

УДК 336.7

**Ю. В. Нетесаний,**  
кандидат економічних наук, доцент кафедри  
фінансів та фінансово-економічної безпеки  
економічного факультету Державного університету фінансів  
та міжнародної торгівлі (Київ)



## РОЗВИТОК УКРАЇНСЬКИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ: СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ

*Розкрито сутність інвестиційних фондів та проаналізовано їх сучасний стан. Описано види інвестиційних фондів у корпоративній сфері та розглянуто їх головні риси. Визначено основні тенденції розвитку інвестиційних фондів.*

**Ключові слова:** інвестиційні фонди; фінансовий ринок; пайові, корпоративні, відкриті, закриті, інтервальні інвестиційні фонди.

**Ю. В. Нетесаний**

**РАЗВИТИЕ УКРАИНСКИХ  
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ:  
СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ**

*Раскрыта сущность инвестиционных фондов и проанализировано их современное состояние. Описаны виды инвестиционных фондов в корпоративной сфере и рассмотрены их главные черты. Определены основные тенденции развития инвестиционных фондов.*

**Ключевые слова:** инвестиционные фонды; финансовый рынок; паевые, корпоративные, открытые, закрытые, интервальные инвестиционные фонды.

**Yu. V. Netesanyi**

**DEVELOPMENT OF UKRAINIAN  
INVESTMENT FUNDS:  
CURRENT STATE AND PROSPECTS**

*In the article the essence of investment funds is described and their current state is analyzed. The types of investment funds in the corporate world are described and their main features are given. The main trends in the development of investment funds are specified.*

**Key words:** investment funds; financial markets; equity, corporate, open, closed, interval funds.

**Постановка проблеми.** Фінансовий ринок в Україні є новою системою акумулювання та перерозподілу грошових накопичень, що прийшла на зміну механізму розподільчих відносин у директивній економіці. Його агенти ще не мають достатнього досвіду, як професійного, так і простого життєвого. Фінансові інструменти повністю не сформувалися, традиції тільки складаються, а участь громадян у процесі формування та розвитку фінансового ринку є мінімальною. Як наслідок, фінансовий ринок практично не розвивається, що, своєю чергою, стримує процес стабілізації національної економіки.

Однією із найголовніших складових фінансового ринку є фондовий ринок, який, як показує світовий досвід, здатний акумулювати та перерозподіляти значні фінансові ресурси. Нестабільність фондового ринку призводить до ситуації, коли більшість потенційних інвесторів не хоче вкладати свої кошти в реальну економіку.

Водночас, в умовах традиційних ринкових відносин саме заощадження приватних інвесторів або домогосподарств, як їх прийнято називати в сучасній економічній літературі, формують основний обсяг позикового капіталу, що забезпечує функціонування фондового ринку в розвиненій ринковій економіці.

В Україні процес акумуляції та подальшого інвестування приватних заощаджень робить тільки перші кроки. Механізм управління пайовими фінансовими інститутами ще не сформований, через специфічні умови господарювання йому притаманні характерні особливості.

Саме тому надзвичайно важливе значення для сучасної української економіки має дослідження такого сектору фондового ринку, як акумуляція заощаджень приватних інвесторів. З огляду на це зростає актуальність досліджень, присвячених питанням залучення в інвестиційний оборот коштів приватних інвесторів (через структури взаємних інвестиційних фондів), а також перспектив їх розвитку в Україні.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Недосконалість правового поля та економічних умов, у яких сьо-

годні функціонують інвестиційні фонди, суттєво зменшують економічний ефект, на який вони потенційно спроможні. Проблемні аспекти формування, розвитку й удосконалення інвестиційних фондів ґрунтовно досліджувались у працях багатьох науковців, зокрема Р. Б. Прилуцького [4], О. М. Мозгового [3], Ю. Я. Кравченка [2], В. В. Корнєєва [1], В. Р. Чернишука [5] та ін. Результати наукових досліджень знайшли своє відображення у становленні державної політики щодо розвитку фондового ринку. Проте цей процес потребує постійного зв'язку із сучасними надбаннями теоретиків та практиків.

**Мета статті** – привернути увагу громадськості до необхідності та перспективності розвитку інвестиційних фондів в Україні, сконцентрувати погляд на проблемах, які істотно гальмують їх діяльність.

