

Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок

УДК 339.727.22:336.763](477)

DOI <https://doi.org/10.5281/zenodo.14368347>

**Практичні аспекти формування інвестиційних портфелів вітчизняними
інституційними інвесторами**

Фролова Тетяна Олександрівна

д.е.н, професор, професор кафедри міжнародних фінансів Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, 03057, Україна, м. Київ, прос. Берестейський, 54/1, <https://orcid.org/0000-0002-8690-7476>

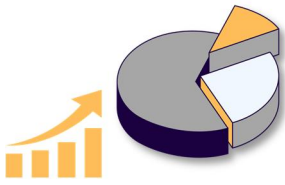
Отченаш Катерина Георгіївна

к.е.н, доцент, професор кафедри міжнародних фінансів Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, 03057, Україна, м. Київ, прос. Берестейський, 54/1, <https://orcid.org/0009-0006-6883-5807>

Зінченко Федір Анатолійович

к.е.н, доцент кафедри міжнародних фінансів Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, 03057, Україна, м. Київ, прос. Берестейський, 54/1, <https://orcid.org/0009-0008-8537-607X>

Анотація. Стаття присвячена дослідженню зміни структури активів різних видів інституційних інвесторів протягом 2005-2023 років. Для чого проаналізовано динаміку створення різних видів інвестиційних фондів – диверсифікованих, недиверсифікованих та венчурних, проведено порівняльний аналіз структури активів вітчизняних ІСІ та їх європейських аналогів. Встановлено, що перешкодою для оптимізації структури активів вітчизняних ІСІ є недостатня кількість фінансових інструментів, які відповідають вимогам



диверсифікації інвестиційних портфелів, що обумовлено особливостями законодавчого регулювання. Основною проблемою для інституційних інвесторів в Україні є недостатня кількість фінансових інструментів, які відповідають встановленим вимогам, особливо корпоративних цінних паперів (акцій та облігацій). Вирішенню цієї проблеми може сприяти внесення змін до законодавства, які передбачають зміну вимог щодо лістингу цінних паперів та корпоративного управління в частині захисту прав міноритарних інвесторів, до яких відносяться й портфельні інвестори.

Ключові слова: портфельний інвестор, інвестиційний фонд, інститут спільного інвестування, інвестиційний портфель, лістинг, UCITS.

Прийнято: 17.11.2024|Опубліковано: 29.11.2024

Practical aspects of the domestic institutional investors portfolios creation

Frolova Tetiana

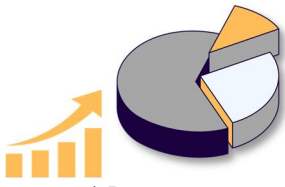
Doctor of Economics Sciences, associate professor, professor of International finance department of Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, 03057, Kyiv, Ukraine, Beresteiskyi av., 54/1, <https://orcid.org/0000-0002-8690-7476>

Otchehash Kateryna

PhD in Economics, associate professor, professor of International finance department of Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, 03057, Kyiv, Ukraine, Beresteiskyi av., 54/1, <https://orcid.org/0009-0006-6883-5807>

Zinchenko Fedir

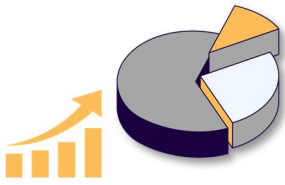
PhD in Economics, associate professor of International finance department of Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, 03057, Kyiv, Ukraine, Beresteiskyi av., 54/1, <https://orcid.org/0009-0008-8537-607X>



Abstract. In Ukraine, the activities of institutional investors, in particular investment and non-state pension funds, regarding investment portfolios construction, primarily diversified ones, have certain specifics. The latter is due to the lack of a sufficient number of investment-level financial instruments. Research into the problem of the availability of financial instruments that meet the requirements for diversified investment portfolios will allow us to propose a set of measures, the implementation of which will contribute to the further development of portfolio investment in Ukraine. The purpose of the article and its task is to analyse the structure of portfolios of various groups of portfolio investors in Ukraine - investment and non-state pension funds, determine the main factors that influence the formation of their investment portfolios, and substantiate the directions of optimizing portfolio investments in current conditions.

General scientific and special methods were used: analysis, synthesis, description, comparison, theoretical generalization and abstract-logical

The paper conducted a retrospective study of the dynamics of changes in the asset structure of various types of institutional investors during period of time from 2005 to 2023. For this, the dynamics of the creation of various types of investment funds was analyzed - corporate and mutual, diversified and non-diversified, open-end, interval and closed-end. A comparative analysis of the asset structure of domestic funds and their European counterparts in the form of UCITS and alternative investment funds was conducted. In particular, differences in the investment policy of domestic non-venture funds and UCITS funds were identified, due to regulatory requirements for the structure of assets. It was established that an obstacle to optimizing the asset structure of domestic finds is, among other things, the insufficient number of financial instruments that meet the requirements for diversification of investment portfolios, which is due to the peculiarities of legislative regulation. One of the main problems for institutional investors in Ukraine is the insufficient number of financial instruments that meet the established requirements, especially corporate securities (equities and bonds).



This problem can be solved by amending the legislation, which provides for changes in the requirements for the listing of securities and corporate governance in terms of protecting the rights of minority investors, which include portfolio investors.

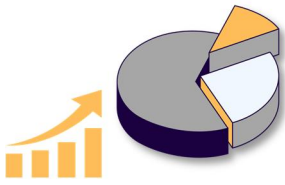
Keywords: portfolio investor, investment fund, collective investment institution, investment portfolio, listing, UCITS.

