

# ДЕРЖАВНІ ФІНАНСИ ТА ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОЦЕСІВ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

---

УДК 334.012.4

О. Й. Шевцова, В. М. Тихонова

*Дніпропетровський національний університет імені Олеся Гончара*

## РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Регулювання діяльності інститутів спільного інвестування розглянуто як чинник стабілізації інвестиційного та фінансового ринку України. Проведено аналіз динаміки показників розвитку цього сегмента ринку. Виявлено особливості змін у різні періоди стану економіки щодо докризового та посткризових етапів. Обґрунтовано потребу в посиленні регулювального впливу з боку мегарегуляторів. Ураховано специфіку діяльності інститутів спільного інвестування. Запропоновано розглядати систему регулювання діяльності фінансового ринку та його сегментів у межах ринкового саморегулювання, інституційного та державного регулювання. Рекомендовано систему важелів та інструментів економічного впливу з боку державних регуляторів щодо пруденційного нагляду за діяльністю інститутів спільного регулювання.

*Ключові слова: чинники, економічні методи регулювання, пруденційний нагляд, інститути спільного інвестування, важелі, інструменти.*

Регулирование деятельности институтов совместного инвестирования рассмотрено как фактор стабилизации инвестиционного и финансового рынков Украины. Проведен анализ динамики показателей развития этого сегмента рынка. Выявлены особенности изменений в разные периоды состояния экономики в докризисный и посткризисный этапы. Обоснована необходимость усиления регулирующего воздействия со стороны мегарегуляторов. Учтена специфика деятельности институтов совместного инвестирования. Предложено рассматривать систему регулирования финансового рынка и его сегментов в границах рыночного саморегулирования, институционального и государственного регулирования. Рекомендована система рычагов и инструментов экономического влияния со стороны государственных регуляторов относительно пруденционного надзора за деятельностью институтов совместного инвестирования.

*Ключевые слова: факторы, экономические методы регулирования, пруденционный надзор, институты совместного инвестирования, рычаги, инструменты.*

Regulation of Collective Investment Institutions is considered as a factor of stabilization of the financial and investment market of Ukraine. The paper analyzes the dynamics of the development indicators of this market segment. It reveals the features of peculiarities changes of the economic conditions during varied time periods within pre-crisis and post-crisis periods. The article provides justification for the necessity to strengthen regulatory influence on the part of major regulators. The paper takes into account the specifics of Collective Investment Institutions activities. It further suggests considering the system of regulation of financial market and its segments within the scope of market self-regulation, institutional and government regulation. The work provides recommendations for the system of leverage and instruments of economic influence on the part of government regulators with regard to prudential control over Collective Investment Institutions.

*Keywords: factors, economic methods of regulation, prudential control, CII, leverage, instruments.*

Інститути спільного інвестування (СІІ) відіграють важливу роль на інвестиційному ринку та є активними учасниками фінансового ринку. З 2010-х рр. почався новий етап у становленні та розвитку ринку спільного інвестування,

який містить багато можливостей для залучення капіталу різних груп інвесторів та активізації інвестиційного ринку. З іншого боку, через специфіку функціонування та низку нормативних обмежень інститути цього ринку виявляються дуже чутливими до негативних змін у фінансовому секторі: на фондовому ринку, у банківській системі. Як результат, після фази активного зростання інвестиційні фонди опинилися у скрутному стані.

Інститути спільного інвестування в усьому світі є одним із найбільш дієвих інструментів підвищення конкурентоспроможності країн і зниження ризиків індивідуальних інвесторів. Ефективність діяльності ІСІ значно залежить від правового та інституційного середовища, що включає нормативно-правову базу, згідно з якою проводиться діяльність ІСІ, а також системи регулювання їх діяльності. Саме тому розгляд регулювання діяльності ІСІ на фінансовому ринку України є особливо актуальним.

Метою статті є визначення особливостей економічних методів державного регулювання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні на підставі виявлення тенденцій розвитку та аналізу специфіки ринку ІСІ в Україні.

Про функціонування та розвиток ринку спільного інвестування йдеться в наукових працях Є. Григоренко, А. Шпанко, Т. Кублікова, С. Мошенського, Ю. Гаркуші, В. Гончаренко, В. Зимовця, О. Кампі, В. Шелудько, О. Мозгового, Н. Зачосова та ін. Збільшення уваги до розвитку ринку ІСІ збіглося з активізацією їх розвитку, зі збільшенням кількості та обсягів активів періоду 2002–2008 років. Цей період характеризувався потребою у визначенні напрямів та видів діяльності окремих ІСІ, формуванні інструктивно-нормативної бази функціонування, створенні відповідного професійного рівня учасників ринку.

