

П. П. Перконос,  
аспірант кафедри банківської справи,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

# РОЗМІЩЕННЯ АКТИВІВ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ: ПРАКТИКА В УКРАЇНІ ТА СВІТОВИЙ ДОСВІД

**У статті проаналізовано структуру розміщення активів інвестиційних фондів у світі. Визначено основні законодавчі вимоги до формування портфельів інститутів спільного інвестування в Україні. Проведено порівняльний аналіз напрямів розміщення активів ІСІ в Україні, Європі та США.**

**Structure of world investment funds assets allocation is analyzed in the article. Main legislative requirements for portfolio construction by collective investment institutions in Ukraine are identified. Comparative analysis of CII asset allocation in Ukraine, Europe and USA is given.**

*Ключові слова: інвестиційні фонди, активи інституту спільного інвестування, портфель інвестиційного фонду.*

*Key words: investment funds, collective investment institution assets, investment fund portfolio.*

## ВСТУП

Динамічний розвиток фінансового ринку України зумовлює подальше розширення сфери діяльності фінансових посередників у його межах. Діяльність інститутів спільного інвестування (ІСІ) в Україні набуває все більшого поширення з огляду на зростання зацікавленості як фізичних, так і юридичних осіб до портфельного інвестування. Сприяє подібним процесам також подальший розвиток фінансового ринку в розрізі його складових — різного роду фінансових активів. Розширення кола фінансових активів, доступних для інвесторів, удосконалення процесу їх обігу створює сприятливі можливості для фінансових посередників щодо розміщення фінансових ресурсів інвесторів у ці активи. І саме підходи ІСІ до формування структури портфеля їхніх вкладень впливають на ефективність їх діяльності, а отже, і багато в чому визначають місце таких фондів на ринку спільного інвестування.

З огляду на це, структура розміщення активів інвестиційних фондів має надзвичайно важливе значення не лише для ІСІ як господарюючого суб'єкта і професійного учасника фінансового ринку, а й для його вкладників, які розраховують на ефективну діяльність обраного ними фінансового посередника, що забезпечуватиме їм отримання інвестиційного прибутку.

У вітчизняній та зарубіжній літературі вже немало уваги приділялося вивченню особливостей функціонування інститутів спільного інвестування. Серед науковців, що працювали над цією тематикою, можна виділити таких зарубіжних та вітчизняних науковців, як В. Гриценко, М. Коваленко, Т. Косова, С. Науменкова, Д. Розенберг, С. Румянцев, М. Свердел, Ф. Фабоцці, О. Хмиз, Н. Циганова, В. Шапран, У. Шарп, В. Шелудько та інші. Тим не менше, проблема розміщення активів

інвестиційних фондів у вітчизняній практиці не досліджувалася на достатньому рівні. Хоча досить вагомим є внесок таких зарубіжних теоретиків та практиків, як І. Бланк [1], А. Дамодаран [2], У. Баффет, Б. Грехем, Ф. Фішер, Т. Р. Прайс та Дж. Темплтон [3], які більш детально досліджували особливості формування портфельів інституційних інвесторів.

## ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Подальший розвиток українського фінансового ринку та активів, які є об'єктом інвестування, розширення можливостей роботи ІСІ на цьому ринку зумовили зростання зацікавленості до напрямів та особливостей розміщення активів спільного інвестування в Україні, що і стало основним завданнями роботи.

## РЕЗУЛЬТАТИ

Діяльність інвестиційних фондів, насамперед, спрямована на забезпечення зростання вартості коштів спільного інвестування та отримання дрібними інвесторами інвестиційного прибутку за рахунок ефективного розміщення активів компанією з управління активами (КУА) інституту спільного інвестування. Тому підходи до формування інвестиційного портфеля тут є ключовим фактором, що визначає ефективність діяльності ІСІ.