Постановка проблеми. У світовій практиці портфельні інвестори є одним із основних інструментів залучення коштів інвесторів – фізичних осіб. Однак в Україні діяльність інвестиційних та недержавних пенсійних фондів має певну специфіку, пов'язану з можливістю формування інвестиційних портфельів, в першу чергу диверсифікованих, а саме відсутність достатньої кількості фінансових інструментів. Дослідження проблеми доступності фінансових інструментів, які відповідають вимогам до диверсифікованих інвестиційних портфельів, дозволить запропонувати комплекс заходів, реалізація яких сприятиме подальшому розвитку портфельного інвестування, створить умови для залучення інвестицій та реалізації реформи пенсійного забезпечення.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Загальні питання діяльності портфельних інвесторів розглядалися у роботах М. Ройка, О. Мозгового [1], С. Бірюка [2] та ін.

Загальні питання формування інвестиційних портфельів, їх оптимізації та управління інвестиціями аналізувались у роботах А. Камінського [3], А. Матвійчука [4], О. Пешко [5], Ф. Фагоцці [6], В. Хохлова [7, 8] та багатьох інших.

В той же час поза увагою дослідників залишається багато практичних аспектів функціонування вітчизняних інституційних інвесторів. Так, потребують подальшого вивчення особливості в підходах до формування інвестиційних стратегій українським портфельними інвесторами із урахуванням специфіки та кон'юнктури національного ринку капіталу. Саме тому **актуальним** є дослідження проблем, із якими стикаються українські керуючі



компанії під час структурування активів фондів, насамперед диверсифікованих, що заходяться під їх управлінням. Зокрема, чи відповідає доступна пропозиція наявних фінансових інструментів інвестиційного рівня попиту з боку вітчизняних інституційних інвесторів.

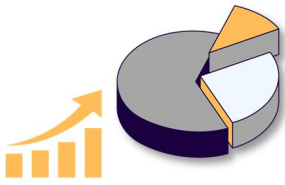
Мета роботи. Метою написання статті та її завданням є аналіз структури інвестиційних портфелів різних груп портфельних інвесторів в Україні - інвестиційних та недержавних пенсійних фондів, визначення основних факторів, які впливають на формування інвестиційних портфелів, та обґрунтування напрямів оптимізації портфельних інвестицій.

Викладення матеріалів дослідження. Законодавство в Україні відносить до інституційних чи портфельних інвесторів декілька груп фінансових установ - інститути спільного інвестування (інвестиційні фонди та інвестиційні компанії), недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та кредитні спілки. Це відповідає загальноприйнятій світовій практиці, однак з певними національними особливостями.

На розвинених фондових ринках представлені як «консервативні» представники інвестиційної індустрії - страхові компанії та пенсійні фонди, так і структури, які здійснюють більш ризиковані інвестиції, як то венчурні інвестиційні фонди. У деяких країнах також активними учасниками є такі кредитні організації, як кредитні спілки. Натомість в Україні кредитні спілки практично не беруть участі в інвестиційних процесах, хоча таку можливість для них законодавство передбачає. Також не є поширеною практикою участь в інвестиційних процесах страхових компаній.

В Україні найбільш чисельною та фінансово значимою групою інституційних інвесторів є інвестиційні фонди. Станом на початок 2024 року загальна вартість чистих активів, що знаходились під управлінням вітчизняних інвестиційних фондів всіх видів, становила 601 млрд грн. Що дорівнює 9,2% ВВП [9].

У діяльності національних інвестиційних фондів було два періоди, протягом яких сформувались дві групи інвестиційних інституцій - приватизаційні та



постприватизаційні. Як інвестиційний інститут інвестиційні фонди та інвестиційні компанії в Україні запроваджені у 1994 році відповідно до Указу Президента України «Про інвестиційні фонди та компанії» як інфраструктурний інститут проведення масової приватизації. Робота таких інвестиційних інституцій була пов'язана виключно з обслуговуванням здійснення приватизаційних процесів та полягала в акумулюванні приватизаційних паперів громадян та їх вкладенні (фактично обміну) в акції приватизованих підприємств з подальшим їх продажем зацікавленим особам за грошові кошти. У цьому фактично й полягало управління портфелем цінних паперів.

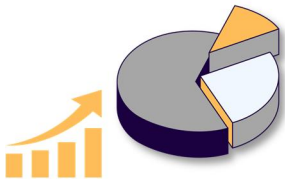
По завершенні масової приватизації після прийняття нового законодавства частина таких фондів (інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній) припинила свою діяльність шляхом ліквідації та вийшла з ринку. Інша частина привела свою діяльність у відповідність з вимогами Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)» (далі – Закон) та продовжила діяльність на ринку [10].

Закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній продовжили здійснювати діяльність поряд з новими пайовими та корпоративними інвестиційними фондами протягом строку, на який вони були створені.

Відкриті інвестиційні фонди та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній, створені до набрання чинності цим Законом, зобов'язані були ліквідуватися або привести свою діяльність у відповідність до вимог Закону протягом двох років із дня набрання ним чинності.

Загальне уявлення про особливості формування інвестиційних портфелів таких фондів може дати ретроспективний аналіз даних, наведених у річних звітах про діяльність Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2000-2005 роки (табл. 1).

Станом на початок 2005 року в Україні діяли 61 інвестиційний фонд та 76 взаємних фондів 49 інвестиційних компаній. На кінець 2005 року було також



zareestrowano 282 fondi, stворених відповідно до нового інвестиційного законодавства. Ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління активами мали 159 компаній з управління активами.

Найбільша кількість цінних паперів ІСІ була розміщена серед: фізичних осіб резидентів (83,1 %) та нерезидентів (0,004%); юридичних осіб резидентів (8,3 %) та нерезидентів (8,6 %) [11].