Згідно із Законом «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (2001), ІСІ – це інвестиційні фонди, у яких акумулюються кошти інвесторів для подальшого отримання прибутку через вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість [1]. ІСІ – це нова для українського інвестора можливість вкладення своїх заощаджень з метою їх примноження.

ІСІ виступають посередником між інвестором та емітентом. Так, наприклад, М. Коваленко та Л. Радванська називають їх організаційно-правовою формою діяльності, пов'язаною з об'єднанням грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку. Вони зазначають, що історично інвестиційна компанія визнає торговця цінними паперами, який, крім провадження інших видів діяльності, може залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії цінних паперів та їх розміщення [2].

На думку В. Гриценко, «в Україні в ролі інститутів колективного інвестування виступають професійні інвестори, які мають в своєму арсеналі великі обсяги капіталу, що надає їм можливостей для здійснення різноманітних видів інвестування» [3]. Дослідник Л. Фурдичко, розглядаючи міжнародний досвід і специфіку розвитку України, називає інститути спільного інвестування «ефективним інструментом нагромадження значних капіталів, обіг яких забезпечує гармонійний розвиток національної економіки» [4].

Існує велика кількість переваг вкладень саме в інститути спільного інвестування, серед яких потенційно досить висока дохідність, особливо порівняно з іншими, більш «традиційними» способами збереження та примноження капіталу, менші витрати часу на управління інвестиціями та можливість достатньо оперативного вилучення коштів за потреби.

Зокрема С. Криниця наводить такі основні переваги інвестиційних фондів порівняно з індивідуальним інвестуванням: 1. Професійне управління; 2. Диверсифікація інвестицій в інструменти фондового ринку; 3. Забезпечення високої ліквідності; 4. Зручність; 5. Вибір стратегії інвестування; 6. Управління ризиком [5].

Займаючи активну позицію на ринку залученого капіталу, ІСІ повинні враховувати особливості діяльності та темпи розвитку інших посередників, особливо банківських установ. У сучасних умовах ІСІ можуть стати конкурентами комерційним банкам (КБ) у боротьбі за гроші вкладників через вищу дохідність, якої вони можуть досягти [6]. Саме вища дохідність, яку пропонують ІСІ, і є головним чинником притоку коштів до інвестиційних фондів.

Активами фонду управляє компанія з управління активами (КУА) – господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) [7]. КУА вкладає активи ІСІ у фінансові активи на фондовому ринку, намагаючись отримати максимально можливу дохідність для інвесторів фонду.

Сукупні активи в управлінні та чисті активи ІСІ у 2015 році демонстрували схожі темпи зростання, що й у 2014, цього разу лише за рахунок венчурних фондів. Абсолютний приріст активів збільшився у 2015 році майже у півтора рази, ВЧА був аналогічним, а відносний приріст для обох показників дещо зменшився через більшу базу порівняння, однак залишався двозначним (понад 10 %). Станом на 31.12.2015 активи індустрії становили понад 236 млрд грн, чисті активи – майже 200 млрд грн [8].

Розглянемо відношення активів ІСІ до ВВП. Уперше з 2011 року відношення активів ІСІ до ВВП у 2015 році зменшилося другий номінально зріс більше, ніж перші (+ 24,7 %). Утім обсяг активів ІСІ залишився на рівні понад 10 % і становив майже 12 % ВВП України (рис. 1). Водночас, співвідношення обсягів активів ІСІ та активів банків України у 2015 році продовжувало зростати, причому, на тлі різкого скорочення банківської системи, пришвидшеними темпами – з 15,7 до 18,8 %. Отже, з 2007 року вага ІСІ відносно банків, що тоді дорівнювала 6,8 %, зросла майже у 2,8 рази. Незважаючи на складну ситуацію в країні та в її економіці, потенціал для росту залишається значним: активи європейських інвестиційних фондів у 2015 році перевищили 86 % ВВП ЄС (у 2014 році – 79 %) [8].

За організаційно-правовою формою їх поділяють на два види: корпоративні інвестиційні фонди (КІФ) та пайові інвестиційні фонди (ПІФ).

