

## АКТИВИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ УКРАЇНИ ПІД ЧАС ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

*Стаття містить порівняльний аналіз прибутковості різних інвестиційних фондів в Україні та змін у структурі їх активів та вартості чистих активів за останні п'ять років з урахуванням негативного впливу фінансової кризи на глобальний інвестиційні процеси.*

*Ключові слова: інвестиційний фонд, інститути спільного інвестування, активи, вартість чистих активів, інвестор.*

*Стаття содержить сравнительный анализ доходности различных инвестиционных фондов в Украине, изменений в структуре их активов и стоимости чистых активов в течение последних пяти лет в условиях негативного влияния финансового кризиса на инвестиционные процессы в мире.*

*Ключевые слова : инвестиционный фонд, институты совместного инвестирования, активы, стоимость чистых активов, инвестор.*

*The article highlights revenue dynamics of mutual funds in Ukraine within the last five years, dynamics of their equity structure and net asset value against the background of financial crisis and global investment process.*

*Key words: investment fund, mutual funds, assets, net asset value, investor.*

**Постановка проблеми.** Оптимізація структури активів інвестиційних фондів залежно від ринкових умов залишається актуальною незважаючи на велику кількість досліджень, в тому числі і фундаментальних [3, 4, 5, 6, 7] і спроби втілення теоретичних постулатів на практиці.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Досліджуваній проблемі присвятили свої праці такі вчені як: Шарп Уильям Ф., Александер Годдон Дж., Бейли Джеффри В., Боди З., Кейн А., Маркус А., Рубцов Б.Б., Фабозци Ф., Манн С., Абрамов А.Е.

**Метою статті є** визначення інвестиційних стратегій компаній з управління активами (КУА) і керуючих інвестиційними фондами (ІФ) з метою збереження їх доходності під час фінансової кризи, а саме шляхи оптимізації інвестиційного портфеля в межах існуючого законодавства.

**Виклад основного матеріалу.** Структура активів інвестиційних фондів значною мірою залежить від їх інвестиційної стратегії. ІФ формують портфель активів згідно з законодавством відповідної країни [1, 2], вкладаючи гроші інвесторів в акції, облігації, банківські депозити, іноземну валюту, дорогоцінні метали *etc.*, а також випускають власні цінні папери (паї, інвестиційні сертифікати, які, як правило, є іменними або на пред'явника) [3, с.252]. На своїх офіційних вебсайтах КУА інформують інвесторів про структуру активів фондів, якими вони керують, що в цілому повторює вимоги до різних типів ІСІ у відповідних Законах України. Будь-якої інформації про конкретні акції, інші цінні папери немає. Незважаючи на велику кількість публікацій, присвячених фондовому ринку, досліджень цінних паперів ІФ немає [4, с.273]. В Україні дослідження структури

активів є можливим лише відносно відкритих ІФ: закриті фонди, які демонструють найбільшу прибутковість, надають значно менше інформації, ніж відкриті; хедж-фонди, відомі як клуби багатих інвесторів, не зобов'язані розкривати дані про свою діяльність, менеджмент, структуру портфеля. Українські ІФ не є винятком. Фондові ринки країн, що розвиваються, характеризуються малим розміром ринку і низьким рівнем прозорості. Разом з тим, експерти фондового ринку зазначають, що і у розвинутих країнах інвестори не мають доступу до інформації про структуру активів. Щоб отримати уявлення про структуру активів інвестору необхідно мати хоча б щорічний звіт фонду. У цілому практика свідчить про те, що інвестори отримують звіти із запізненням в пів-року [4, с.192]. Суверенні фонди, які стали більш ніж помітними у сучасних інвестиційних процесах, перетворившись за останнє десятиліття на глобальних гравців, також не надають даних про свою діяльність. Необхідно також зазначити, що в Україні, як і інших пострадянських країнах, склалася інсайдерська модель корпоративного контролю за якої зазвичай один з акціонерів володіє контрольним пакетом акцій. Такі впливові інвестори мають доступ і до котирування акцій і облігацій, а дрібні – ні [6, с.92]. Це не сприяє транспарентності фондового ринку, і є негативним фактором, що впливає на інвестиційний клімат у країні. Між тим, чим більше база власників цінних паперів, тим вище ступінь акціонерної власності. Лідером за цим показником є США, де частка фізичних осіб залишається високою незважаючи на зростання ролі інституційних інвесторів (див. співвідношення фінансових активів населення в різних країнах світу [5, с.53]). Зазначимо, що зростання ролі інститу-

ційних інвесторів є наслідком секьюритизації і є однією з особливостей розвитку сучасного фондового ринку.