Водночас, новизна та практична цінність статті полягає в тому, щоб не тільки висвітлити нинішні проблеми, а й запропонувати конкретні шляхи їх розв'язання і практичні рекомендації щодо вдосконалення та гармонізації інвестиційного ринку.

**Основні результати дослідження.** Інвестиційні фонди, або інститути спільного інвестування (ІСІ), за своєю організаційно-правовою формою бувають корпоративними та пайовими (їх характеристика викладена в *табл. 1*), які залежно від порядку своєї діяльності поділяються на відкриті та закриті інвестиційні фонди.

Відкриті та закриті інвестиційні фонди залежно від терміну, на який вони створюються, поділяються на строкові та безстрокові відкриті/інтервальні інвестиційні фонди. Закриті інвестиційні фонди існують у вигляді диверсифікованих і недиверсифікованих. Недиверсифіковані інвестиційні фонди, своєю чергою, можуть бути венчурними та невенчурними. Порівняльна характеристика відкритих, інтервальних і закритих інвестиційних фондів представлена в *табл. 2*.

Обираючи вид та тип інвестиційного фонду, слід враховувати свої можливості й очікування від інвестування. Наприклад, не варто вкладати останні кошти в закриті не-

Таблиця 1

## Характеристика корпоративних та пайових фондів

Характеристика	Корпоративний інвестиційний фонд	Пайовий інвестиційний фонд
Організаційно-правова форма	Є юридичною особою, створюється у формі відкритого акціонерного товариства, понад 70% середньорічної вартості активів можуть складати цінні папери	Не є юридичною особою, активи належать інвесторам на правах спільної часткової зайнятості
Можливість участі вкладників в управлінні фондом	Існує. Органи управління: загальні збори акціонерів і наглядова рада	Не існує. Проте якщо ресурси залучаються шляхом розміщення приватної пропозиції, вкладники можуть створювати наглядову раду
Учасники інвестиційного фонду	Фізичні та юридичні особи, у венчурних фондах – лише юридичні особи	Фізичні та юридичні особи, в недиверсифікованих фондах – лише юридичні особи
Відносини з компанією щодо управління активами (КУА)	Договірні (договір про управління активами)	Формуються компанією з управління активами
Емісія коштовних паперів	Прості іменні акції (емітент – КІФ)	Інвестиційні сертифікати (емітент – КУА)
Можливість отримання дивідендів	Існує	Існує лише в закритих ПІФ
Заміна чи ліквідація КУА	Комісія з коштовних паперів і фондового ринку може в судовому порядку ініціювати процедуру ліквідації. Рішення про заміну КУА приймається загальними зборами акціонерів	Комісія з коштовних паперів і фондового ринку може прийняти рішення про заміну КУА або ліквідацію фонду. З моменту ухвалення рішення про ліквідацію припиняється розміщення та випуск інвестиційних сертифікатів
Черговість задоволення вимог вкладників у разі ліквідації КУА	Перша черга – акціонери, які не є засновниками	Перша черга – вкладники, що подали заяви про викуп інвестиційних сертифікатів до моменту ухвалення рішення про ліквідацію; останні вкладники – лише четверта черга

Джерело: Складено автором на основі власних розробок

Таблиця 2

## Порівняльна характеристика відкритих, інтервальних і закритих інвестиційних фондів

Характеристика	Відкритий інвестиційний фонд	Інтервальний інвестиційний фонд	Закритий інвестиційний фонд
Викуп цінних паперів	У будь-який робочий день; може бути встановлена мінімальна кількість цінних паперів, які отримуються інвестором	У визначені проспектом емісії дні, але не рідше ніж раз на рік	Після закінчення терміну, на який був створений інвестиційний фонд
Термін існування	Можуть бути строковими і безстроковими		Можуть бути лише строковими
Диверсифікація	Можуть бути лише диверсифікованими		Можуть бути диверсифікованими і недиверсифікованими (венчурними і невенчурними)
Структура активів	Не менш як 10% – грошові засоби, для диверсифікованих – лише коштовні папери і грошові засоби, з них не більш як 20% – коштовні папери, не допущені до торгів на фондовій біржі або торговельно-інформаційній системі		Ті ж самі вимоги для диверсифікованих, для недиверсифікованих – не більш як 50% коштовних паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі або торговельно-інформаційній системі + нерухомість; для венчурних – 100% коштовних паперів можуть бути не допущені до торгів; у структуру активів можуть включатися боргові зобов'язання
Визначення вартості чистих активів	Кожен робочий день		На кінець робочого дня перед викупом, але не рідше ніж раз на квартал
Оборот цінних паперів	Обмежено: відчуження здійснюється лише шляхом викупу КУА, відчуження третім особам допускається лише в разі правонаступництва, спадкоємства і дарування		Не обмежено