КІФ – це ІСІ, створений у формі відкритого акціонерного товариства, у своїй діяльності повинен керуватися нормами загального законодавства, тобто нормами, якими керуються всі без винятку господарські товариства, та нормами спеціального законодавства. ПІФ – це ІСІ, у якому кожному інвестору належить певна частка в сукупному капіталі пайового інвестиційного фонду [1]. За період 2010–2015 років спостережено значне перевищення питомої ваги пайових інвестиційних фондів над корпоративними в загальній структурі інститутів спільного інвестування.

Ураховавши специфіку різних типів та видів фондів, робимо висновок, що інвестори в Україні віддають перевагу закритим інвестиційним фондам. Серед корпоративних інвестиційних фондів найбільш популярними є закриті недиверсифіковані інвестиційні фонди, а серед пайових інвестиційних фондів найбільш популярні венчурні.

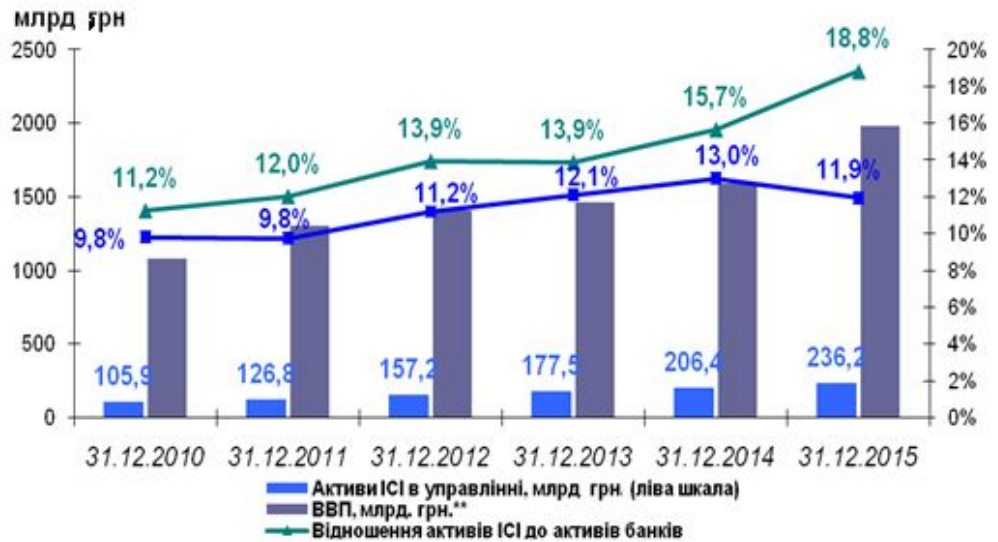


Рис. 1. Показники ІСІ щодо ВВП та активів банківської системи України  
(джерело: авторська розробка на підставі [8])

Венчурні фонди займають основну частку як у структурі за типами фондів, так і в активах. Розглянемо вартість чистих активів ІСІ станом на 31.12.2015 (рис. 2). З діаграми видно, що у відсотковому співвідношенні венчурні фонди становлять 95,5%. Це легко пояснити тим, що ІСІ не популярні серед масового інвестора, а в компанії з управління активами немає впевненості в стабільності чи зростанні фондового ринку, а саме біржового. Така маленька кількість відкритих фондів указує на низький попит серед інвесторів. У середньому 4,4% загальних активів перебуває в закритих (невенчурних) фондах, а залишок розподілено між відкритими та інтервальними ІСІ, а саме 0,02% та 0,04% відповідно.

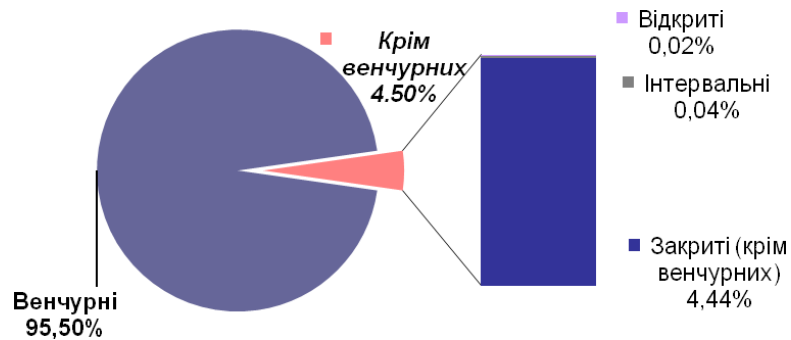


Рис. 2. Структура інвестиційних фондів станом на 31.12.2015  
(джерело: авторська розробка на підставі [8])

Доходність ІСІ у 2015 році загалом понизилася: для відкритих ІСІ середній показник опинився у негативній зоні (після двозначного приросту у 2014 році); для інтервальних – лишався вище нуля, але скоротився більш ніж удвічі; для закритих – у 2,5 рази, водночас закриті фонди з публічною емісією показали в середньому значно кращі результати, ніж фонди з приватною пропозицією.

