

ФІНАНСИ, БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

DOI: 10.31388/2519-884X-2022-46-80-86

УДК 339.13.025.28:330.322](477)

Отченаш К. Г.

к.е.н, доцент кафедри міжнародних фінансів
Київського національного економічного
університету імені Вадима Гетьмана

lx3272@ukr.net

Зінченко Ф.А.

к.е.н, доцент кафедри міжнародних фінансів
Київського національного економічного
університету імені Вадима Гетьмана

f.zinchenko@kneu.edu.ua

Прісняк С.О.

ст. викладач кафедри міжнародних фінансів
Київського національного економічного
університету імені Вадима Гетьмана

prisnjak@gmail.com

РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ В УКРАЇНІ

Анотація. Стаття присвячена дослідженню ролі інституційних інвесторів (інвестиційних фондів та інвестиційних компаній) як складової інфраструктури масової приватизації в Україні у 90-х роках минулого сторіччя. Встановлено, що інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній (відкритого та закритого типу) створювались, в першу чергу, як специфічний інститут та механізм для акумулювання приватизаційних майнових сертифікатів громадян України, що було необхідним для реалізації цієї моделі масової приватизації, яка була запроваджена в Україні. Проаналізовано основні етапи формування цієї групи фінансових посередників, а також специфіку їх діяльності, пов'язану з обмеженістю функцій щодо управління портфелями цінних паперів, придбаними в обмін на приватизаційні майнові сертифікати, позитивні та негативні аспекти їх діяльності. Досліджено питання, пов'язані з держаним регулюванням процесу створення інвестиційних фондів та компаній у різні періоди, а також припинення їх діяльності у постприватизаційний період та основні проблеми, які виникали при ліквідації інвестиційних фондів чи їх реорганізації.

Ключові слова: інвестиційний фонд, взаємний фонд, інвестиційна компанія масова приватизація, приватизаційні папери, емісія інвестиційних сертифікатів, ринок цінних паперів.

JEL Classification E22, G31, H54

Отченаш К.Г.

PhD, Associate Professor,

Department of international finance,

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

lx3272@ukr.net

Zinchenko F.A.

PhD, Associate Professor,

Department of international finance,

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

f.zinchenko@kneu.edu.ua

Prisniak S. O.

Senior Lecturer

Department of international finance,

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

prisnjak@gmail.com

RETROSPECTIVE ANALYSIS OF INVESTMENT INFRASTRUCTURE FORMING IN UKRAINE

Abstract. The article is devoted to the study of the role for institutional investors (investment funds and investment companies) as an infrastructural component of mass privatization in Ukraine in the 1990s. It is determined and specified that investment funds and mutual funds of investment companies (both open and closed types) were set up, first of all, as a specific institution and mechanism to accumulate the privatization property certificates from citizens of Ukraine, which were necessary for implementation of the mass privatization model that was introduced in Ukraine. The paper analyses the main stages of these financial intermediaries' formation, as well as the specifics of their activity related to the limitations in portfolio management of securities purchased in exchange for privatization certificates. Also, the positive and negative aspects of their activity, are analyzed. It is researched in the article the issues related to investment funds and investment companies state framework regulation withing different periods, as well as termination of their activities in the post-privatization period and the main problems that emerged during the liquidation of investment funds or their further reorganization.

Keywords: investment fund, mutual fund, investment company, mass privatization, privatization certificates, issuance of investment certificates, securities market.

Постановка проблеми. У світовій практиці інституціональні чи портфельні інвестори (інвестиційні фонди та компанії, пенсійні фонди та страхові компанії) виступають одним із важливих інструментів залучення інвестицій в першу чергу дрібних інвесторів – фізичних осіб. В українській практиці такі інституції також існують, однак їх діяльність у різні періоди мала свою специфіку. Дослідження проблемних питань, які виникали у діяльності інвестиційних інституцій в Україні, врахування їх в тому числі негативного досвіду, дозволить забезпечити подальший розвиток інвестиційних структур та створити умови для залучення інвестицій як вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів у реальний сектор економіки, що зробить можливим реалізацію важливих соціальних реформ, пов'язаних із недержавним пенсійним забезпеченням.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Окремі питання діяльності інфраструктурних інститутів, в тому числі інвестиційних фондів та компаній, здійснювали такі науковці-економісти, вчені-правники та практики з державних та ринкових установ, як О. Мозговий, А. Федоренко, М. Ройко, Т. Фролова, С. Бірюк, І. Дороніна та ін.

