ОПТИМІЗАЦІЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Аліна Жеваго,
к.е.н., доцент кафедри міжнародного менеджменту, ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
Олена Фурсова,
к.е.н., доцент кафедри міжнародного менеджменту, ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

У статті розглядаються питання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні, основні заходи, спрямовані на розкриття та посилення інвестиційного потенціалу в контексті завдань подолання наслідків світової фінансової кризи для української економіки.

Проблеми, зумовлені світовою фінансовою кризою, зокрема масове вилучення капіталу інвесторами з вітчизняного фондового ринку, значне падіння курсу акцій, що котуються на вітчизняному фондовому ринку, глибока корекція основного індикатора фондового ринку – індексу ПФТС, суттєво посилені загальною недорозвиненістю фондового ринку загалом та його інфраструктури.

Чи не найбільша проблема, яка гальмує розвиток інституційних інвесторів в Україні в цілому та ІСІ зокрема – загальний стан розвитку фондового ринку, його інституційна незрілість. У даному контексті доцільно виділити наступні негативні властивості фондового ринку:

- превалювання неорганізованого ринку над організованим, що негативно позначається на прозорості фондового ринку, відлякує як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів;
- наявність кількох торговельних майданчиків, на яких здійснюються торги цінними паперами, що ускладнює контроль над операціями з цінними паперами та розповсюдження інформаційних індикаторів щодо кількісних та якісних параметрів операцій з ними;
- низька ліквідність фондового ринку; мала кількість цінних паперів, якими торгують на біржі, обмежена кількість інструментів фондового ринку;
- маніпуляції учасників фондового ринку з цінами з метою завищення вартості чистих активів інвестиційних фондів;
- незавершеність формування інституційної інфраструктури фондового ринку, її низька якість, зокрема, значною проблемою є відсутність єдиної ефективної депозитарно-клірингової системи.

Окремо слід наголосити на низьких темпах приведення нормативної бази, що врегульовує відносини у фінансовій сфері, до вимог міжнародних стандартів: запровадження міжнародних стандартів розкриття інформації: бухгалтерського обліку Комітету з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASC) та Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO).

Окрім загальних проблем, обумовлених низьким рівнем розвитку фондового ринку, ІСІ стикаються з низкою специфічних проблем.

1. Одна з основних проблем, яка не дозволяє в повній мірі використати інвестиційний потенціал ринку ІСІ – низький рівень поінформованості населення про переваги ІСІ. Більшість населення України не сприймає ІСІ як окремий альтернативний довгостроковий інструмент збереження та примноження капіталу. Зважаючи на те, що операції на фондовому ринку для переважної більшості населення є новим видом діяльності, проблемою є недостатня кількість консалтингових та інформаційних центрів, маркетингових фірм, які надавали б консультаційні послуги щодо розвитку фондового ринку в цілому та переваг ІСІ зокрема.

2. Ситуацію ускладнила світова фінансова криза, в результаті якої різко впала дохідність не венчурних ІСІ, що іще більше підірвало довіру до даного інвестиційного інструменту серед населення. Низька довіра зумовлена тим, що частина небанківських фінансових установ (зокрема, довірчі товариства, інвестиційні та пенсійні фонди) історично мають досить погану репутацію, пов'язану з «трастовою епопеєю» 90-х років.

3. Важливим стримуючим чинником розвитку небанківських фінансових установ загалом та ІСІ зокрема є недостатність на внутрішньому ринку надійних фінансових інструментів, в які можуть вкласти залучені кошти компанії з управління активами. Зокрема, державні облігації залишаються непривабливим інвестиційним інструментом через низькі ліквідність та дохідність (нижчу за рівень інфляції).

4. Суттєвою проблемою залишається методика коректної оцінки вартості чистих активів ІСІ. Діюче положення ДКЦПФР, що врегульовує дане питання, дозволяє компаніям досить довільно оцінювати чисті активи ІСІ, що знаходяться в них в управлінні. Це призводить до викривлення інформації про активи ІСІ.

5. В Україні відсутні механізми участі в приватизаційних процесах інституційних інвесторів. Передбачення таких механізмів в новій програмі приватизації не тільки підвищило б попит на акції відповідних підприємств, але й розширило б можливості для інвестування коштів, акумульованих небанківськими фінансовими установами, зокрема ІСІ.

6. Існує невиправданий дисбаланс в рівнях оподаткування доходу від інвестицій в різні фінансові установи. Відсотки, нараховані по банківських депозитах, не підлягають оподаткуванню, в той же час доходи, отримані громадянами від вкладення коштів в ІСІ, обкладаються податками.

7. В умовах кризи ліквідності банківські депозитні рахунки КУА, на яких зберігається частина коштів ІСІ, потрапили під обмеження НБУ. В результаті КУА не можуть розрахуватись з вкладниками ІСІ, котрі вирішили вилучити кошти з інвестиційних фондів.