Важливим показником діяльності ІФ є вартість чистих активів (ВЧА). Діаграма на рис.1 засвідчує різні за

масштабом темпи росту ВЧА інститутів спільного інвестування (ІСІ) в Україні.

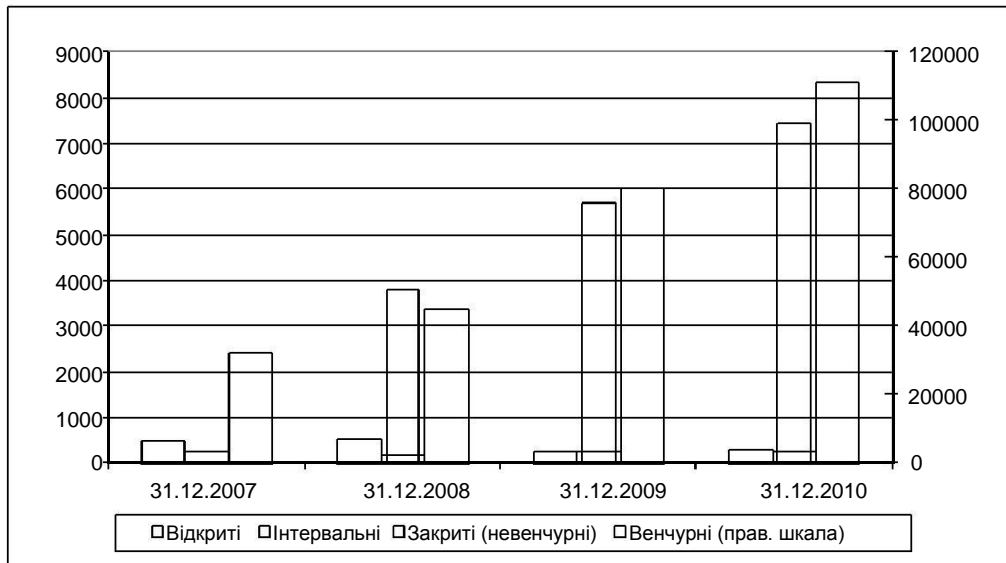


Рис. 1. ВЧА ІСІ в Україні за типами фондів, тис. грн

\* Джерело: складено автором

ІФ здійснюють свою діяльність за моделлю портфельних інвестицій. Розподіл активів має відповідати принципу ефективної множини (*efficient set*), що забезпечує максимальну прибутковість при мінімальному ризику [7, с.195, 215]. Портфель ІФ між тим відрізняється залежно від типів фондів. Відомо, що ІСІ віддають

перевагу короткостроковим інструментам з низьким рівнем ризику [4, с. 175]. Порівняння даних, які ілюструють зміни у структурі активів українських фондів різного типу вказує, наскільки різною була структура активів і як вона змінювалася протягом п'яти років.

Таблиця 1. Структура активів відкритих ІСІ

	1.01.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Акції	50.96%	37.92%	9.80%	42.92%	36.74%
Грошові кошти та банківські депозити	0.00%	29.42%	12.60%	23.36%	27.41%
Ощадні сертифікати	4.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Векселі	4.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОВДП	5.29%	3.37%	2.70%	8.57%	13.09%
Облігації підприємств	26.44%	20.06%	35.30%	18.80%	8.87%
Облігації місцевих позик	8.65%	6.59%	3.80%	6.26%	5.20%
Інші цінні папери	0.00%	0.98%	1.30%	0.00%	0.00%
Інші активи	0.00%	1.66%	34.50%	0.09%	8.69%
<b>Всього</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

\* Джерело: складено автором.

Причиною помітної мінливості та радикальних змін стала фінансова криза. У 2006р. більше 50% активів ІСІ складали акції, частка яких суттєво знизилася у 2007, і досягла мінімуму – 10% на кінець 2008р. (див. Таблицю 1). Значне збільшення акцій у структурі активів у 2009-2010 рр. все рівно не досягло рівня 2006р. Зменшення акцій у своїх портфелях у 2008р. відкриті ІСІ компенсували переважно облігаціями підприємств відомих і платоспроможних емітентів, що забезпечували значну дохідність та/або стабільну виплату відсотків та іншими активами. Привертає увагу той факт, що у 2006р. в структурі активів були відсутні банківські депозити. Під час кризи 2008р. виявилось, що депозити є більш надійною формою інвестицій у порівнянні з іншими видами активів. Керуючі фондами були змушені визнати цей неприємний для ІФ факт, оскільки послуги ІФ завжди

розглядалися як більш прибуткова альтернатива банківським депозитам.