З огляду на це основна мета вдосконалення управління фінансовими активами полягає у забезпеченні умов зростання конкурентних переваг, вчасного виконання зобов'язань, а також поліпшення фінансового стану як власників ІСІ, так і його клієнтів. Саме тому для ІСІ — професійного учасника фінансового ринку — найважливішим є розширення його частки на ринку, посилення довіри клієнтів, зростання оборотів, підвищення рейтингових оцінок діяльності тощо [4, с. 71].

Інструментом досягнення вказаних цілей є формування такої структури розміщення активів, яка забезпечуватиме максимізацію доходності інвестиційних вкладень та мінімізацію рівня ризику. Тобто інвестиційний менеджер або компанія з управління активами приймає рішення про формування портфеля інвестицій на основі певних підходів, які мають узгоджуватися з нормативними вимогами.

Як правило, законодавчі акти більшості країн містять норми, що встановлюють лише загальні обмеження у виборі потенційних об'єктів інвестування коштів фінансовими посередниками, визначаючи, що такими можуть бути фінансові та окремі види матеріальних активів на кшталт нерухомості чи дорогоцінних металів [5, с. 149].

В Україні склад і структура активів ІСІ визначаються регламентом ІСІ та проспектом емісії інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду та акцій корпоративного інвестиційного фонду відповідно до вимог Положення про склад та структуру активів інститутів спільного інвестування, затвердженого Рішенням ДКЦПФР від 11 січня 2002 року № 12 [6].

Відповідно до чинного законодавства, активи інституту спільного інвестування — сукупність майна, корпоративних прав та вимог, сформована за рахунок коштів спільного інвестування [7]. Положення про склад та структуру активів інститутів спільного інвестування визначає, що активи ІСІ складаються з грошових коштів, у тому числі в іноземній валюті, на поточних та депозитних рахунках, відкритих у банківських установах, банківських металів, об'єктів нерухомості, цінних паперів, визначених Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок", цінних паперів іноземних держав та інших іноземних емітентів, корпоративних прав, виражених в інших, ніж цінні папери, формах, а також інших активів, дозволених законодавством України з урахуванням обмежень, установлених Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" безпосередньо для конкретних типів та видів інвестиційних фондів. До складу активів ІСІ входять грошові кошти, цінні папери, банківські метали, корпоративні права, нерухомість, грошові вимоги за реалізованими активами ІСІ та видані позики, інші активи відповідно до вимог законів України [6].

Таким чином, перед інвестиційним менеджером при прийнятті рішення про розміщення активів ІСІ постає досить широке коло фінансових інструментів, що можуть стати об'єктом інвестування. Перше рішення, яке повинен прийняти інвестор, — рішення про розподіл активів. Під розподілом активів слід розуміти вибір процентного вмісту в портфелі основних класів активів, до числа

