов'язання для іншого;

— за своєю правовою природою фінансові інструменти є контрактами (документами), що засвідчують права та зобов'язання особи, що їх випустила та особи, що ними володіє.

На наш погляд, виходячи з зафіксованого в законодавстві визначення акцій корпоративного фонду можна стверджувати, що цей вид в повній мірі відповідає окресленим характеристикам.

Зокрема, оскільки акція КІФ відноситься до сек'юритизованих фінансових інструментів (цінних паперів), наведемо наступне визначення: "Цінним папером є документ установленної форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, що має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам" [2].

Цим же законодавчим актом акції КІФ віднесено до пайових фінансових інструментів, які:

- посвідчують участь власника у статутному капіталі;
- надають право на участь в управлінні;
- надають право на участь у розподілі прибутку [2].

У той же час, в МСБО 32 використовується дефініція "інструмент капіталу", відповідно до якої акція КІФ, як будь-який контракт, засвідчує залишкову частку в активах суб'єкта господарювання після вирахування всіх його зобов'язань [7]. В контексті такого визначення розглянемо процедуру ліквідації КІФ, затверджену на законодавчому рівні в Україні.

Встановлено, що після реалізації активів корпоративного фонду ліквідаційною комісією кошти, отримані від реалізації, розподіляються у такій черговості:

- 1) здійснюються виплати учасникам корпоративного фонду, що подали заявки на викуп акцій корпоративного фонду до моменту прийняття рішення про ліквідацію корпоративного фонду (крім закритих корпоративних фондів);
- 2) вносяться обов'язкові платежі до Державного бюджету України;
- 3) задовольняються вимоги кредиторів;
- 4) розподіляються кошти між учасниками корпоративного фонду пропорційно кількості акцій корпоративного фонду, що їм належать (курсів наш — Т.Б.).

Як бачимо, вітчизняний законодавець фактично розділяє учасників КІФ в процесі його ліквідації на дві групи: перша група складається з тих учасників, які подали заявки на викуп акцій до прийняття рішення про припинення діяльності (саме ця група отримує першочергове право на участь в розподілі коштів від реалізації активів); друга група — усі інші учасники, на користь яких розподіляються кошти тільки після погашення усіх інших зобов'язань. Таким чином, за сукупністю ознак можна зробити однозначний висновок, що акції КІФ є інструментами капіталу.

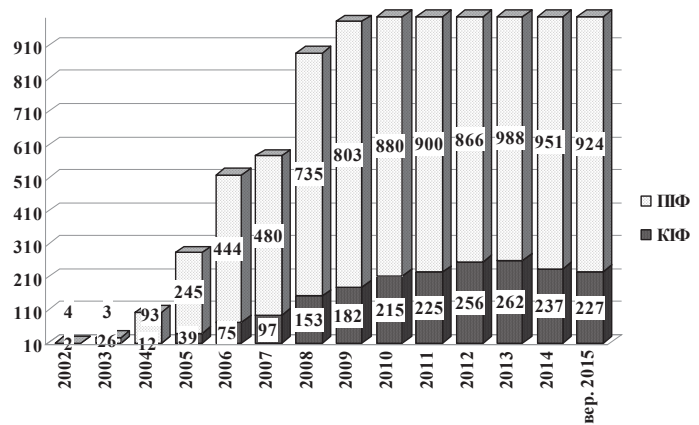


Рис. 3. Розподіл ринку спільного інвестування в Україні за видами фондів станом на 2002 — III квартал 2015 рр.

Джерело: складено автором за даними УАІБ.

У той же час, вони також для власників є і фінансовим активом. Цей висновок підкреслюється тим фактом, що фінансовим активом визнаються [7]:

- а) грошові кошти;
- б) інструменти власного капіталу іншого суб'єкта господарювання;
- в) контрактні права.

Законодавством України встановлено окремі вимоги до акцій корпоративних інвестиційних фондів (рис. 2).