Таблиця 1

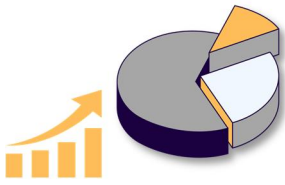
Узагальнена характеристика структури активів інвестиційних інституцій станом на кінець 2005 року, % від загальної вартості

Вид активів	Інвестиційні та взаємні фонди	Пайові та корпоративні фонди	Венчурні фонди
Державні цінні папери	-	0,08	-
Акції	90,09	35,11	22
Облігації підприємств	1,17	7,42	35
Векселі	8,27	0,25	36
Банківські депозитні рахунки	-	43,11	1
Дебіторська заборгованість	-	-	4
Депозитні сертифікати НБУ	0,24	-	-
Ощадні сертифікати	0,21	1,63	-
Інші активи	0,02	12,4	2
Усього	100	100	100

Джерело: складено авторами на підставі даних, наведених у річному звіті ДКЦПФР за 2005 рік [11,с.36].

У власності інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній знаходились цінні папери 3 336 емітентів. Інвестиційний портфель цих фондів на 90,09% складався з акцій, на 8,27% із векселів і тільки 1,64% складали інші фінансові інструменти [11].

Структура активів корпоративних та пайових інвестиційних фондів дещо інша – більшість портфелю складають грошові кошти, розміщені на банківських депозитних рахунках (43,11 %), на другій позиції – акції (35,11 %), далі – інші активи та облігації (відповідно 12,4 та 7,43 %) [11].

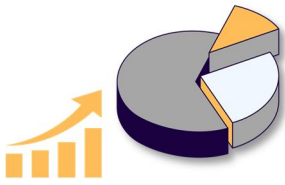


В активах венчурних фондів перші позиції посідали векселі, облігації підприємств та акції (відповідно 36, 35 та 22 %). Слід зазначити, що значна частина інвестиційних фондів, які утворювались відповідно до нового інвестиційного законодавства, спеціалізувались на інвестуванні будівельних проектів в житловому сегменті з допомогою так званих «облігаційних схем», саме цим можна пояснити таку велику частку розміщення коштів спільного інвестування саме в облігації підприємств.

Відповідно до законодавства можна утворювати корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Процедура створення корпоративного фонду є більш складною та тривалою за часом. Як наслідок, традиційно більшість фондів утворювались саме у статусі пайових. У різні періоди кількість пайових фондів перевищувала кількість корпоративних ІСІ, як правило, у 2,8 – 3,2 рази. Однак останніми роками простежується протилежна тенденція. Так, за підсумками 2023 року кількість внесених до Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування інвестиційних фондів становила 92, серед яких 78 корпоративних та всього 14 пайових. Усього на початок 2024 року в Україні оперували 704 пайових та 1068 корпоративних фондів [12].

Збільшення кількості саме корпоративних фондів пояснюється їх популярністю серед учасників, яка, в свою чергу обумовлена організаційно-правовою формою фондів подібного виду. Статус окремої юридичної особи передбачає можливість для інвесторів приймати участь в управлінні активами фонду та контролювати дії КУА щодо операцій із активами фондів.

Корпоративні та пайові інвестиційні фонди можуть бути відкритими (створюються на невизначений термін), закритими (створюються на визначений термін) та інтервальними (виплачують доходи за цінними паперами в певні інтервали). Для відкритих інвестиційних фондів обов'язковою умовою є диверсифікація інвестиційного портфелю – його формування за рахунок визначених видів активів із дотриманням встановлених законодавством вимог та обмежень. Для закритих фондів ці вимоги менш високі, а для венчурних



інвестиційних фондів існують навіть певні преференції у вигляді можливості надавати позики своїм учасникам за певних умов. Тому очікувано, що загальною тенденцією стало створення переважно венчурних фондів, які склали у різні періоди близько 80 - 90 % їх загальної кількості (табл.2).

При збільшенні загальної кількості інвестиційних фондів спостерігається стійка тенденція скорочення кількості відкритих, інтервальних та закритих (невенчурних) фондів. Серед іншого це можна пояснити тим, що на українському фондовому ринку недостатньо фінансових інструментів, які відповідають вимогам для формування в першу чергу диверсифікованих інвестиційних портфелів.

Таблиця 2

Узагальнені дані про кількість інвестиційних фондів (за типами)

Тип фонду	2011	2015	2020	2023
Відкриті	41	27	17	17
Інтервальні	38	29	14	19
Закриті	151	108	65	82
Венчурні	860	1 011	1 292	1654
Усього	1 090	1 175	1 388	1772

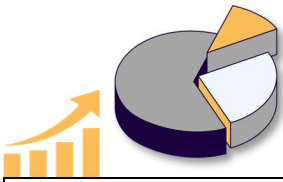
Джерело: складено авторами на підставі даних, наведених у річних звітах НКЦПФР за 2010, 2015 та 2020 рр. [13, с.63; 14, с.132, 15] та аналітичному огляді ринку ІСІ від УАІБ [9].

Загальна інформація про динаміку структури активів по всім видам інвестиційних фондів наведена у табл.3.

Таблиця 3

Структура активів діючих* ІСІ (невенчурних), %

Вид активів \ Рік	2010	2015	2020	2023
Дебіторська заборгованість	12,50	27,96	62,96	77,28
Інші інвестиції	7,73	27,30	15,53	
Акції	55,41	26,25	7,46	4,79
Корпоративні облигації	6,46	3,33	3,74	1,71
Державні цінні папери	3,28	1,80	4,48	6,71
Облигації місцевих позик	-	0,01	0,23	0,00
Векселі	5,87	1,26	0,12	0,35



Інші цінні папери	0,67	-	-	0,03
Грошові кошти	7,77	11,88	4,33	2,33
Банківські метали	0,02	0,04	-	0,03
Нерухомість	0,29	0,17	1,15	6,77
Усього	100	100	100	100

*Діючі ІСІ – це пайові та корпоративні фонди, що відповідають встановленим вимогам до мінімального обсягу активів, внесені до Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування та не перебувають у процесі припинення діяльності.