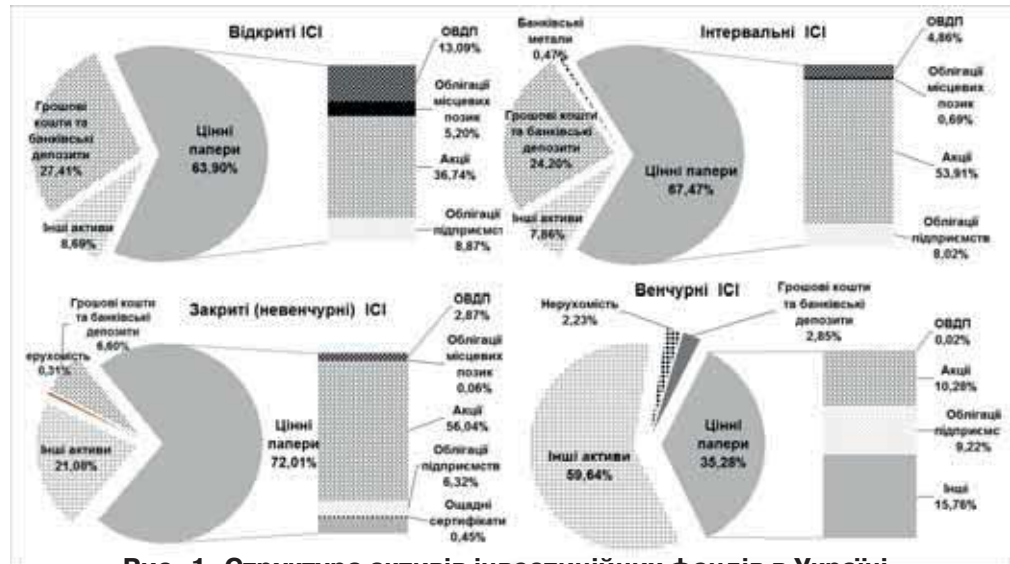


Рис. 1. Структура активів інвестиційних фондів в Україні на кінець 2010 р.

Джерело: УАІБ [9; 13].

яких відносяться: активи грошового ринку (грошові еквіваленти); цінні папери з фіксованим доходом (головним чином, облігації); акції; іноземні акції і облігації; нерухомість; дорогоцінні метали та інші товари [8, с. 249].

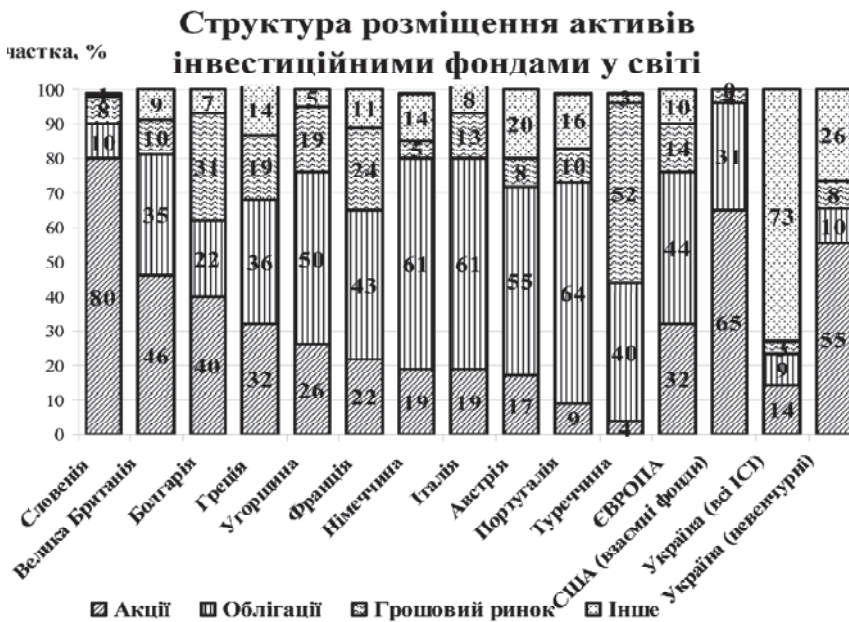
Аналізуючи структуру портфелів інвестиційних фондів в Україні, слід звернути увагу на кілька важливих моментів. Відповідно до чинного законодавства і усталеної практики виділяють відкриті, інтервальні, закриті не венчурні та венчурні інвестиційні фонди.

На венчурні фонди в Україні припадає лівова частка активів інститутів спільного інвестування. Так, станом на кінець 2010 року обсяг активів в управлінні венчурних фондів становив 99 236 млн грн. (91,8% усіх активів ІСІ), у той час як на усі публічні фонди (відкриті, інтервальні та закриті) припадало лише 8 890 млн грн. (8,2%) [9].

Аналіз даних про структуру активів венчурних інвестиційних фондів свідчить про те, що за час кризи українські венчурні фонди стали частіше використовуватися як казначейські центри великих корпорацій, а також як і раніше є невід'ємним елементом податкового планування великого бізнесу. Разом з тим через стагнацію на ринку нерухомості венчури стали рідше використовуватися у фінансуванні будівельних проектів.