Таким чином, незавершеність процесу інституційного формування ринку ІСІ дає підстави припустити неефективність, а за певними напрямками – й неможливість використання потенціалу цієї інституційної форми у післякризовому відновленні фінансового сектору України.

Період кризового звуження діяльності ІСІ через загальне падіння зацікавленості у фінансових інвестиціях та різке підвищення їх ризиковості має бути використаний для модернізації цієї складової фінансової системи України. Політика держави стосовно ІСІ повинна спрямовуватись на планомірний розвиток ринку ІСІ та його інфраструктури з метою усунення загальної недорозвиненості та покращення якісних параметрів.

До основних заходів, спрямованих на розкриття та посилення інвестиційного потенціалу ІСІ в контексті завдань подолання наслідків світової фінансової кризи для української економіки слід віднести наступні:

- приведення законодавства, що врегульовує діяльність ІСІ, до вимог європейського законодавства;
- посилення контролю за емітентами, цінні папери яких торгуються на організованому ринку, з метою підвищення якості активів.
- розширення інструментів для інвестування, доступних для ІСІ, зокрема, повноцінне впровадження похідних цінних паперів;
- внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування» з метою надання дозволу створення інвестиційних фондів, котрі можуть інвестувати залучені кошти, а також залучати кошти населення у пайові інвестиційні трасти;
- пільгове оподаткування інвесторів, що вкладають кошти в ІСІ на довгий термін (у випадку вилучення коштів раніше визначеного терміну інвестор зобов'язаний заплатити податок на прибуток); або зменшення ставки оподаткування інвестиційного доходу, отриманого від інвестицій в цінні папери, здійсненої на термін більше одного року з метою підвищення інвестиційної активності фізичних осіб;
- вдосконалення методології розрахунку вартості чистих активів ІСІ;
- спрощення процедури оформлення придбання цінних паперів ІСІ;
- проведення повного повторного ліцензування ДКЦПФР інвестиційних фондів на ринку, особливо зосереджуючись на інформації про осіб, які мають повний контроль в інвестиційних фондах і отриманні від них повних кримінальних даних, а також даних про їх господарську і фінансову діяльність;
- проведення інформаційно-роз'яснювальної роботи щодо популяризації

серед населення України здійснення інвестицій в ринок ІСІ.

Поява біржового ринку фінансових інструментів (акцій і паїв) інвестиційних фондів є закономірним результатом еволюції схем колективного інвестування.

Вражаюче зростання активів Exchange Traded Funds (ETF) у США і Європі примушує регуляторів національних ринків капіталів до розробки правових актів, що дозволяють інвесторам купувати і продавати цінні папери активно-керованих інвестиційних фондів на біржах. Зростання активів вітчизняних пайових інвестиційних фондів істотно стримується через наступні фактори.

1. Відносно високий рівень витрат інвесторів, що відшкодовуються за рахунок майна, що складає пайовий інвестиційний фонд, у порівнянні з закордонними аналогами і комісіями за управління клієнтськими засобами на внутрішньому ринку.

2. Недоступність інвестиційних паїв для дрібних інвесторів через недостатній розвиток системи їх дистрибуції. За рубежем участь широкого кола дрібних інвесторів у придбанні фінансових інструментів, що випускаються інвестиційними фондами, досягається за рахунок розвинутої платіжної системи, що припускає використання чекових і інших безготівкових форм розрахунків і яка спирається на надійну банківську систему. Відсутність розвинутої системи безготівкових розрахунків для населення і ненадійність банківської системи в Україні створюють об'єктивні складності для придбання цінних паперів інвестиційних фондів населенням. Сформована система видачі і погашення інвестиційних паїв не використовує потенціал організованих ринків цінних паперів. Розрахунки за угодами з інвестиційними паями не здійснюються на умовах «постачання проти платежу», що породжує підвищені ризики інвесторів. Керуючими компаніями і їхніми агентами не гарантуються фіксовані терміни розрахунків по угодах з паями. Терміни виконання угод з інвестиційними паями можуть складати 3 і більш днів.

3. Складний і не завжди привабливий для інвесторів порядок ціноутворення інвестиційних паїв. Ухвалення рішення про придбання інвести-ційного паю, не знаючи його ціни, завжди таїть для інвестора ризик купити «кота в мішку». Крім того, протягом торгового дня інвестор не може брати участь у спекулятивній грі з інвестиційними паями, що також знижує їхню привабливість в очах інвесторів.

Одним зі шляхів подолання труднощів, з якими зіштовхуються пайові інвестиційні фонди, може стати більш активне використання керуючими компаніями біржових технологій і стратегій пасивного управління портфелями інвестиційних фондів. Йдеться про створення нової моделі пайових інвестиційних фондів, активи яких формуються відповідно до складу і структури загальновизнаних фондових індексів, а купівля-продаж інвестиційних паїв інвесторами здійснюється через вторинний біржовий ринок зазначених цінних паперів (далі по тексту такі фонди іменуються *біржовими індексними фондами*).