Джерело: Складено автором на основі власних розробок

диверсифіковані інвестиційні фонди з надією на величезний прибуток, оскільки існує серйозний ризик не тільки не розбагатіти, а й зазнати збитків. Розраховуючи на швидкий прибуток, краще вибрати відкритий або інтервальний інвестиційний фонд, на довгостроковий – закритий ІФ. Якщо немає можливості та бажання постійно відслідковувати котирування акцій на ринку, знову ж таки варто зупинити свій вибір на менш ризикових фондах. Навіть якщо

інвестор не може впливати на рівень своїх доходів, він завжди вільний у праві вибору об'єкта інвестування. Переваги та недоліки вкладення коштів у пайові ІФ ми згрупували та виклали в табл. 3.

В Україні кількість зареєстрованих інститутів спільного інвестування у 2011 р. зросла на 298 фондів порівняно із 2010 р. Попри закриття (ліквідацію) низки існуючих фондів масштаби створення нових фондів виявилися значнішими. Загалом на кінець 2011 року в Україні було зареєстровано 1575 інвестиційних фондів [6].

Таким чином, кількість ІСІ збільшили концентрацію на ринку: на одну компанію з управління активами станом на 01.01.2012 р. у середньому припадало вже майже чотири ІСІ.

Кількість ІСІ, визнаних такими, що відбулися, у 2011 р. збільшилася на 11 фондів (+0,94%) після приросту на 72 фонди (+6,58%). Загалом на 01.01.2012 р. в Україні досягли нормативів і діяли 1178 ІСІ (табл. 4). Різне зниження динаміки кількості фондів, які досягли нормативу щодо мінімального обсягу активів, викликано скороченням чисельності фондів у 2010 р.

Найактивніший ріст показав сектор закритих недиверсифікованих ПІФів (+9,09%, +3 фонди), хоч кількісно випереджали всіх венчурні ПІФи (+13 фондів, +1,61%).

У 2011 році сектор відкритих фондів знову став лідером за динамікою кількості ІСІ (+5%, +2 фонди), хоч темпи їх росту були вдвічі нижчими порівняно із минулим роком. Найближчим часом не очікується значної зміни числа відкритих фондів на ринку.

Скорочення кількості фондів торкнулося секторів інтервальних ПІФів (-4,08%, -2 фонди), закритих недиверсифікованих КІФів (-2,99%, -4 фонди), де ще п'ять планують ліквідуватися, та венчурних КІФів (-1,1%, -1 фонд), серед яких один також розпочав процедуру припинення діяльності.

Через випереджувальні темпи появи нових ІСІ порівняно з раніше зареєстрованими у третьому кварталі 2012 року знову збільшилася кількість фондів, які знаходяться на стадії формування активів до визнання такими, що відбулися: на 01.01.2012 р. їх було 197. Очевидно, це зумовить активізацію процесу визнання нових ІСІ у 2012-му році за умови сприятливих ринкових чинників.

Динаміка структури вкладень ІСІ за видами інструментів у 2011 р. була пов'язана зі скороченням частки цінних паперів у агрегованих портфелях усіх типів фондів на 1,65–2,14%, проте, на відміну від 2010 року, воно відбулося на тлі зниження вартості сукупних активів фондів.

Частка вкладень невенчурних ІСІ у фондові інструменти зменшилася від 68,51% до 66,50% (після скорочення від 71,61% у І-му кварталі 2012 року). Водночас, у грошовому вимірі інвестиції у цінні папери зазначених ІСІ сукупно зменшилися на 1790,28 млн. грн., що стало наслідком падіння на фондовому ринку. У результаті частка акцій у невенчурних ІСІ звузилася найбільше (від 55,51% до 53,17%).

Цього разу скорочення стосувалося також і суми вкладень у пайові цінні папери у грошовому вимірі у усіх типах фондів. У відкритих ІСІ саме акції були фактором зменшення сукупної вартості вкладень у фондові інструменти, оскільки інвестиції в інші види цінних паперів зросли.