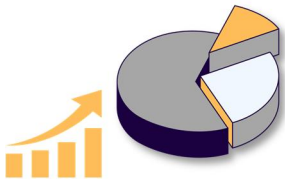
Джерело: складено авторами на підставі даних, наведених у річних звітах НКЦПФР [13-15] та аналітичному огляді ринку ІСІ від УАІБ [9].

Протягом досліджуваного періоду простежується стійка тенденція до різкого зменшення у структурі активів такого інструменту, як акції (з 55,41 до 4,79 %), та різкого збільшення дебіторської заборгованості та «інших інвестицій» (з 20,23 до 77,28 %). Враховуючи, що переважна більшість діючих фондів – це венчурні, така тенденція цілком очікувана. Зменшується також доля грошових коштів, векселів та корпоративних облігацій (облігації підприємств), при цьому залишаються практично незмінними або дещо збільшуються показники щодо інших складових, насамперед, державних цінних паперів та нерухомості.

Розглянемо більш детально структуру активів інвестиційних фондів за типами – відкриті, інтервальні та закриті невенчурні (табл.4).

Враховуючи, що відкриті фонди є виключно диверсифікованими, їх активи формуються за рахунок переважно корпоративних цінних паперів (акцій та облігацій), які перебувають у лістингу фондових бірж, державних цінних паперів та грошових коштів. У досліджуваній період сумарно частка корпоративних цінних паперів (разом акції та облігації підприємств) знизилась сумарно з 39,36 до 14,10 %. При цьому відчутно збільшилась частка державних цінних паперів та грошових коштів: із 24,44 до 42,88% та із 23,58 до 39,25% відповідно. Практично на тому ж рівні лишилась частка облігацій місцевих позик та банківських металів.

Для інтервальних фондів, які також є диверсифікованими, спостерігається майже чотирикратне зниження сумарної долі корпоративних цінних паперів (з



67,41 до 16,46 %), суттєве (з 2,9 до 49,59 %) збільшення частки державних цінних паперів. Варто відмітити, що ОВДП займають у структурі сукупного портфелю інтервальних фондів майже граничне значення, дозволене вітчизняним законодавством на рівні 50%. Інші показники без суттєвих змін.

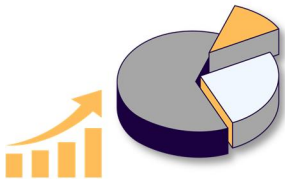
Таблиця 4

Структура активів невенчурних ІСІ (за типами фондів), %

<i>Тип ІСІ</i>	<i>Відкриті</i>			<i>Інтервальні</i>			<i>Закриті</i>		
	<i>Рік</i>	<i>2015</i>	<i>2020</i>	<i>2023</i>	<i>2015</i>	<i>2020</i>	<i>2023</i>	<i>2015</i>	<i>2020</i>
Дебіторська заборгованість	8,97	13,34	2,75	19,08	3,29	21,04	28,14	63,78	78,00
Інші інвестиції	0,09	-		0,47	-		27,67	15,76	
Акції	36,98	26,85	10,94	64,09	25,96	13,31	25,87	7,17	4,72
Корпоративні облигації	2,38	4,12	3,16	3,32	0,51	3,15	3,33	3,75	1,70
Державні цінні папери	24,44	32,35	42,88	2,90	61,11	49,59	1,67	3,86	6,29
Обл. місцевих позик	1,19	1,27	0,00	0,07	-	0,00	-	0,21	0,00
Векселі	-	-	-	0,17	-	-	1,28	0,12	0,35
Грошові кошти	23,58	21,04	39,25	9,90	9,13	12,91	11,83	4,16	2,01
Банківські метали	2,37	1,03	1,02	-	-	0,00	0,03	0,02	0,02
Нерухомість	-	-	-	-	-	-	0,18	1,17	6,84
Усього	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Джерело: складено авторами на підставі даних, наведених у звітах НКЦПФР [14, 15] та аналітичному огляді ринку ІСІ від УАІБ [9].

За своєю правовою природою вітчизняні відкриті на інтервальні інвестиційні фонди максимально наближені до всесвітньо відомих UCITS-фондів, що оперують на території Європейського економічного простору. До останніх відносяться інститути спільного інвестування, що функціонують в



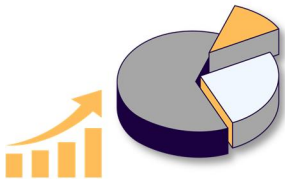
рамках пан'європейського профільного законодавства, насамперед у вигляді Директиви ЄС 2009/65/ЄС від 13 липня 2009 року про узгодження законів, підзаконних нормативно-правових актів і адміністративних положень щодо компаній колективного інвестування в переказні цінні папери (UCITS, від англ. – Undertakings for collective investment in transferable securities) [16].

Завдяки уніфікації правил, зваженому підходу до співвідношення ризик-дохідність UCITS-фонди отримали визнання від різноманітних інвесторів з усього світу. За підсумками 2023 року частка UCITS-фондів у загальній вартості активів європейських інститутів спільного інвестування становила 66%, що дорівнювало 13,1 трлн. євро [17, с.18].

Розглянемо особливості функціонування UCITS-фондів з позиції розміщення активів та диверсифікації. Загальне правило інвестування подібних фондів носить назву «5/10/40». Це означає, що інвестувати більше ніж 5% своїх активів у переказні цінні папери або інструменти грошового ринку, випущені однією організацією, заборонено. Держави можуть підвищити вказаний ліміт у розмірі 5%, але не більше ніж до 10%. Однак у такому разі загальна вартість переказних цінних паперів та інструментів грошового ринку, утримуваних UCITS в установах-емітентах, у кожен з яких вона інвестує понад 5% своїх активів, не повинна перевищувати 40% вартості її активів [16, с.52].