Серед відкритих ІСІ фондів, які забезпечили зростання вартості вкладень інвесторів, у 2015 році була майже половина. Практично всі відкриті ІСІ мали доходність за 2015 рік вище індексу УБ, а майже чверть – більше за гривневі депозити [8].

Наявність різновидів інститутів спільного інвестування – це, по-перше, потреба враховувати особливості в діяльності певного інституту, по-друге, вимога розроблювати специфічні регулювальні впливи. Регулювання діяльності – це, насамперед, ринкове, державне та інституційне регулювання. Серед ринкових механізмів регулювання («ринкове саморегулювання») потрібно назвати механізми рівноваги попиту і пропозиції, конкуренції, ринкового ціноутворення, інфляції, економічних циклів тощо.

Державне регулювання складається з такого, що здійснюють повноважні державні макрорегулятори та «інституційного саморегулювання» за рахунок саморегульованих організацій. Для ІСІ державним мегарегулятором є НКЦПФР.

Однією з умов отримання ліцензії на провадження діяльності з управління активами є подання саморегульованої організації професійних учасників фондового ринку, яка об'єднує КУА, що здійснюють діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами). Як саморегульована організація професійних учасників фондового ринку, яка об'єднує КУА, що здійснюють діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), на сьогодні день виступає Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ). Наявність інституційного регулювання є компромісом між ринковим саморегулюванням та державним регулюванням, що здійснює певний державний мегарегулятор.

На рівні державного регулювання застосовують правові, адміністративні та економічні методи регулювання. Правове регулювання здійснюють за рахунок відповідних регулювальних законів. За рахунок адміністративного регулювання реалізують регуляторні важелі заборони або дозволу певних напрямів та видів діяльності. Проведення відповідних реформ – це також адміністративний метод регулювання.

За економічних методів регулювання застосовують різноманітні важелі та інструменти регулювання щодо ринку ІСІ. Важелі регулювання направлено на збалансування ринку, на підтримку його фінансової стійкості та безпеки. Важливим важелем регулювання виступає механізм пруденційного нагляду за діяльністю ІСІ. У процесі розвитку ринок втрачає свою збалансованість через різний обсяг та різну динаміку змін окремих учасників ринку. Інструменти регулювання застосовують у межах регулювання як для збалансування ринку, так і для його розвитку.