У зведеному портфелі венчурних ІСІ присутність цінних паперів обмежилася від 34,93 до 33,28% при змен-

Таблиця 3

### Переваги та недоліки вкладень до пайових інвестиційних фондів в Україні

Інвестиційний фонд	Переваги	Недоліки
Відкритий інвестиційний фонд	<ul style="list-style-type: none"> <li>невисокий ризик (законодавством встановлені жорсткі вимоги до структури активів і обмеження по об'єктах інвестування);</li> <li>можливість викупу коштовних паперів у будь-який момент; як правило, невисокий розмір винагороди КУА;</li> <li>невисока номінальна вартість інвестиційних сертифікатів (хоча інколи встановлюється мінімальна кількість сертифікатів для інвестування).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>невисока прибутковість порівняно з іншими типами інвестиційних фондів.</li> </ul>
Інтервальний пайовий інвестиційний фонд	<ul style="list-style-type: none"> <li>невисокий ризик (згідно із законодавством, можуть бути лише диверсифікованими);</li> <li>прибутковість декілька вище, ніж у відкритих інвестиційних фондах.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>можливість викупу коштовних паперів надається лише у певні дні, які можуть припасти на час кризи;</li> <li>раніше акумулювали приватизаційні сертифікати і створювалися саме для цих цілей, зараз не надто цікаві для інвесторів.</li> </ul>
Закритий інвестиційний фонд	<ul style="list-style-type: none"> <li>максимальна прибутковість порівняно з іншими типами інвестиційних фондів;</li> <li>оборот цінних паперів на ринку.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ризик (закриті інвестиційні фонди, як правило, є недиверсифікованими);</li> <li>викуп коштовних паперів фондом здійснюється лише після закінчення терміну його дії;</li> <li>виплачувані в кінці терміну дивіденди можуть не відповідати рівню інфляції;</li> <li>номінальна вартість коштовних паперів вища, ніж в інвестиційних фондах інших типів;</li> <li>винагорода і премія КУА зазвичай вище, ніж у фондах інших типів.</li> </ul>

Джерело: Складено автором на основі власних розробок

Таблиця 4

### Динаміка кількості ІСІ у розрізі типів та видів фондів

Термін	Загалом	Пайовий інвестиційний фонд					Корпоративний інвестиційний фонд		
		В*	І*	ЗД*	ЗН*	ЗВ*	І*	ЗН*	В*
01.01.2010	1095	36	48	9	32	755	2	141	72
01.01.2011	1167	40	49	9	33	809	2	134	91
01.01.2012	1178	42	47	9	36	822	2	130	90
Зміна з початку 2011 р., %	7,58	16,67	-2,08	0,00	12,50	8,87	0,00	-7,80	25,00

Джерело: [6]

\* В – відкриті ІСІ; І – інтервальні; ЗД – закриті диверсифіковані; ЗН – закриті недиверсифіковані невенчурні; ЗВ – закриті недиверсифіковані венчурні ІСІ.

шенні суми інвестицій на 1822,67 млн. грн. До того ж вкладення в акції цих фондів зросли практично пропорційно загальним активам, що зберегло їхню частку незмінною, хоч вона стала дорожчою на 1296,01 млн. грн. (рис.).

На протилегу агрегованим портфелям усіх типів і категорій фондів (у т. ч. венчурних) у 2012 р. спостерігалось зростання як частки, так і абсолютної вартості пакетів державних та муніципальних цінних паперів, окрім облігацій місцевих позик у закритих фондах, вкладення у які дещо зменшилися. Присутність ОВДП у фондах вимірювалася в межах від 0,02% у венчурних ІСІ та 1,15% у закритих невенчурних до 16,28% у відкритих, де їхня частка зросла найбільше. Це свідчить про перенаціленість останніх на збереження капіталу на тлі вививання коштів із сегменту акцій.

Основні зміни у структурі консолідованого інвестиційного портфеля відкритих ІСІ протягом 2011 року полягали у зростанні ваги таких видів вкладень, як:

- облігації внутрішніх державних позик – від 13,27 до 16,28%;
- кошти та банківських депозитів – від 29,52 до 31,23%;
- облігації місцевих позик – від 5,22 до 6,75%;
- облігації підприємств – від 8,79 до 10,24%.