Створення біржових індексних фондів дозволить інвесторам повною мірою використовувати переваги інвестицій у традиційні пайові інвестиційні фонди, а саме: зниження ризиків за рахунок диверсифікованості інвестиційних портфелів; пільговий режим оподатковування доходів інвесторів; високий рівень ліквідності інвестиційних паїв, характерний для фондів відкритого типу; високий ступінь захищеності прав інвесторів, наявність ефективної системи управління ризиками і нагляду з боку регулювальних органів.

Разом з тим, інвестори одержать додаткові переваги, що підвищують привабливість інвестицій у пайові інвестиційні фонди.

1. Зниження витрат інвесторів, пов'язаних з діяльністю пайових інвестиційних фондів і придбанням їхніх інвестиційних паїв. Зниження витрат, оплачуваних за рахунок майна, що складає пайовий інвестиційний фонд, забезпечується за рахунок зменшення винагороди керуючій компанії і спеціалізованого депозитарію при застосуванні стратегії пасивно-керованого інвестиційного портфеля, що означає підтримку складу і структури активів пайового інвестиційного фонду відповідно до складу і структури цінних паперів базисного фондового індексу. При цьому зниження ставок

оплати послуг керуючої компанії і спеціалізованого депозитарію компенсується за рахунок росту активів індексних фондів. Інша стаття економії для інвестора - заміна надбавок і знижок при видачі і погашенні інвестиційних паїв фондів біржовою і брокерською комісією, примірний рівень яких по акціях сьогодні складає відповідно 0,01% і 0,1-0,2% від суми угоди. Зауважимо, що мінімальні розміри брокерської комісії при інтернет-торгівлі цінними паперами становить 0,02-0,03% від обсягу угоди. Зазначений рівень витрат інвесторів на вторинному біржовому ринку істотно нижче діючого рівня надбавок і знижок до розрахункової вартості інвестиційного паю з врахуванням їхньої граничної величини.

2. Доступність інвестиційних паїв біржових індексних фондів для широкого кола інвесторів. Замість (чи на додаток) придбання інвестиційних паїв через керуючу компанію і її агентів, інвестори одержують можливість здобувати цінні папери біржових індексних фондів на біржі через обслуговуючого їх брокера-дилера, у тому числі, використовуючи переваги торгівлі через Інтернет. Коло учасників торгівлі на біржі істотно ширше кола агентів керуючих компаній пайовими інвестиційними фондами. Через біржу з інвестиційними паями можуть укладатися угоди РЕПО й інші різновиди біржових угод.

3. Прискорення розрахунків по угодах з інвестиційними паями, підвищення їхньої надійності. Розрахунки по угодах купівлі-продажу інвестиційних паїв на біржі здійснюються на умові «постачання проти платежу» у день укладання угод (за умови переддепонування коштів і цінних паперів) чи на день, обумовлений продавцем і покупцем зазначених цінних паперів, якщо угода укладена в режимі переговорних угод. Це істотно швидше і надійніше, ніж розрахунки через керуючу компанію чи її агентів.

4. Спрощення і підвищення прозорості порядку ціноутворення інвестиційних паїв. На відміну від традиційних пайових інвестиційних фондів, що використовують форвардний метод ціноутворення розрахункової вартості інвестиційних паїв, біржові угоди з паями біржових індексних фондів можуть відбуватися протягом усього торгового дня за цінами, що складаються в результаті балансу попиту та пропозиції. Такий метод формування цін інвестиційних паїв більш зрозумілий і звичний для інвесторів, оскільки він не відрізняється від порядку, що діє на біржовому ринку акцій чи облігацій. Крім того, біржові індексні фонди мають унікальну властивість «зверх прозорості» для інвесторів. В умовах розкриття інформації про значення базисного фондового індексу в режимі реального часу й обов'язку керуючої компанії по підтримці відповідності складу і структури портфеля біржового індексного фонду складу і структурі фондового індексу будь-який інвестор при здійсненні угод з інвестиційними паями зазначених фондів має доступ не тільки до інформації про біржові ціни інвестиційних паїв, але до інформації про індикатор зміни їхньої розрахункової вартості.

5. Додаткові можливості для інституціональних інвесторів. У випадку якщо біржовий інвестиційний фонд є інтервальним чи відкритим, інституціональні інвестори одержують можливість здійснення арбітражних угод на первинному і вторинному (біржовому) ринку інвестиційних паїв зазначених фондів при розбіжностях біржових котирувань і розрахункової вартості інвестиційних паїв біржових індексних фондів. Наявність такого арбітражу – додатковий фактор підвищення надійності індексних фондів, оскільки арбітраж подібного роду дозволяє мінімізувати розбіжності між біржовими цінами інвестиційних паїв біржових індексних фондів і їхньою розрахунковою вартістю, обумовленої виходячи із ВЧА фонду і кількості інвестиційних паїв, що знаходяться в звертанні.