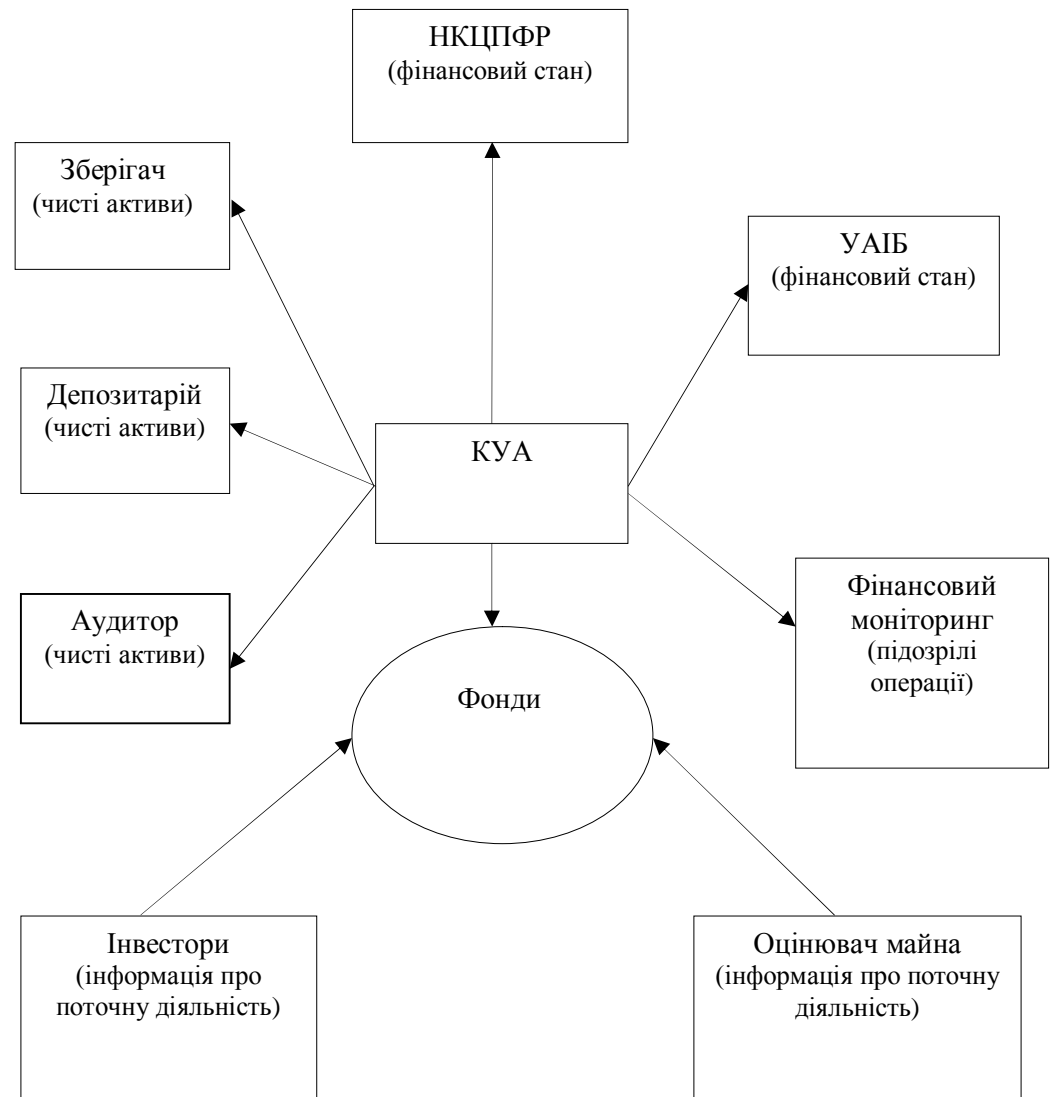
У межах здійснення пруденційного нагляду передбачено рух багатьох потоків інформації: регулярної та нерегулярної звітності, виконання перевірок тощо. ІСІ має взаємодіяти з багатьма установами, як тими, що контролюють, так і тими, що допомагають компанії у здійсненні звичайної регулярної діяльності.

Основними напрямками, за якими здійснюють передачу інформації наглядовим та контролюючим органам, є такі:

- НКЦПФР;
- УАІБ;
- Державна служба фінансового моніторингу України (Фінмоніторинг) [7].

Крім цього, компанія має взаємодіяти з професіоналами фінансового ринку та іншими фахівцями, до яких уналежнюють депозитарія, зберігача, аудитора, оцінювача майна. Також важливо зазначити, що компанія має подавати інформацію

відносно діяльності фондів інвесторам у визначені строки. Графічно схему руху інформаційних потоків компанії з управління активами можна подати так (рис. 3).



**Рис. 3. Рух інформаційних потоків КУА**  
(джерело: авторська розробка на підставі [7])

Згідно зі статтею 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», діяльність з управління активами – професійна діяльність учасника фондового ринку, яку здійснює КУА на підставі ліцензії, – уповноважений орган, що приймає рішення, про що видається НКЦПФР [1]. Згідно ч. 1 ст. 32 Закону «Про ІСІ» (ч. 1 ст. 66 Закону України «Про інститути спільного інвестування»), діяльність з управління активами інституту спільного інвестування провадиться компанією з управління активами на підставі ліцензії, що видається Комісією в порядку, установленому законодавством, за поданням відповідної саморегульованої організації професійних учасників фондового ринку – об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність

на фондовому ринку з управління активами інституційних інвесторів. З огляду на зазначене, важливо дотримуватися встановлених законодавством ліцензійних умов щодо професійної діяльності учасника фондового ринку – КУА.