Водночас відбувалося зменшення частки акцій – від 36,47 до 28,36%. Воно сталося через невпевненість керуючих інвестиційних фондів у стабільності вітчизняного ринку цінних паперів та зростання економіки і ринкових індексів на іноземних площадках, що зумовило значне зменшення ризикових операцій на ринку акцій. Якщо ризик другої хвилі світової фінансової кризи зберігатиметься, то подальший розвиток фондового ринку України виявиться під загрозою. Економіка не демонструє стрімкого післякризового зростання, а навпаки, існує можливість її падіння, що, очевидно, зменшує бажання інвесторів ризикувати своїми капіталами.

У співвідношенні складових зведеного портфеля інтервальних ІСІ у 2012 р. порівняно із 2011 р. відбуваються відчутні зміни, найпомітнішими серед яких є такі:

- зростання частки облігацій внутрішніх державних позик – від 1,41 до 2,45% (щоправда, удвічі менше, ніж на початку 2012 року, – 4,86%);
- збільшення частки «інших» активів – від 5,74 до 7,62%;
- зменшення частки акцій – від 57,35 до 54,14%.

В агрегованому портфелі закритих ІСІ зафіксовано зміни:

- «інших» активів – від 23,62 до 24,49%;
- грошових коштів та банківських депозитів – від 7,39 до 8,50%;
- облігацій внутрішньої державної позики – від 0,85 до 1,15%;
- «інших» цінних паперів – від 4,51 до 5,51%;
- акцій – від 56,14 до 54,10%;
- облігацій підприємств – від 6,76 до 5,58%.

Водночас, в усіх ІСІ продовжувала розширюватися частка грошей на банківських рахунках, а у відкритих фондах вона стала найбільшою порівняно з іншими видами вкладень (в інтервальних зросла тільки від 26,04 до 26,13%).

**Висновки.** Проаналізувавши тенденції та динаміку розвитку ІСІ в Україні, а також докладно розглянувши їх структуру, можна побачити, що вони значно поширилися

та зайняли своє місце на фондовому ринку України. Проте є ще багато невирішених проблем, для успішного розв'язання яких потрібен конструктивний діалог між учасниками ринку і виконавчою та законодавчою гілками влади.

Необхідно використати зарубіжний досвід і врахувати вітчизняні реалії, щоб цей бізнес в Україні, у класичному його розумінні, запрацював на повну потужність. У цьому насамперед повинна бути зацікавлена держава. Отже, треба почати саме з державної підтримки і можливості застосування зарубіжної практики у цьому напрямі.

На нашу думку, майбутній розвиток інститутів спільного інвестування неможливий без реформування більшості його складових, а також переосмислення ролі фондового ринку як важливого інструменту залучення інвестиційних ресурсів до реального сектору економіки. На цьому етапі слід наголосити на таких моментах.

Посилення валютного контролю, а саме впровадження паспортного контролю, в подальшому може призвести до емісії гривні та інфляційних процесів в Україні. Тому доречним буде здійснення емісії державних боргових цінних паперів, зокрема муніципального рівня, для роздрібного продажу з цільовим спрямуванням коштів на розвиток. Варто окремо зазначити, що всі дії уряду та національного