Структура чистих активів венчурних фондів досить специфічна. Відповідно до статистики УАІБ, найпоширенішими фінансовими інструментами є векселі й заставні. Це пояснюється тим, що ці цінні папери практично не регулюються в Україні, проте дозволяють оперативно й негласно перерозподіляти значні грошові потоки між різними компаніями й фондами. Також суттєвою складовою в портфелях українських венчурних фондів є корпоративні права компаній неакціонерного типу, а також боргові зобов'язання фірм, у яких венчурні фонди є співвласниками.

В Україні венчурні ІСІ — це свого роду синдикати венчурного капіталу, венчурні фонди. Але, якщо говорити про "класичні" венчурні фонди США та розвинених країн Європи і Азії, українські венчурні ІСІ мають свої відмінності. Зокрема, вітчизняні фонди є праобра-



**Рис. 2. Структура розміщення активів інвестиційними фондами у світі на кінець 2010 року\***

\* Для Європи — на кінець 2009 року.

Джерело — складено автором на основі даних EFAMA, ICI, УАІБ [12; 11; 13].

зом сучасних класичних венчурних фондів, вони вкладають кошти не у так звані проекти "хай-тек" спрямування, а у ті сфери і галузі промисловості, що практично не мають зв'язку із інноваційною діяльністю — будівництво, харчування, транспортування тощо [10, с. 260]. Таким чином, специфіка діяльності венчурних інвестиційних фондів зумовлює і дещо нестандартний підхід до розміщення активів таких фондів. Тому ми вважаємо за доцільне виокремлювати самі такі фонди в Україні з точки зору мети їх діяльності та, відповідно особливостей управління активами.

Більш показовою є структура портфелів публічних інвестиційних фондів в Україні — відкритих, інтервальних та закритих. Хоча і обсяг активів таких фондів є значно меншим порівняно з венчурними ІСІ, проте вони у класичному вигляді представляють сегмент інститутів спільного інвестування відповідно до світової практики, оскільки задовольняють інтереси, насамперед, дрібних інвесторів. Так, станом на 31.12.2010 р. найбільший обсяг активів припадає на закриті фонди — 7 776 млн грн., або 8,06% усіх активів ІСІ в Україні (включаючи венчурні). Частка відкритих та інтервальних є значно меншою і складає 281 млн грн., або 0,29%, та 245 млн грн., або 0,25% відповідно. Невенчурні ІСІ багато в чому є подібними між собою з точки зору підходів до розміщення активів у різноманітні інструменти фінансового ринку (див. рис. 1).

Як видно з рис. 1, більша частина активів таких фондів розміщується у цінні папери, на які станом на кінець 2010 року припадало 63—72% усіх активів. Слід звернути увагу, що саме для закритих фондів частка цінних паперів у структурі активів є найбільшою і сягає 72%. Це пояснюється тим фактом, що перед закритими фондами ставляться найменш жорсткі законодавчі вимоги щодо структури їхніх портфелів, а також вони не несуть зобов'язань перед своїми вкладниками щодо викупу своїх цінних паперів до завершення строку їх обігу. Відповідно компанії,

що управляють активами таких фондів, мають можливість вкладати більшу частину коштів спільного інвестування в менш ліквідні, більш ризикові, але й потенційно більш дохідні фінансові інструменти. На підтвердження цієї тези можна також звернути увагу на частку в їх портфелі грошових коштів та банківських депозитів — 6,6%, що значно менше, ніж у будь-яких інших публічних інвестиційних фондах. Також показовим є той момент, що перевага при формуванні портфелів закритих фондів віддається саме акціям — найбільш ризиковим інструментам, що можуть принести більш високий рівень доходності порівняно з облігаціями чи інструментами грошового ринку.