Вітчизняне законодавство містить схожу норму - сумарна вартість цінних паперів, які становлять активи інституту спільного інвестування, в обсязі, що перевищує 5% загального обсягу випуску цінних паперів, на момент їх придбання не може перевищувати 40% вартості чистих активів» [10, с.7].

Варто відмітити й певні відмінності між загальноєвропейським та вітчизняним законодавством щодо інвестиційних обмежень для відкритих диверсифікованих фондів (табл. 5).



Таблиця 5

Нормативні вимоги щодо структури активів невенчурних ІСІ та фондів UCITS

Напрямки інвестування	Вітчизняні ІСІ	Фонди UCITS
<i>Низько ліквідні позабіржові ЦП</i>	до 30% від вартості активів	до 10% від вартості активів
<i>Державні цінні папери</i>	до 50% від вартості активів	до 35% від вартості активів
<i>Об'єкти нерухомості</i>	до 10% від вартості активів	Заборонено (лише майно, яке безпосередньо необхідне для здійснення діяльності)
<i>Банківські метали</i>	до 10% від вартості активів	Заборонено
<i>Цінні папери інших ІСІ</i>	Заборонено	Дозволено (із певними умовами)

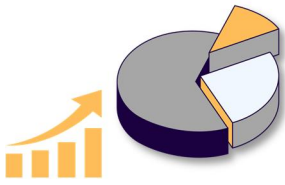
Джерело: складено авторами на підставі [10, 16].

Так, вітчизняним диверсифікованим ІСІ дозволено вкладати у ліквідні фінансові інструменти не менше як 70% від вартості активів, тоді як UCITS законодавством встановлено межу на рівні 90%. При цьому в рамках ЄС вимога щодо обов'язкового лістингу інструментів, які входять до інвестиційного портфеля, стосується всіх так званих «переказних» (від англ. transferable) цінних паперів. У той час як в Україні норма щодо допуску до торгівлі на регульованому фондовому ринку стосується лише акцій.

Окрім цього, звертає на себе увагу заборона для вітчизняних інвестиційних фондів вкладати кошти у цінні папери, емітентами яких є інші ІСІ. Панєвропейське законодавство такі інвестиції дозволяє. Можливо із появою та розповсюдженням в Україні повноцінних біржових фондів (ETF), вказана норма буде переглянута.

У світовій практиці відкриті інвестиційні фонди традиційно розподіляються за напрямками їх інвестиційних стратегій. На початок 2024 року загальна вартість активів UCITS-фондів розподілялась наступним чином: фонди акцій – 32%; фонди облігацій – 20%; фонди змішаної стратегії – 15%; фонди грошового ринку – 14%; фонди нерухомості – 5%. Подібна статистика корелює із світовим патерном [17,18].

В Україні також тривалий час функціонують так звані спеціалізовані інвестиційні фонди із чітко визначеною законом вимогою до структури активів.



Зокрема, на початок 2024 року було зареєстровано 5 фондів акцій, 4 фонди облігацій та 19 фондів змішаних інвестицій [9]. Але при цьому, як зазначалось вище, частка акцій на вказану дату в сукупній вартості активів фондів відкритого та інтервального типів становила лише 10,94% та 13,31% відповідно.

Доцільно порівняти структуру портфеля активів ІСІ відкритого та інтервального типів в Україні проти UCITS-фондів із змішаною інвестиційною стратегією (рис. 1). Як бачимо, портфель вітчизняних фондів вказаного типу характеризується повним домінуванням державних облігацій та грошових коштів. Це ще раз підтверджує гіпотезу щодо дефіциту в країні привабливих для інвестування фінансових інструментів корпоративного сектору. На противагу, частка вказаних активів у балансовій вартості європейських фондів становить 17% та 4% відповідно.

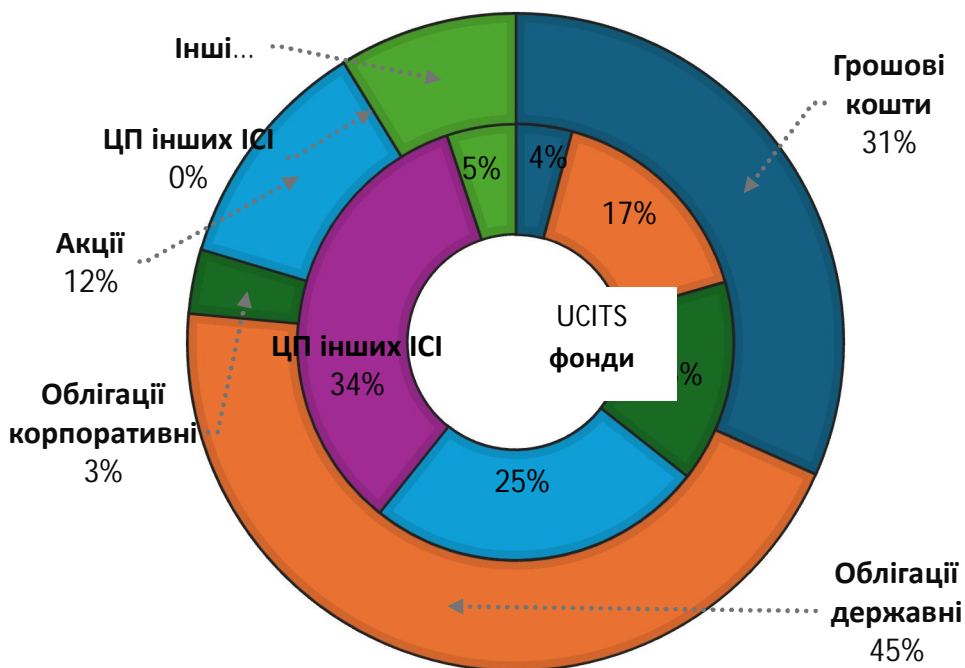
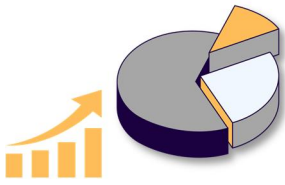


Рис. 1. Склад сукупного портфелю активів відкритих та інтервальних ІСІ в Україні та UCITS-фондів із змішаною стратегією інвестування станом на кінець 2023 року, % (внутрішнє коло - UCITS-фондів, зовнішнє – ІСІ в Україні)

Джерело: складено авторами на підставі [9, 19].