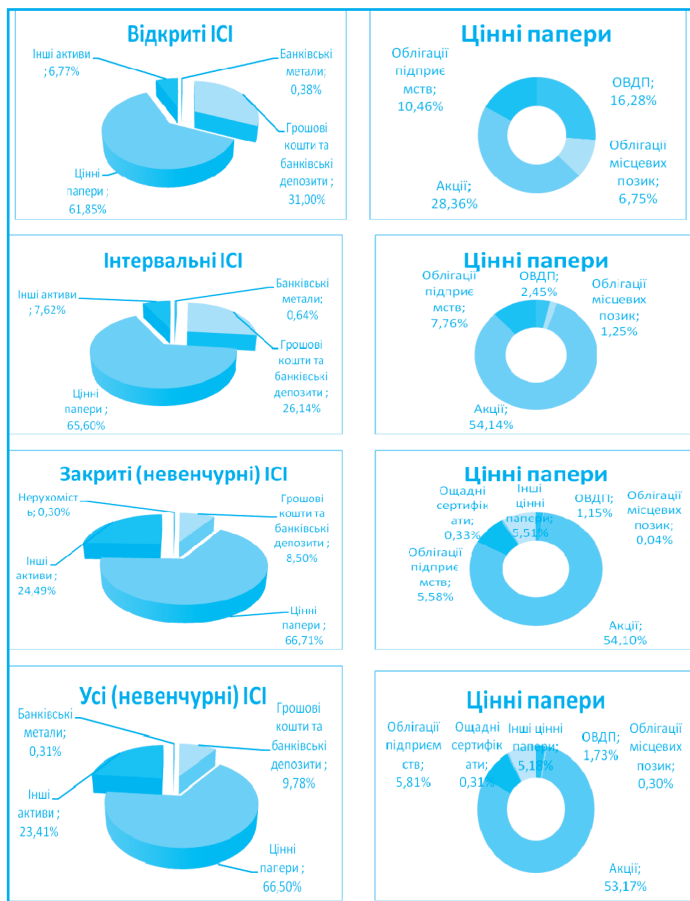


Рис. Структура ІСІ в Україні, 2011 р.  
Джерело: [6]

банку, спрямовані на посилення валютного контролю і регулювання валютного ринку всередині країни, негативно впливають на розвиток фондового ринку України, обмежуючи доступ до нього іноземних інвесторів (ім необхідно отримати спеціальну ліцензію НБУ).

Оскільки в серпні 2011 року було повторно підвищено ставку ЄЦБ і резервні вимоги Банку Китаю на тлі високої інфляції, погіршилася ситуація із кредитним рейтингом США із загрозою його зниження через невирішене питання підвищення ліміту зовнішнього боргу. Учетверте за останній рік знижено кредитний рейтинг Греції до рівня, що на 4–5 позицій нижче інвестиційного. Таким чином, стало очевидним ускладнення та гальмування розв'язання

бюджетних проблем, як і загалом відновлення ключових «гравців» глобальної економіки, зокрема США, що, своєю чергою, зменшило «апетит» до ризику інвесторів на ринках капіталу та спровокувало вихід з інвестицій, пов'язаних із акціями. З огляду на це слід зробити реальні кроки для розбудови національної депозитарно-клірингової системи, створення єдиного центрального депозитарію корпоративних цінних паперів, вдосконалення обліку прав власності на цінні папери та розвиток системи обігу цінних паперів і деривативів, спрощення процедури проведення розрахунків за угодами з цінними паперами за участю нерезидентів.

Новий Податковий кодекс України, прийнятий у грудні 2010 року, певним чином покращив розвиток цієї сфери, запровадивши деякі уточнення та доповнення до стандартів бухгалтерського обліку з метою забезпечення прозорості фондового ринку та підвищення інвестиційної привабливості нашої країни.

Однак попри заходи держави щодо регулювання валютного і фондового ринків їх подальший активний розвиток виглядає дуже примарно. У найближчій перспективі на фондовому та валютному ринках продовжаться спекулятивні операції, пов'язані насамперед із незначним оборотом на фондовому ринку (приблизно \$15 млн. на добу), а на валютному ринку очікуються різкі курсові коливання, спочатку в бік подорожчання гривні, а потім її швидкого здешевлення. Терміни таких коливань можуть припасти на кінець 2012 року, після проведення виборів до Верховної Ради України у жовтні 2012 р.

#### Література

1. Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика) : учеб. пособ. / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кошечев. – К. : МАУП, 2005. – 256 с.
2. Кравченко Ю. Я. Ринок цінних паперів : навч. посіб. / Ю. Я. Кравченко // К. : КНТ 2009. – 672 с.
3. Мозговий О. М. Міжнародні фінанси : навч. посіб. / О. М. Мозговий, Т. М. Оболенська, Т. В. Мусієць. – К. : КНЕУ, 2005. – 586 с.
4. Прилуцький Р. Б. Щодо поняття та організаційно-правової форми біржі / Р. Б. Прилуцький // Вісник господарського судочинства. – 2007. – № 2. – С. 148–155.
5. Чернишук В. Р. Розвиток ринку цінних паперів: проблеми й перспективи / В. Р. Чернишук, А. П. Данькевич // Фінанси України. – 2008. – № 8. – С. 96–103.
6. Підсумки діяльності кредитних спілок, інших кредитних установ та юридичних осіб публічного права за 2011 рік // Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua>

Стаття надійшла до редакції 25 червня 2012 року

## ЕКОНОМІЧНИЙ ЧАСОПИС-XXI

Журнал для національної еліти України

ПЕРЕДПЛАТИ І ДОЛУЧАЙСЯ!