Відповідно до «Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку» пруденційний нагляд – це система наглядових процедур Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за дотриманням установою пруденційних правил, яка дозволяє зменшити наглядове навантаження на професійних учасників фондового ринку, діяльність яких не становить загрози невиконання зобов'язань перед наявними клієнтами, і посилити наглядові зусилля за установами, діяльність яких є чи може бути загрозою для виконання таких зобов'язань [9].

Особливість КУА щодо ризиків діяльності також визначається в «Положенні щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками» [10], у якому істотними ризиками для них названо операційний ризик, а також ринковий ризик та ризик ліквідності.

Відповідно до вказаних документів можемо назвати на інструменти державного економічного регулювання, які мають властивості як урівноваження стану фінансового інституту, так і його розвитку (табл. 1).

Таблиця 1

## Характер регуляторного впливу показників на діяльність ІСІ

| № | Назва показника                          | Збалансування | Розвиток |
|---|--|---------------|----------|
| 1 | Мінімальний розмір власних коштів*       |               | +        |
| 2 | Норматив достатності власних коштів*     | +             |          |
| 3 | Коефіцієнт покриття операційного ризику* | +             |          |
| 4 | Коефіцієнт фінансової стійкості*         | +             |          |
| 5 | Власний капітал                          |               | +        |
| 6 | Активи                                   |               | +        |

\*Нормативний показник.

Серед нормативів пруденційного нагляду більшість показників (нормативів) спрямовано на збалансування діяльності ІСІ. У процесі регулювання потрібно збільшити нормативний вплив за допомогою розширення переліку показників, що дають поштовх до розвитку. Наприклад, власний капітал та активи, хоча ці показники більше впливають на кількісний характер розвитку. Якщо розглядати капітал компанії через вартість капіталу акціонерного товариства, то це формує не лише кількісне, а й якісне уявлення про неї.

Економічні методи регулювання отримують ефективну реалізацію лише поєднавшись із правовими та адміністративними. Серед очікуваних змін у правовому регулюванні ринку – активізація запровадження регулятором норм європейського законодавства в контексті імплементації Угоди про Асоціацію з ЄС, у частині фінансових ринків, зокрема й вимог до цінних паперів та емітентів, бірж (регульованих ринків) і професійних учасників (лістинг і пруднагляд), зокрема для КУА.

Зважаючи на об'єктивні труднощі учасників ринку цінних паперів та сегмента ринку управління активами протягом 2015 та на початку 2016 року, імовірно подальше, істотніше скорочення їхньої кількості, а також фондів у їх управлінні впродовж поточного року. Саме тому посилення вимог до капіталу та діяльності учасників ринку має здійснюватися поступово (протягом кількох років), як це передбачено європейською практикою.

До важливих адміністративних регуляторних дій можна віднести реалізацію законодавчо передбаченого інвестування в іноземні активи через корпоративні та суверенні інструменти, а також потрібну для цього лібералізацію фондового й валютного ринків, забезпечення механізмів хеджування ризиків, а також удосконалення інфраструктури фондового ринку.

### Бібліографічні посилання

1. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) : Закон України від 15.03.2001. – № 2299–111. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2299-14>
2. Коваленко М. А. Фінанси спільного інвестування : навч. посіб. / М. А. Коваленко, Л. М. Радванська. – Херсон : Олді-плюс, 2002. – 248 с.
3. Гриценко В. В. Інвестиційні фонди: стан та перспективи розвитку / В. В. Гриценко // Вісник економічної науки України. – 2008. – № 2. – С. 27–31.
4. Фурдичко Л. Є. Інститути спільного інвестування: міжнародний досвід, специфіка та розвиток в Україні / Л. Є. Фурдичко // Регіональна економіка. – 2009. – № 1. – С. 81–88.
5. Криниця С. О. Інститути спільного інвестування: природа, проблеми і перспективи розвитку / С. О. Криниця // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – № 3. – С. 18–21.
6. Ринок небанківських фінансових послуг [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство «Рюрік». – Режим доступу : <http://www.rurik.com.ua/our-research/branchreviews/1191>
7. Про затвердження Положення про порядок подання інформації компанією з управління активами про результати діяльності інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) : Рішення НКЦПФР від 1 серпня 2002 р. № 216 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>
8. Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html)
9. Про схвалення Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку. Рішення НКЦФПР від 12.04.2012 № 553 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrmodno.com.ua/download/proshvalennya-konceptsiyi-zaprovadjennya-prudencijno-go-naglyad.doc>
10. Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15>

*Надійшла до редколегії 14.06.16*