При цьому основним напрямом вкладання коштів європейських диверсифікованих фондів є цінні папери, емітовані іншими інститутами спільного інвестування (34% від вартості активів). Нагадаємо, що вітчизняне законодавство взагалі забороняє інвестиційним фондам подібні інвестиції.

У структурі активів закритих невенчурних фондів доля корпоративних цінних паперів також зменшується (з 29,20 до 6,42 %). Зменшується більш ніж в п'ять разів й частка грошових коштів (із 11,83 до 2,01%). Однак зростають вкладення у нерухомість (до 6,84%), дебіторську заборгованість та інші інвестиції, куди відносяться корпоративні права інших юридичних осіб, виражені в інших ніж акції формах (78%).

Якщо повернутись до європейської практики, то умовним аналогом вітчизняних недиверсифікованих ІСІ в Україні є так звані фонди альтернативних інвестицій (від англ. Alternative Investment Fund, AIF). До цієї групи інститутів колективного інвестування відносяться всі фонди, які не підпадають під UCITS-регулювання, та функціонують на підставі Директиви № 2011/61/ЄС Європейського парламенту і Ради від 08.06.2011р. [20].

AIF-фонди охоплюють велику кількість інститутів різного типу, як відкритих, так й закритих. Ключовим є їх орієнтованість не на роздрібних інвесторів. Як наслідок, розподіл активів AIF-фондів за напрямками їх інвестиційних стратегій відчутно відрізняється від UCITS інститутів (рис. 2).

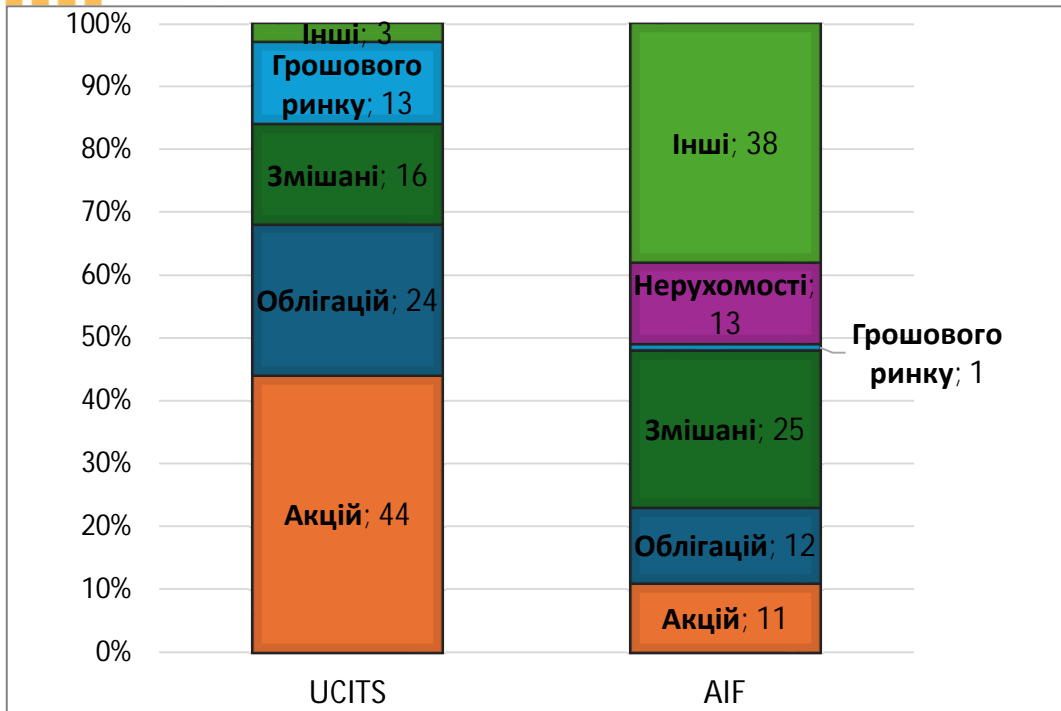
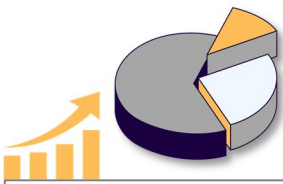


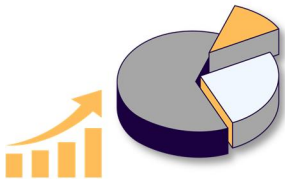
Рисунок 3. Розподіл сукупного портфелю активів UCITS та AIF фондів за їх інвестиційною стратегією, станом на кінець 2023 року, %

Джерело: складено авторами на підставі [17].

Як бачимо, найбільше активів зосереджено в так званих «інших» AIF. До цієї групи належить різноманітний спектр фондів, включаючи фонди прямих інвестицій, фонди, що спеціалізуються на інвестуванні на товарному ринку, хедж-фонди тощо. Спільним для всіх цих інститутів є те, що всі вони інвестують в альтернативні, менш ліквідні, порівняно з традиційними цінними паперами, активи. Загальна вартість активів, що були під управлінням подібних фондів на початок 2024 року, оцінювалась у 2,85 трлн євро [17].