Питання розвитку та функціонування інституційних інвесторів як суб'єктів інфраструктури глобального та вітчизняного інвестиційного ринку аналізувалося в роботах багатьох українських науковців: Л. Буянової, А. Головка, В. Жупаненка, В. Корнєєва, Д. Лук'яненка, Д. Покришки, В. Смагіна, Г. Терещенко, Н. Шелудько, С. Шишкова та інших.

Базові поняття функціонування інституційних інвесторів можна знайти в класичних роботах У. Шарпа «Інвестиції» [1], З. Боді «Принципи інвестицій» [2], Р. Колба «Фінансові інститути і ринки» [3]. Фундаментальним дослідженням відносно цих фінансових інститутів є монографія Ф. Девіса і Б. Стайла «Інституційні інвестори» [4]. Утім, на жаль, і нині актуальними залишаються дослідження у сфері формування ефективної інфраструктури інвестиційного ринку.

Мета роботи. Метою написання статті та її завданням є аналіз діяльності інвестиційних фондів та компаній як інфраструктурних інститутів масової приватизації в Україні, визначення їх впливу на подальші інвестиційні процеси та обґрунтування напрямів оптимізації взаємодії суб'єктів інфраструктури з іншими учасниками інвестиційного ринку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Одним із питань, які необхідно було вирішити під час проведення масової приватизації в Україні, було створення системи, яка могла б забезпечити акумуляцію та вкладення приватизаційних майнових сертифікатів

громадян в об'єкти приватизації. Кількість громадян, які відповідно до законодавства мали право на отримання приватизаційних майнових сертифікатів, складала близько 52 млн. осіб, більш детальна інформація про видачу населенню приватизаційних майнових сертифікатів наведена у табл. 1.

Таблиця 1

Отримання населенням приватизаційних майнових сертифікатів

Показник	До 1995 р.*	1995 рік	1996 рік	1997 рік	1998 рік
Кількість відкритих приватизаційних рахунків, од.	8 097 533				
Кількість виданих ПМС (по роках) шт.		20 370 358	14 963 479	648	202 592
Кількість виданих ПМС (нагромадженням), шт.		20 370 358	35 333 837	37 422 056	37 624 648
Загальна кількість виданих ПМС, шт.	8 097 533	28 467 891	43 431 370	45 519 589	45 722 181
% отриманих ПМС від загальної кількості емітованих	15,625	54,78	83,57	87,59	87,98

* До 1995 року відкривались тільки приватизаційні депозитні рахунки

Джерело: За даними Фонду державного майна України [6, с.18].

Законодавство України з питань приватизації в залежності від обсягу активів підприємства та його спеціалізації передбачало різні способи приватизації:

– «мала приватизація» – викуп трудовими колективами за грошові кошти та приватизаційні папери. У такий спосіб було приватизовано підприємства торгівлі та сфери побутових послуг;

– оренда з правом викупу;

– продаж за конкурсом за грошові кошти та під інвестиційні зобов'язання;

– продаж на аукціонах за приватизаційні папери [8].

За період 1992-1994 років було в цілому приватизовано 10,9 тис. об'єктів. За період 1992-2001 рр. кількість об'єктів, пакети акцій яких підлягали продажу за ПМС громадян, за даними ФДМУ склала близько 9,8 тис. Крім того, більше шести тисяч об'єктів підлягало продажу за

компенсаційні сертифікати [5, с. 13, 18, 35].

Під час проведення «малої приватизації» суттєвих проблем методологічного характеру не виникало, оскільки задіяні у процесі приватизації об'єкту сторони – продавець в особі уповноваженого органу приватизації та покупець (члени трудового колективу чи стороння особа – у випадку приватизації за грошові кошти на аукціоні) були «доступні» один одному.

Щодо застосування такого способу приватизації, як оренда з правом викупу, то він був переважним у 1992-1994 роки, таким способом було приватизовано близько 6,5 тис. об'єктів [5, с.239]. При цьому в процесі приватизації брали участь виключно члени трудового колективу (чи товариства покупців) конкретного підприємства.

Що стосується приватизації за приватизаційні папери, то виявилась ціла низка проблем методологічного, технологічного та технічного характеру, пов'язаних із відсутністю доступної для пересічних громадян мережі продажу акцій, технічної можливості вкласти належні їм приватизаційні папери в акції приватизованих підприємств, практичною відсутністю культури інвестування, тощо.