Напрями розміщення активів невенчурних відкритих та інтервальних інвестиційних фондів в Україні є дуже подібними. Частки найбільш ліквідних груп активів є близькими між собою і перевищують 20%, що зумовлюється

необхідністю для таких фондів бути готовими у певні проміжки часу (а для відкритих — фактично у будь-який момент) викупити власні цінні папери на вимогу їх вкладників. Відмінності в структурах активів відкритих та інтервальних фондів якраз і полягають у рівні ліквідності об'єктів інвестицій. Відкриті фонди є найбільш уразливими до дій їх вкладників (бажання продати свої цінні папери), тому мають проводити максимально гнучку інвестиційну політику, що передбачає можливість для них у будь-який момент викупити власні цінні папери. Відповідно, у структурі портфелів відкритих інвестиційних фондів порівняно з портфелями інтервальних інвестиційних фондів більшою є частка інструментів грошового ринку та меншою є частка акцій.

У світовій практиці загальноприйнятим є підхід, який передбачає виділення чотирьох укрупнених класів активів, які формують портфель інвестиційних фондів: акції, облігації, інструменти грошового ринку та інші активи. Розглянемо структуру активів українських ІСІ у такому розрізі, а також порівняємо практику розміщення активів в Україні та інших країнах світу (див. рис. 2).

Як свідчать дані, приведені на рис. 2, підходи до формування портфелів інвестиційних фондів у США та Європі відрізняються. Так, якщо у США найбільша частина (близько 65%) активів взаємних фондів розміщені в акції, то у цілому по Європі на акції припадає 32%. Переважним же об'єктом інвестування коштів інвестиційних фондів у Європі є облігації — їх частка у сукупному портфелі ІСІ цього регіону сягає 44%. Тим не менше, підходи окремих європейських країн також суттєво різняться. У більшості країн інвестиційні фонди при розміщенні коштів спільного інвестування, дійсно, віддають перевагу облігаціям (Греція, Угорщина, Франція, Німеччина, Італія, Австрія, Португалія, Туреччина). Проте для цілої низки країн також характерне переважання акцій у структурі портфелів інвестиційних фондів (Словенія, Велика Британія, Болгарія). Такий підхід є близьким до

практики США, де чітко виражена тенденція акцентування уваги інвестиційними менеджерами на акції як основний об'єкт інвестування коштів. Хоча слід зауважити, що в даному випадку мова йде про взаємні фонди, на які припадає більше 90% чистих активів усіх типів інвестиційних фондів у США [11].

Аналізуючи узагальнені дані по усіх ІСІ в Україні (як не венчурні, так і венчурні), приходимо до висновку про наявність суттєвих викривлень відносно світової практики у політиці розміщення активів інвестиційних фондів в Україні. Як уже згадувалося раніше, подібне викривлення виникає через домінуючу роль венчурних ІСІ в сегменті національного спільного інвестування. В результаті більша частина активів українських ІСІ розміщено в так звані "інші активи", серед яких на перший план виходять векселі та заставні. Тому для проведення більш адекватного зіставлення ми наводимо також дані по невенчурних ІСІ в Україні порівняно з відповідними показниками у різних країнах світу. У даному випадку структура розміщення активів інвестиційних фондів в Україні є наближеною до американської моделі інвестиційної політики інвестиційних фондів. Зокрема, переважна частина активів українських невенчурних ІСІ розміщена в акції — 55%, на облігації припадає лише 10%, на інструменти грошового ринку — 8%. Тим не менше, частка "інших активів" є досить значною і сягає 26%.

Звідси можна зробити висновок, що в сегменті невенчурних ІСІ підходи українських інвестиційних управлених відповідають світовій практиці з наданням переваги пайовим цінним паперам. Саме акції є найбільш ризиковим, але й потенційно найбільш дохідним фінансовим інструментом. Тому абсолютно логічним є зміщення акцентів саме на ці цінні папери. Як свідчить практика, вкладниками вітчизняних інвестиційних фондів переважно є юридичні особи та фінансово грамотні фізичні особи, які свідомо приймають рішення про інвестування своїх коштів у відносно ризикові активи (опосередковано через ІСІ). Тим не менше, саме американська модель розміщення активів інвестиційних фондів, на нашу думку, є потенційно найбільш перспективною для України. Так, найбільшими вкладниками взаємних фондів у США є фізичні особи. В Україні ж частка активів фізичних осіб у невенчурних ІСІ складає менше 28%, що є надзвичайно низьким показником. Це свідчить про невисокий рівень поінформованості та фінансової грамотності населення. Проте саме фізичні особи та домогосподарства є потенційно дуже значним джерелом вільних фінансових ресурсів, що можуть бути використані як інвестиційні кошти, що спрямовуються на розширення економічного зростання.