В Україні відповідно до Закону, який регламентує діяльність венчурних фондів, вони практично не мають обмежень щодо формування інвестиційного портфелю. До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання, які можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами відступлення прав вимоги, позики та іншими способами [10].

Венчурний фонд може надавати кошти у позику юридичній особі, якщо не менше 10 % її статутного капіталу належить такому фонду. Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав,



прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі. Подібна гнучкість та законодавча «вседозволеність» й обумовлюють таку «популярність» саме венчурних фондів. Як наслідок, частка останніх у загальному інвестиційному портфелі національних ІСІ становить 96,75% [9].

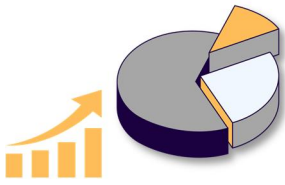
Станом на початок 2024 року активи венчурних фондів склалися переважно із дебіторської заборгованості та інших інвестицій - 86,4 %. Це відчутно дисонує із показниками 2005 року, коли подібні фонди тримали активи в переважній більшості у формі акцій, облігацій підприємств та векселів – 93%. Варто відмітити, що велика кількість тогочасних випусків корпоративних цінних паперів мали так званий «фіктивний» характер. Після блокування сотень подібних емісій у 2015 році відчутно зменшилась й вартість акцій у портфелях вітчизняних венчурних ІСІ [9].

У структурі дебіторської заборгованості венчурних фондів у 2020 році 55,22 % складала позики, 17,96 – інше, 14,95 % – грошові кошти [15, с.135]. Це дозволяє зробити висновок, що переважною метою створення таких фондів була оптимізація фінансових потоків між учасниками певних груп підприємств та їх фінансування у вигляді надання позик спорідненим (афілійованим) структурам. Це є наслідком високої вартості залучення кредитних ресурсів у комерційних банках.

Як наслідок, багато вітчизняних венчурних фондів є не центрами генерації прибутку, а скоріше центрами його акумуляції, для подальшого розподілу в межах певних бізнес-груп та бенефіціарів.

Підтвердженням цього є також сучасна структура учасників діючих ІСІ. Так, 99% всіх розміщених акцій корпоративних фондів та інвестиційних сертифікатів пайових ІСІ належить фізичним особам. У той час як венчурні фонди на 57% належать юридичним особам (резидентам та нерезидентам) [9].

Простежується й інша цікава тенденція: збільшення кількості учасників венчурних фондів - фізичних осіб. Станом на кінець 2015 року їх було 474 (0,48 особи на один фонд). На початок 2024 року – вже 1761 особа (1,06 на фонд). Для

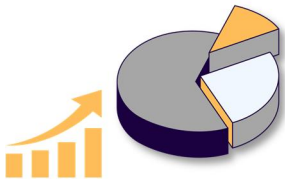


порівняння кількість учасників - фізичних осіб всіх відкритих ІСІ в Україні на цю дату становила всього 1628 особи [9]. Це при тому, що законодавством встановлена мінімальна сума інвестиції учасника - фізичної особи венчурного фонду – 1,827 млн. грн. (1500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 1 січня 2014 року) [10, ст. 4].

Отже зниження сумарної долі корпоративних цінних паперів для всіх видів невенчурних інвестиційних фондів свідчить про значний дефіцит їх пропозиції на біржовому (організованому) ринку. На нашу думку, це стало наслідком законодавчих новацій щодо посилення вимог до лістингу цінних паперів, які привели до суттєвого скорочення пропозиції таких інструментів, оскільки переважна більшість емітентів не змогли їх «потягнути».

Протягом останніх років спостерігається стійка тенденція до зменшення загальної кількості корпоративних цінних паперів (акцій та корпоративних облігацій), допущених до торгівлі на організованих ринках. Так, якщо у 2016 році у лістингу українських фондових бірж були акції восьми емітентів, то у 2023 році лише два випуски акцій включено до біржового реєстру, як такі, що відповідають вимогам лістингу: один – це акції іноземного емітента з активами в Україні, другий – акції корпоративного інвестиційного фонду. Що стосується корпоративних облігацій, то у 2023 році із більш ніж 150 випусків допущених до торгів на організаторах торгівлі лише три включено саме до біржових реєстрів, як такі, що відповідають вимогам лістингу [за даними операторів організованих ринків].

Ще одним видом портфельних інвесторів, які відіграють важливу роль на світовому фондовому ринку як джерело довгострокового інвестування, є пенсійні фонди (недержавні пенсійні фонди, НПФ). Відповідно до національного законодавства інвестиційні портфелі НПФ також мають бути диверсифікованими. У табл. 6 наведена узагальнена інформація про динаміку структури інвестиційних портфелів вітчизняних НПФ.



Таблиця 6

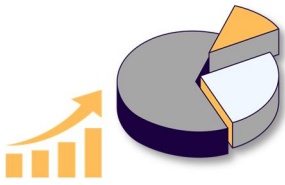
Структура активів недержавних пенсійних фондів

Рік	2005	2010	2015	2020	2023
Вид активів					
Державні цінні папери	-	-	34,10	47,32	49,42
Облігації місцевих позик	-	-	-	2,66	0,23
Корпоративні облігації	-	-	13,43	5,39	3,7
Акції	-	-	3,29	1,41	0,91
Цінні папери	26,24	49,23	-	-	-
Грошові кошти	63,22	38,09	40,33	38,83	43,01
Дебіторська заборгованість	-	-	3,17	1,12	-
Інші інвестиції	9,02	4,18	1,35	0,43	1,42
Нерухомість	-	5,70	3,64	2,53	0,83
Банківські метали	1,52	2,80	0,69	0,31	0,48
Усього	100	100	100	100	

Джерело: складено авторами на підставі даних, наведених у звітах НКЦПФР [11,с.34; 13,с.35; 14, с.70; 15, с.144] та аналітичному огляді ринку НПФ від УАІБ [21].