Система продажу пакетів акцій приватизованих підприємств (чи, вірніше, обміну ПМС громадян на акції приватизованих підприємств) на початковому етапі приватизації базувалась переважно на самих підприємствах – об'єктах приватизації. Відповідно до законодавства України про приватизацію, приватизаційні майнові сертифікати (або ваучери) до 1995 року існували виключно в бездокументарній формі у вигляді записів на депозитних приватизаційних рахунках громадян в установах Ощадбанку та не підлягали вільному обігу на ринку (не могли бути продані їх власниками). Це суттєво уповільнювало процес їх вкладення громадянами – власниками.

З метою вдосконалення процесу приватизації та його прискорення було прийнято ряд змін до законодавства України, які передбачали:

- запровадження документарної форми приватизаційних майнових сертифікатів, що мало спростити роботу з цим інструментом;
- запровадження спеціалізованого інституту фінансових посередників – довірчих товариств, інвестиційних фондів та інвестиційних компаній.
- створення єдиної спеціалізованої системи продажу пакетів акцій приватизованих підприємств – Українського центру сертифікатних аукціонів, який мав мережу у всіх регіонах країни.

Довірчі товариства або трастові компанії як інститут фінансового посередництва було запроваджено у 1993 році відповідно до Декрету Кабінету Міністрів України як один із елементів інфраструктури масової приватизації. Однак враховуючи деякі норми цього

документу, які дозволяли довірчим товариствам залучати грошові кошти громадян, він був дискредитований і в 1995 році Верховна Рада України заборонила створення нових довірчих товариств. Довірчі товариства, створені до введення заборони і які працювали виключно з приватизаційними паперами, продовжували свою роботу, більшість із них припинила свою діяльність із завершенням масової приватизації на початку 2000-х років.

Утворення інвестиційних фондів та інвестиційних компаній як інфраструктурних інститутів масової приватизації було започатковано у лютому 1994 року Указом Президента України, яким було затверджене «Положення про інвестиційні фонди і компанії» [9]. У ньому було визначено поняття інвестиційного фонду та інвестиційної компанії, порядок створення та умови їх діяльності, здійснення державного контролю, а також заходи щодо захисту інтересів учасників.

Відповідно до цього Положення, інвестиційний фонд – це юридична особа, створена у формі закритого акціонерного товариства, що здійснює виключну діяльність у галузі спільного інвестування. В залежності від наявності зобов'язань перед учасниками щодо викупу емітованих інвестиційних сертифікатів інвестиційні фонди могли бути відкритого (створюються на невизначений строк і здійснюють викуп своїх інвестиційних сертифікатів у строки, встановлені інвестиційною декларацією інвестиційного фонду) та закритого типу (створюються на визначений строк і здійснюють розрахунки щодо інвестиційних сертифікатів після закінчення строку діяльності інвестиційного фонду). Управління активами інвестиційного фонду здійснював інвестиційний керуючий – торговець цінними паперами.

Інвестиційна компанія – торговець цінними паперами, який для здійснення діяльності зі спільного інвестування створював взаємний фонд (філію) для акумулювання коштів (приватизаційних паперів громадян). Взаємні фонди також

могли бути відкритого та закритого типу. Управління активами взаємних фондів здійснювала інвестиційна компанія самостійно.

Фактично запропонована система була подібною до тих, які характерні для розвинених ринків – корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Однак особливістю інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, утворених відповідно до Указу Президента України «Про інвестиційні фонди і компанії», було те, що вони працювали переважно з приватизаційними паперами, хоча законодавство передбачало можливість реалізації інвестиційних сертифікатів і за грошові кошти, тобто, умовно їх можна назвати «приватизаційними інвестиційними структурами». Переважна більшість інвестиційних та взаємних фондів були закритого типу (на період проведення масової приватизації).

Ще однією характерною особливістю таких «приватизаційних» інвестиційних фондів було те, що вони функціонували переважно у складі фінансових чи інвестиційних груп, які включали торговця цінними паперами, довірче товариство, один або декілька інвестиційних фондів, а згодом і компанію – реєстратора. До складу групи могли входити також банк, страхова компанія, тощо.

Основною функцією цих інститутів була акумуляція коштів (приватизаційних майнових сертифікатів) дрібних інвесторів (громадян України), їх інвестування (через центри сертифікатних аукціонів) у цінні папери інших емітентів (пакети акцій приватизованих підприємств), формування та управління єдиним портфелем цінних паперів. Однак остання функція (управління портфелем) була досить специфічною. Основна схема роботи такої інвестиційної групи полягала у тому, щоб під конкретного клієнта (замовника) знайти (акумулювати) певну кількість приватизаційних сертифікатів, вкласти їх в конкретні цінні папери, сформувавши необхідний пакет та за грошові кошти продати замовнику. Можна стверджувати, що саме таким чином і була сформована на

кінець 90-х років структура власності в переважній більшості галузей економіки України. Протягом 1995-2000 років ці структури відіграли свою роль у розвитку інвестиційних процесів в Україні, забезпеченні функціонування механізму проведення масової «сертифікатної» приватизації державного майна.