Як свідчать дані Таблиці 2 в інтервальних ІСІ частка акцій була значно вище, ніж у відкритих, але під час кризи вона також суттєво знизилась. В портфелях стали помітними інші активи, але у 2009р. до складу портфелів були введені банківські метали. Банківські депозити хоча і не мали домінуючих позицій, складали, починаючи з 2007р., значну частку у структурі портфелів цих ІСІ.

Дані Таблиці 3 вказують на те, що в структурі активів ІСІ цього типу акції також домінували протягом п'яти років, однак драматичного зниження їх частки як у відкритих ІСІ не відбулося. Облігації підприємств мали у структурі активів свою доволі постійну квоту. У 2007 р. питому частку в портфелях отримали інші активи.

Таблиця 2. Структура активів інтервальних ІСІ

	1.01.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Акції	80.30%	46.46%	28.30%	56.24%	53.90%
Грошові кошти та банківські депозити	0.00%	25.95%	32.10%	25.28%	24.20%
Ощадні сертифікати	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Векселі	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОВДП	1.52%	0.99%	3.30%	3.92%	4.86%
Облігації підприємств	14.65%	17.06%	19.50%	9.85%	8.02%
Облігації місцевих позик	3.03%	5.70%	7.10%	1.87%	0.69%
Інші цінні папери	0.00%	0.47%	0.70%	2.14%	0.00%
Інші активи	0.00%	3.37%	9.00%	0.02%	7.86%
Банківські метали	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	0.47%
<b>Всього</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

\* Джерело: складено автором

Таблиця 3. Структура активів закритих невенчурних ІСІ

	1.01.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Акції	81.63%	50.89%	49.90%	61.88%	56.04%
Грошові кошти та банківські депозити	0.00%	6.75%	7.60%	7.66%	6.60%
Ощадні сертифікати	3.88%	0.72%	1.70%	1.20%	0.45%
Векселі	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОВДП	0.00%	0.00%	0.20%	0.52%	2.87%
Облігації підприємств	14.37%	19.90%	14.20%	15.90%	6.32%
Облігації місцевих позик	0.06%	0.40%	0.00%	0.09%	0.06%
Інші цінні папери	0.00%	2.51%	3.30%	2.29%	6.27%
Інші активи	0.00%	18.70%	23.00%	10.16%	21.08%
Нерухомість	0.00%	0.13%	0.10%	0.28%	0.31%
Банківські метали	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
<b>Всього</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

\* Джерело: складено автором.

Таблиця 4. Структура активів венчурних ІСІ

	1.01.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Акції	49.96%	27.70%	21.00%	20.45%	10.28%
Грошові кошти та банківські депозити	0.00%	4.67%	2.10%	4.34%	2.85%
Ощадні сертифікати	0.00%	0.28%	0.20%	0.19%	0.00%
Векселі	8.43%	0.00%	0.00%	26.51%	0.00%
ОВДП	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.02%
Облігації підприємств	41.61%	19.89%	21.60%	22.91%	9.22%
Облігації місцевих позик	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
Інші цінні папери	0.00%	8.65%	11.80%	0.00%	15.76%
Інші активи	0.00%	38.12%	42.80%	24.44%	59.64%
Нерухомість	0.00%	0.69%	0.50%	1.12%	2.23%
Банківські метали	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Всього</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

\* Джерело: складено автором.

У структурі венчурних фондів інші активи та інші цінні папери грали значно більшу роль у відсотках (див. Таблицю 4). Структура активів, що у 2006р. охоплювала три види цінних паперів (акції, векселі, облігації) зазнала суттєвих змін у наступні роки і була далекою від стабільної. Впадає в очі той факт, що керівники фондів експериментували зі структурою активів, намагаючись забезпечити дохідність інвестицій. Як і в інших фондах, у 2007р. у венчурних ІСІ серед активів з'явилися банківські депозити. Помітно коливалася у структурі активів і частка векселів.

Фінансова криза призвела і до зміни складу інвесторів в різних типах фондів. У відкритих ІСІ незважаючи на критику ІФ та їх керівництва під час кризи значною мірою зростає кількість інвесторів—фізичних осіб. Внесок фізичних осіб—нерезидентів у відкриті ІСІ залишається незначним і незмінним. Частка ВЧА юридичних осіб—нерезидентів знизилася з 50-60% у 2007-2008 рр. до 9-12% у 2009-2010 рр. Цей факт був пов'язаний з відтоком інвесторів—

нерезидентів з України. У 2010 р. почала повільно зростати ВЧА юридичних і фізичних осіб нерезидентів.