У 2005 році найбільша частка активів недержавних пенсійних фондів була зосереджена в грошових коштах та цінних паперах – відповідно 63,22 та 26,23%. У 2010 році спостерігається зменшення частки грошових коштів (до 38,09 %) та збільшення (до 49,23 %) частки цінних паперів. Аналіз даних про структуру інвестиційних портфелів у наступні періоди показує тенденцію до зниження частки корпоративних цінних паперів, збільшення частки державних цінних паперів. Тобто, у 2023 році основним інвестиційним інструментом для недержавних пенсійних фондів були державні цінні папери – 49,42%, що майже на межі законодавчо встановленого ліміту в розмірі 50%.

У той час як загальна частка корпоративних цінних паперів складала менше п'яти відсотків, що свідчить про загальну проблему дефіциту інших доступних інструментів для інвестицій, які відповідають вимогам щодо диверсифікації портфелю. Для порівняння частка акцій у складі інвестиційних портфелів



пенсійних фондів країн - членів ЄС за підсумками 2023 року склала 18,4%. Рекордне значення цього показника зафіксовано в Польщі – 87% [17] .

При цьому найбільшу частку у складі активів європейських пенсійних фондів становлять цінні папери інших інвестиційних фондів – 38,5%. Нагадаємо, що в Україні на рівні законодавства керуючим компаніям недержавних пенсійних фондів заборонено вкладати кошти в цінні папери ІСІ.

Висновки. Портфельні інвестори в Україні представлені в основному венчурними інвестиційними фондами, які обслуговують інтереси певних груп інвесторів (учасників), та не здійснюють діяльність по залученню коштів дрібних інвесторів у класичному розумінні.

Для розвитку класичних моделей портфельного інвестування необхідна достатня кількість фінансових інструментів, які відповідають вимогам диверсифікації інвестиційних портфелів. Основною проблемою для інституційних інвесторів в Україні є недостатня кількість фінансових інструментів, які відповідають встановленим вимогам, особливо корпоративних цінних паперів (акцій та облігацій).

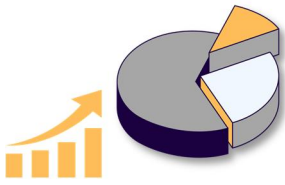
Вирішенню цієї проблеми, на нашу думку, може сприяти внесення змін до законодавства, які передбачають зміну вимог щодо лістингу цінних паперів та корпоративного управління в частині захисту прав міноритарних інвесторів, до яких відносяться й портфельні інвестори.

Список використаних джерел

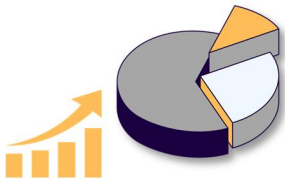
1. Мозговий О. М. Розвиток фондового ринку України в контексті залучення іноземних інвестицій. Київ : КНЕУ, 2006. С. 59–71.

2. Бірюк С. О., Дороніна І. І. Розвиток інституційних інвесторів у двох протилежних типах фінансових систем. *Інвестиції: практика та досвід*, 2009, №17, С.3-7.

3. Камінський А. Б., Шепелява О. П. Портфельне інвестування в Україні: статистичний підхід. *Банківська справа*. 2000. № 6. С. 38–42.



4. Матвійчук А. В. Формування оптимального інвестиційного портфеля. *Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна*. 2001. Вип. 10. С. 139–146.
5. Пешко О. В. Оптимізація портфелю цінних паперів. *Фондовий ринок*. 1997. № 45. С. 26–28.
6. Fabozzi F.J. *The Theory and Practice of Investment Management : Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies*. Wiley & Sons, Incorporated, John, 2002.
7. Хохлов В. Ю. Стратегії управління портфелем на розвинених фондових ринках у 2006-2011 роках. *Моделювання та інформаційні системи в економіці : зб. наук. праць*. 2012. Вип. 87. С. 211–220.
8. Хохлов В.Ю. Математичні методи в управлінні інвестиційним портфелем. Київ: КНЕУ, 2017. 297 с.
9. Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами в Україні. ІСІ УАІБ. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/>
10. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012р. №5080-VI URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text> (дата звернення: 20.10.2024)
11. Звіт про діяльність Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2005 році. *НКЦПФР*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/> (дата звернення: 20.09.2024)
12. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. *НКЦПФР* : веб-сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>
13. Звіт про діяльність Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2010 році. *НКЦПФР*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/> (дата звернення: 25.10.2024)
14. Звіт про діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2015 році *НКЦПФР*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/> (дата звернення: 21.09.2024)



15. Звіт про діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2020 році. *НКЦПФР*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/> (дата звернення: 21.09.2024).

16. Директива Європейського парламенту і Ради 2009/65/ЄС від 13 липня 2009 року Про узгодження законів, підзаконних нормативно-правових актів і адміністративних положень щодо компаній колективного інвестування в переказні цінні папери (UCITS) веб-сайт. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_038-09#n546

17. European Fund and Asset Management Association FACT BOOK 2024. *EFAMA*. URL: <https://www.efama.org/index.php/data-research/research/fact-book>

18. Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows. *International Investment Funds Association (IIFA)*. URL: https://iifa.ca/page/industry_statistics

19. European Fund and Asset Management Association ANNUAL REVIEW 2024. *EFAMA*. URL: <https://www.efama.org/index.php/publications/annual-review>

20. Про керуючих альтернативними інвестиційними фондами та про внесення змін і доповнень до директив 2003/41/ЄС і 2009/65/ЄС та регламентів (ЄС) № 1060/2009 і (ЄС) № 1095/2010: Директива Європейського парламенту і Ради 2011/61/ЄС від 8 червня 2011 року. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_003-11#Text

21. Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами в Україні. Недержавні пенсійні фонди. *УАІБ*. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/>.