Географічно інвестиційні фонди та компанії були представлені у більшості регіонів України. Однак в основному вони були зосереджені у Київському регіоні (м. Київ та область) – більше 50%, Донецькій, Харківській та Дніпропетровській областях – до 14%, в інших регіонах представництво не перевищувало 5% в кожній із областей.

Регулювання та контроль діяльності інвестиційних інституцій в Україні до утворення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР) (1995 рік) здійснювали такі державні органи:

Фонд державного майна України – довірчі товариства, інвестиційні фонди та компанії – в частині ліцензування їх роботи з приватизаційними паперами;

Міністерство фінансів України – інвестиційні фонди та компанії, інвестиційні керуючі (торговці цінними паперами) – ліцензування діяльності та реєстрація випусків інвестиційних сертифікатів;

Антимонопольний комітет України – в частині загального контролю за економічною концентрацією (погодження придбання пакетів акцій, що перевищують певний розмір (10, 25 і вище відсотків акцій підприємств, які займають монополічне становище на тому чи іншому ринку).

Після утворення ДКЦПФР їй було передано всі повноваження щодо регулювання та контролю діяльності інвестиційних фондів та компаній, торговців цінними паперами в частині ліцензування та реєстрації емісій інвестиційних сертифікатів.

Станом на кінець 2000 року (завершення масової приватизації) в Україні здійснювали діяльність близько 250 інвестиційних фондів та компаній.

Більшість із них була зареєстрована в Київському регіоні, а також Харківській, Львівській та Запорізькій областях. На долю інших регіонів припадало 46% структур, причому в кожному окремому регіоні було зареєстровано менше ніж 5% від їх загальної кількості [10].

На кінець 2000 року 39 фондів подали заяви про закриття та початок розрахунків зі своїми учасниками. В обігу на фондовому ринку знаходились інвестиційні сертифікати 234 (93%) закритих фондів, лише 18 ІСІ здійснювали діяльність як відкриті фонди та п'ять структур знаходились у стадії перетворення (закритих у відкриті фонди).

Діючі на той час інвестиційні фонди та компанії повністю виконали свою роль як механізму проведення «сертифікатної» приватизації та перспективи подальшого розвитку практично не мали, тому згодом значна їх частина припинила свою діяльність шляхом ліквідації. З метою активізації інвестиційних процесів, запровадження грошового етапу приватизації, необхідні були якісно нові інвестиційні структури, а саме, корпоративні та пайові інвестиційні фонди, а також забезпечення їх діяльності у відповідності до міжнародних норм і стандартів. З цією метою у 2001 році було прийнято Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», який створив умови для існування нових інститутів на фондовому ринку.

Разом з тим залишилися невирішеними ряд проблем, пов'язаних із інвестиційними та взаємними фондами інвестиційних компаній, які були створені раніше. Головною із них стало те, що відкриті фонди мали бути ліквідовані або привести свою діяльність у відповідність з новими вимогами. Порядок реорганізації інвестиційних та взаємних фондів потребував розробки окремого механізму трансформації, але враховуючи специфіку провадження їх діяльності, а також проблеми діючих фондів, процедура передачі активів та обмін інвестиційних сертифікатів були доволі складними.

Частина фондів не могла провести розрахунки зі своїми учасниками, ліквідуватися або реорганізуватися у зв'язку з наявністю на їх позабалансових рахунках залишків приватизаційних паперів. Ще одним проблемним питанням, що виникало при скасуванні випуску інвестиційних сертифікатів, була реалізація активів на аукціоні. Інвестиційним фондам проблематично було реалізувати власні пакети акцій та майно, оскільки їх балансова вартість значно відрізнялась від реальної. Крім того, не завжди існував попит на запропоновані пакети акцій у зв'язку з їх низькою привабливістю і тому інвестиційні фонди не мали коштів для розрахунків з учасниками.

Висновки. Проведений аналіз діяльності інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній, створених як інфраструктурні інституції масової приватизації, дозволяє зробити ряд висновків.