У контексті аналізу майнових прав власників акцій КІФ зазначимо, що законом передбачене виключне право на отримання дивідендів за акціями закритих інвестиційних фондів, якщо це передбачено Проспектом емісії. Дивіденди за такими цінними паперами у відкритих та інтервальних інвестиційних фондах не нараховуються і не сплачуються [1].

На наш погляд, особливу увагу слід звернути на комплекс немайнових прав, що характерні для акцій КІФ, оскільки саме вони суттєво вирізняють корпоративні фонди в ряду усіх інститутів спільного інвестування. Окрім того, сам правові характеристики КІФ у значній мірі обумовлюють поширення таких інститутів спільного інвестування в Україні.

Зокрема, звернемо увагу на той факт, що протягом усього періоду розвитку ринку спільного інвестування в Україні домінували за усіма без винятку кількісними показниками пайові фонди. Зокрема, таку тенденцію можна яскраво проілюструвати за наступними даними з 2002 року по вересень 2015 року. Станом на III квартал 2015 року корпоративні фонди склали 227 ІСІ, в той час як кількість ПІФ становила — 924 фонди. Тобто частка корпоративних інвестиційних фондів у загальній структурі ІСІ склала лише четверту частину — 24,5%. Даний показник мав тенденцію до зростання протягом 2003—2010 рр, з 11,5% до 24,4%. Проте з 2010 по 2015 цей показник особливо не змінювався і коливався від 25 до 29% (рис. 3).

Виникає логічне питання — які фактори визначають суттєве переважання пайових ІСІ в Україні над корпоративними? На наш погляд, у цьому контексті слід зважати насамперед на суттєву різницю в моделі управління пайовими та корпоративними ІСІ. Відповідно, можна говорити і про вплив економічної та пайової природи акцій КІФ, адже саме володіння цими фінансовими інструментами визначає управлінські права власників (учасників ІСІ) та їх права у сфері отримання доходів.

У першу чергу, слід визнати, що модель управління для КІФ є набагато складнішою порівняно з ПІФ, оскільки передбачає обов'язкове функціонування двох органів управління — загальних зборів та наглядової ради. В той же час,

**Таблиця 1. Особливості управління корпоративними та пайовими інститутами спільного інвестування**

Характеристика	Корпоративний ІСІ	Пайовий ІСІ
Правовий статус	Юридична особа	Сукупність активів
Заснування (створення)	За ініціативи учасників	За ініціативи компанії з управління активами (КУА)
Органи управління	Загальні збори та наглядова рада	Здійснюється КУА відповідно до регламенту фонду
Управлінські повноваження учасників	Реалізуються через участь у загальних зборах та у наглядовій раді	Практично відсутні
Режим отримання доходів	Однаковий, визначається порядком провадження діяльності	
Управління активами ІСІ	Різниця між управлінням активами пайових та корпоративних ІСІ відсутня	

Джерело: систематизовано автором.

управління ПФ здійснюється у відповідності з регламентом фонду компанією з управління активами.

Загалом, акцентуємо увагу на наступній різниці в управлінні КІФ та ПФ (табл. 1).

Вітчизняне законодавство передбачає доволі жорсткі вимоги щодо проведення загальних зборів та діяльності КІФ. Основне спрямування таких вимог — максимально можливе забезпечення прав учасників щодо управління корпоративним ІСІ. Зокрема, законодавством передбачено:

1. Вимоги щодо установчого документу корпоративного фонду — статуту та його регламенту.

2. Визначено компетенцію загальних зборів (у т.ч. — виключну компетенцію), порядок формування порядку денного, порядок їх скликання та проведення, спосіб голосування тощо.

3. Встановлено порядок створення наглядової ради, її компетенції, ведення засідання та прийняття рішень тощо.

Загалом, суттєві відмінності в порядку управління корпоративними фондами є причиною збільшення адміністративних витрат та, на наш погляд, визначають на сучасному етапі лідерство пайових фондів. У цій площині звернемо увагу на той факт, що для вітчизняної економіки в цілому характерний низький рівень корпоративного управління. Відповідно, учасники ринку спільного інвестування намагаються уникнути додаткових вимог з боку законодавства і обирають пайові фонди, як найбільш адаптовані до умов вітчизняної економіки.

**ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК**

Корпоративна форма не набула значного поширення в Україні на сучасному етапі, а їх кількість значно поступається кількості пайових ІСІ. В значній мірі така ситуація пояснюється економічною та правовою природою акцій корпоративних інвестиційних фондів. Ці фінансові інструменти надають, порівняно з інвестиційними сертифікатами ПФ, значно ширший обсяг повноважень у сфері управління фондом. Це і є стримуючим фактором для розвитку вказаного сегменту ринку спільного інвестування в Україні.

Такий висновок можна пояснити наступним:

— низький загальний рівень корпоративного управління в Україні, що знижує привабливість використання корпоративної форми в спільному інвестуванні;

— збільшення адміністративних витрат для КІФ порівняно з пайовими фондами.

У той же час, така організаційно-правова форма спільного інвестування має ряд переваг, насамперед, з позиції контролю учасників за діяльністю ІСІ. Саме тому в подальшому держава повинна акцентувати свої регуляторні зусилля на наступних напрямках:

— по-перше, забезпечити інституційні умови для розвитку спільного інвестування в Україні;

— по-друге, запровадити зміни до нормативно-правової бази, що регулює порядок діяльності КІФ.

Зокрема необхідно забезпечити реалізацію наступних кроків: по-перше, спростити порядок проведення загальних зборів КІФ; по-друге, зменшити обсяг питань виключної компетенції загальних зборів на користь наглядової ради фонду; по-третє, спростити вимоги до бюлетеню для кумулятивного голосування шляхом опитування.

Такі передумови будуть запорукою подальшого розвитку корпоративних фондів в Україні.

**Література:**

1. Закон України "Про інститути спільного інвестування" від 5.07.2012 р. № 5080-VI в редакції від 12.08.0215 р. [Електронний ресурс] — Режим доступу: zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5080-17

2. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 р. № 3480-IV в редакції від 20.09.2015 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15

3. Бланк І.А. Основи фінансового менеджмента. Т. 1 / І.А. Бланк. — К.: Ника-Центр, 1999. — 592 с.

4. Чесноков В.Л. Фінансові інструменти: навчальний посібник. — К.: ЦУЛ, 2008. — 288 с.

5. Маслова С.О., Опалов О.А. Ринок фінансових послуг: навчальний посібник. — К.: Кондор, 2006. — 192 с.

6. Підхонний О. Управління інвестиційними процесами на фінансових ринках, навч. посібник. — К.: Кондор, 2007. — 184 с.

7. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 (МСБО 32). Фінансові інструменти: подання IASB; Стандарт, Міжнародний документ від 01.01.2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/929\_029

**References:**

1. The Verkhovna Rada of Ukraine (2012), The Law of Ukraine "About Collective Investment Institutes", available at: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17 (Accessed 04 December 2015).

2. The Verkhovna Rada of Ukraine (2006), The Law of Ukraine "About securities and stock market", available at: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15 (Accessed 04 December 2015).

3. Blank, I.A. (1999), *Osnovy finansovogo menedzhmenta*. [Fundamentals of Financial Management], 2nd ed, Nika-Centr, Kyiv, Ukraine.

4. Chesnokov, V.L. (2008), *Finansovi instrumenty. Navchal'nyj posibnyk*. [Financial Instruments. Training Manual], Tsentr navchal'noi literatury, Kyiv, Ukraine.

5. Maslova, S.O. and Opalov, O.A. (2006), *Rynok finansovykh posluh: Navchal'nyj posibnyk*. [Financial Markets: Textbook.], Kondor, Kyiv, Ukraine.

6. Pidkhomnyj, O. (2007), *Upravlinnia investytsijnymy protsesamy na finansovykh rynkakh*. [Management of investment process in financial markets], Kondor, Kyiv, Ukraine.

7. International Accounting Standard 32 (IAS 32) "Financial Instruments: Presentation IASB", available at: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/929\_029 (Accessed 4 december 2015).

Стаття надійшла до редакції 10.12.2015 р.