Незважаючи на очевидні переваги біржових індексних фондів, виділимо два найбільш дискусійні питання, що виникають при їхньому створенні. Перше питання: чи є об'єктивні передумови для створення біржових індексних фондів на українському фондовому ринку, на якому хронічно не вистачає ліквідних акцій і облігацій? Навіть в умовах, коли база основного фондового індексу українських емітентів включає цінні папери 7 – 20 емітентів, створення й успішна діяльність біржових індексних фондів цілком можлива. Інвестиційні паї таких фондів будуть

більш привабливими в порівнянні з прямими інвестиціями в акції й облігації для багатьох інвесторів, зацікавлених, насамперед, у диверсифікованості вкладень і низьких транзакційних витратах. Список емітентів, що включаються у фондові індекси, може поступово розширюватися в міру росту фондового ринку.

Дуже перспективними можуть виявитися пайові інвестиційні фонди, активи яких складені у відповідності зі структурою загальновизнаних закордонних фондових індексів. По багатьом і очевидним причинам вкладення резервів пенсійних фондів, страхових організацій, банків і інших інвесторів у пайові інвестиційні фонди, активи яких сформовані на основі іноземного фондового індексу, є більш кращим, чим вкладення зазначених організацій прямо в іноземні валютні активи.

Друге питання: чи можуть на біржах обертатися інвестиційні паї не тільки біржових індексних фондів, але й активно-керованих пайових інвестиційних фондів? Закордонний досвід показує, що з усіх типів інвестиційних фондів найбільш швидкими темпами зростає біржовий сегмент ринку цінних паперів саме індексних фондів. Це пояснюється двома основними обставинами. По-перше, зростаючою популярністю пасивно-керованих інвестиційних фондів. Дуже відомий факт (який також підтверджується статистикою по пайових інвестиційних фондах в Україні), що, незважаючи на професіоналізм керуючих компаній річна прибутковість 70–80% активно-керованих інвестиційних фондів нижче річних темпів росту відповідних фондових індексів. У цих умовах росте привабливість інвестиційних фондів, орієнтованих на фондові індекси і мінімізацію витрат на керування їхніми активами. По-друге, за допомогою моделі біржових індексних фондів удалося перебороти основну проблему, що перешкоджала розвитку біржового ринку цінних паперів інвестиційних фондів, - а саме, проблему істотної розбіжності біржових котирувань і вартості цінних паперів фондів, що розраховується виходячи із ВЧА фонду. Мінімізація розбіжності між біржовою ціною і розрахунковою вартістю цінних паперів біржових індексних фондів забезпечується за рахунок допущення арбітражних угод з ними для великих інституціональних інвесторів.

Однак навряд чи доцільно обмежувати біржовий сегмент ринку інвестиційних паїв пайових фондів лише цінними паперами фондів індексного типу. Інвестиційні паї активно-керованих пайових інвестиційних фондів можуть звертатися на біржах, хоча в ряді випадків, можливо, будуть потрібні зміни в механізмі їхньої діяльності.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»

2. *Гайдуцький А.П.* Методологічні аспекти інвестиційної привабливості економіки // Регіональна економіка.- 2009.- №4, С.81-86.

3. *Донцов С.С.* Оценка инвестиционной привлекательности предприятия посредством анализа надежности его ценных бумаг // финансовый менеджмент. – 2009. – № 3. – С. 78-84.

4. *Іляш О.І.* Оцінювання інвестиційної привабливості підприємства у ринкових умовах і напрями її забезпечення // Інвестиційна діяльність. – 2009. № 5. – С.34-36.

5. *Кузьменко Л.В.* Інвестиційне забезпечення інноваційних проектів // Вісник Академії економічних наук України: Науковий журнал. – Донецьк: Академія економічних наук України. – 2009. – №1(3). – С.49-53.

6. *Мойсеєнко І. А.* Основи інвестиційної привабливості // Інвестиційні проекти в Україні. – 2008. № 6. – С. 12-18.

7. *Нападовська І.В.* Теоретичні та методичні аспекти дослідження інвестиційної привабливості України // Вісник ДонДует №4(28).- 2008.- С.55-61.

8. *Стирський М.В.* Методологічні аспекти оцінки інвестиційної привабливості ринку акцій // Фінанси України. – 2008. – №2. – С.131-137.

9. *Ястремська О.М.* Теоретико-методологічні аспекти оцінки інвестиційного клімату // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. – 2008. – 3 (10). – С. 250-255.