В Україні інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, створені відповідно до Указу Президента України «Про інвестиційні фонди та компанії», виступили в першу чергу інфраструктурним інструментом проведення масової приватизації, без якого цей процес було б суттєво ускладнено. Прийнята патерналістська модель роздержавлення власності з використанням приватизаційних паперів була вкрай складною, передбачала заборону на вільний обіг приватизаційних паперів (заборона продажу для громадян – власників), що могло зробити процес приватизації безкінечним. Утворення інституту інвестиційних посередників дозволило акумулювати значну частину приватизаційних майнових сертифікатів населення та обміняти їх на акції приватизованих підприємств. Незважаючи на всі проблеми, які виникали під час роботи інвестиційних фондів та компаній з приватизаційними паперами, саме вони забезпечили проведення масової приватизації.

Ще одним результатом діяльності інвестиційних фондів та компаній,

створених як інфраструктурні інструменти приватизації, стала достатня концентрація власності, що дозволило у перспективі залучати інвестиції у реальний сектор економіки, що сприяло в подальшому росту економіки.

Крім того, досвід діяльності інвестиційних інститутів інфраструктури приватизації, навіть з урахуванням його негативної складової, дозволив створити умови для формування цивілізованої індустрії інвестиційного бізнесу в Україні.

Список використаних джерел

1. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции: учебник / пер. з англ. Москва : ИНФРА-М, 1999. 1028 с.
2. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций / пер. з англ. Москва: Издательский дом «Видьямс», 2004. 984 с.
3. Колб Роберт В., Рикардо Дж. Родригес. Финансовые институты и рынки : учебник / пер. з англ. [пер. 2-ого амер. изд.]. Москв : Дело и сервис, 2003. 687 с.
4. Davis E. P. Institutional Investors / E. Davis, B. Steil. MIT Press, 2001. 524 p.
5. Бондар О. М., Гришан Ю. П., Ларцев В. С. Українська приватизація у цифрах (1991-2001 роки): У 2ч. Ч.1 / за заг. ред. О. М. Бондаря. Київ: Інформаційно-видавнича фірма «Принт-Експрес», 2002. 492 с.
6. Бондар О. М., Гришан Ю. П., Ларцев В. С. Українська приватизація у цифрах (1991-2001 роки): У 2ч. Ч.2 / за заг. ред. О.М. Бондаря. Київ: Інформаційно-видавнича фірма «Принт-Експрес», 2002. 516 с.
7. Закон України «Про приватизаційні папери» [Електронний ресурс]. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2173-12#Text> (дата звернення 15.09.2022).
8. Закон України «Про приватизацію майна державних підприємств» [Електронний ресурс]. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2163-12/ed19920304#Text> (дата звернення 15.09.2022).
9. Указ Президента України «Про інвестиційні фонди і компанії» від 19 лютого 1994 р. № 55/94. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/55/94#Text> (дата звернення 12.09.2022).
10. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/> (дата звернення 15.09.2022).
11. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (дата звернення 19.09.2022).

References

1. Sharpe, W. Alexander, G. and Bailey, J. (1998), *Investments*, 6th Ed, Pearson, Canada.
2. Bodie, Z. Kane, A. and Marcus, A. (2013), *Principles of Investments*, 10th Ed, McGraw-Hill Education, USA.
3. Kolb, R. and Rodríguez, R. (1996), *Financial Institutions and Markets*, Blackwell Business, USA.
4. Davis, Ph. and Steil, B. (2001), *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, MA.
5. Bondar, O.M. Hryshan, Y.P. and Lartsev V.S. (2001). *Ukrayins'ka pryvatyzatsiya u tsyfrakh (1991-2001 roky, Chastyna 1)* [Ukrainian privatization in numbers (1991-2001, Part 1)], Prynt-Ekspres, Kyiv, Ukraine.
6. Bondar, O.M. Hryshan, Y.P. and Lartsev V.S. (2001). *Ukrayins'ka pryvatyzatsiya u tsyfrakh (1991-2001 roky, Chastyna 2)* [Ukrainian privatization in numbers (1991-2001, Part 2)], Prynt-Ekspres, Kyiv, Ukraine.
7. The Verkhovna Rada of Ukraine (1992), The Law of Ukraine “On privatization certificates”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2173-12#Text> (accessed 15.09.2022).
8. The Verkhovna Rada of Ukraine (1992), The Law of Ukraine “On the privatization of property of state-owned enterprises”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2163-12#Text> (accessed 15.09.2022).
9. Decree of the President of Ukraine (1994) “On investment funds and companies”, No. 55/94. available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/55/94#Text> (accessed 12.09.2022).
10. The official site of the National Securities and Stock Market Commission (2022), available at: <https://www.nssmc.gov.ua/> (Accessed 15.09.2022).
11. The official site of the State Statistics Service of Ukraine (2022), available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (accessed 19.09.2022).