## ВИСНОВКИ

Таким чином, оцінюючи структуру розміщення активів усіх інвестиційних фондів (включаючи як невенчурні, так і венчурні), слід підкреслити існування системних викривлень. Домінуюча роль венчурних інвестиційних фондів, які не виконують класичних функцій інституційних інвесторів, призводить до порушення нормальної практики формування портфелів таких фондів. Зокрема, в Україні за таких умов значна частка активів ІСІ розміщується у "неринкові" інструменти, такі як векселі та заставні цінні папери, що суттєво відрізняється

від світової практики. Проте аналіз структури розміщення активів невенчурних ІСІ приводить до інших висновків. Структура портфелів публічних ІСІ є наближеною до світової практики. Більше того, як ми вважаємо, саме американська модель (яка передбачає переважання акцій у портфелях ІСІ) має стати взірцем для України. Це пов'язано з необхідністю залучення до інвестиційних процесів фізичних осіб, вільні кошти яких є потужним потенційним джерелом інвестиційних ресурсів, необхідних для економічного зростання України.

## Література:

1. Бланк І.А. Інвестиційний менеджмент: учебний курс / І.А. Бланк. — 2-е изд., перераб. и доп. — К.: Эльга, 2004. — 550 с.
2. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: Інструменти і методи оцінки любых активів / Асват Дамодаран; Пер. с англ. — 5-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1340 с.
3. Уроки Уолт-Стрит: как разбогатеть на финансовом рынке. Советы от Уоррена Баффета, Бенджамина Грэхема, Фила Фишера, Т. Рой Прайса и Джорджа Темплтона. — М.: Вильямс, 2005. — 416 с.
4. Іонін Є.Є., Овчинникова М.М. Управління портфелем акцій інвестиційного фонду / Є.Є. Іонін, М.М. Овчинникова // Фінанси України. — 2010. — № 11. — С. 71—79.
5. Зимовець В.В., Зубик С.П. Фінансове посередництво: навч. посіб. / В.В. Зимовець, С.П. Зубик. — К.: КНЕУ, 2004. — 288 с.
6. Про затвердження Положення про склад і структуру активів інститутів спільного інвестування: Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.01.2002 № 11 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>
7. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 № 2299-III зі змінами та доповненнями [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>
8. Косова Т.Д. Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: моногр. / Т.Д. Косова, ДонНУЕТ ім. Михайла Туган-Барановського. — Донецьк, 2008. — 338 с.
9. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Аналітичний огляд ринку невенчурних ІСІ в Україні. 2010 рік [Електронний ресурс]. — Доступний з: <http://www.uaib.com.ua>.
10. Сухорєбська С.Я. Ринок венчурних інститутів спільного інвестування в Україні: стан та перспективи розвитку / С.Я. Сухорєбська // Науковий вісник НЛТУ України. — 2010. — Вип. 20.3. — С. 260—263.
11. Investment Company Institute. 2011 Investment Company Fact Book. 51-st Edition [Електронний ресурс]. — Доступний з: <http://www.icifactbook.org>
12. <http://www.efama.org> — Інтернет-сторінка представницької асоціації європейської індустрії інвестиційного менеджменту European Funds and Asset Management Association (EFAMA).
13. <http://www.uaib.com.ua> — Інтернет-сторінка Української асоціації інвестиційного бізнесу.

Стаття надійшла до редакції 29.07.2011 р.