В інтервальних ІСІ у 2007-2008рр домінували фізичні особи резиденти, ВЧА яких знизилась приблизно до 25% у 2009р. Хоча у 2010р. їх частка перевищила 50%, рівня 2007р. все одно досягти не вдалося. Цю низхідну тенденцію компенсувало зростання ВЧА юридичних осіб резидентів. Юридичні особи нерезиденти не відігравали у цих фондах важливої ролі, їх ВЧА мінімізувалася у 2009р., а у 2010 сягнула лише 5%. Фізичні особи нерезиденти, присутність яких була ледве помітною, залишили фонди у 2008р.

В закритих невенчурних фондах домінували юридичні особи резиденти, ВЧА всіх інших інвесторів була невеликою і демонструвала низхідну тенденцію. Низхідна тенденція ВЧА юридичних осіб нерезидентів у 2009-2010рр. була певною мірою компенсована зростанням ВЧА фізичних осіб нерезидентів.

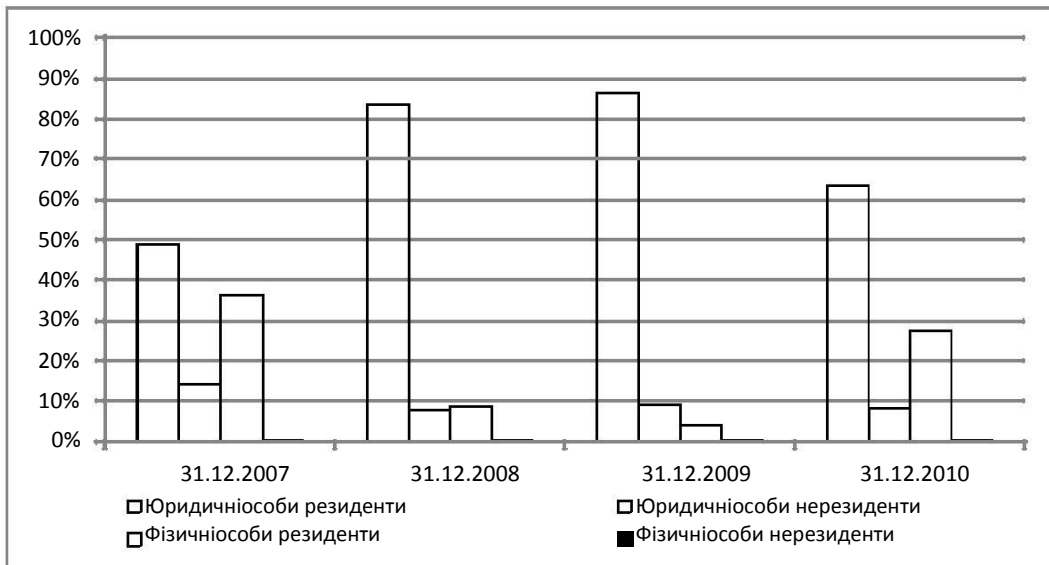


Рис.2. Середньозважена структура ВЧА ІСІ за типами інвесторів

\* Джерело: складено автором.

Дані рисунку 2 вказують, що для інвесторів нерезидентів, як юридичних, так і фізичних осіб, ІФ України не є привабливими. За час кризи їх присутність на фондово-вому ринку України мінімізувалася. Зростання ВЧА фізичних осіб резидентів свідчить про відновлення інтересу населення до ІФ. В той самий час слід зазначити, що структура активів фондів зазнавала значних коливань залежно від типу фонду, однак ці коливання співвідносились до співвідношення активів у фондах. Перелік активів, що увійшли до структури фондів, не зазнав істотних змін, оскільки співвідношення активів у фондах регулюється законодавством. Таким чином, можна зазначити, що керуючі фондами в цілому втілювали в життя активні стратегії управління фондами, однак недосконалість законодавства обмежувала їх дії та можливості примноження вартості чистих активів фондів.

1. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2001. – N 21. – Ст.103.
2. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2006. – N31. – Ст.268.
3. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России/ Александр .Евгеньевич. Абрамов – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.
4. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций / Боди З., Кейн А., Маркус А. – 4-е издание; пер. с англ. – М.: Издательский дом "Вильямс", 2004. – 984 с.
5. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки / Борис Борисович Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 925 с.
6. Фабозци Ф., Манн С. Справочник по ценным бумагам с фиксированной доходной ставкой / Фабозци Ф., Манн С. Т.1. – М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2008. – 928с.
7. Шарп Уильям Ф., Александер Годдон Дж., Бейли Джеффри В. Инвестиции / Шарп Уильям Ф., Александер Годдон Дж., Бейли Джеффри В.; пер. с англ. – М.: ИНФРА, 2006. – 1028 с.

**Надійшла до редколегії 04 . 04 . 12**