

УДК 303.341.1

Кублікова Т.Б

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ІНСТИТУТІВ КОЛЕКТИВНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

У роботі розглядається еволюція теоретичних досліджень, що зачіпають відносини довірчої власності, а потім і довірчого управління. Ці питання вимагають подальшого вдосконалення, як теорії, так і практики управління капіталами. Надані рекомендації щодо розвитку пенсійних активів та її впливу на фінансову систему країни.

In job the evolution of theoretical researches is considered (examined) which touch the attitudes (relation) of the confidential property, and then and confidential management. These questions require(demand) the further improvement, both theory, and practice of management of the capitals.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Дослідженню еволюційного розвитку інститутів колективного інвестування присвячена велика кількість робіт в основному закордонних авторів [1, с.5; 2, с.8; 3, с.22]. У нашій країні тільки відбувається становлення таких фінансових інститутів. Отже необхідно провести аналіз наявного практичного і теоретичного міжнародного досвіду.

Різні дослідники називають схожі причини, що сприяють, розвитку інститутів колективного інвестування, але в якості провідних виділяють різні за значимістю, фактори. Так, зокрема, експерт журналу Pensions and Investments Майкл Кловс думає, що інтерес до галузі взаємних фондів на початку 80-х рр. відродив насамперед ріст пенсійних планів що розпочався в результаті реформування пенсійної системи, такі плани дозволяли здійснювати накопичення, що не обкладаються податком до їхнього вилучення з рахунку [4, с.192]. На його думку, незважаючи на те, що поява інвестиційних фондів грошового ринку в декілька разів збільшила активи американських взаємних фондів, це був низькорентабельний бізнес із невеликим розміром комісійних. Протягом 70-х і першої половини 80-х років рівень інтересу населення до інвестиційних фондів був невисокий, управляючі компаніями інвестиційних фондів практично пропустили першу хвилю притоку на ринок пенсійних грошей.

Дійсно, енергетична криза 70-х років минулого сторіччя нанесла американській економіці серйозний удар: різко зросли ціни на енергоносії, конкурентні позиції багатьох компаній відчутно похитнулися, до двозначних величин підвищилися темпи інфляції. Підвищення темпів інфляції становить собою більшу загрозу для заощаджень, ставлячи під сумнів їхнє збереження. При цьому найбільше страждають фінансові активи, що не індексуються, такі як готівка, певною мірою банківські внески, і навіть накопичення, інвестовані на фінансовому ринку, наприклад, в акції та облігації. В умовах високої інфляції банки звичайно підвищують процентні ставки, що хоча б частково компенсує втрати від інфляції. У США ж склалася особливо складна ситуація у зв'язку із законодавчим закріпленням максимального розміру процентної ставки по банківських депозитах на рівні 5% річних.

Аналіз досліджень. У своїй роботі [5, с.5] Джим Секстон, заступник голови економічного комітету Конгресу США, також вказує на те, що первинним поштовхом, що запустив процес стрімкого зростання активів інвестиційних фондів у США, стала невідповідність правового регулювання максимальних розмірів виплати відсотків за терміновими вкладками у банках економічним реаліям.

У цих умовах альтернативою стало відкриття інвестиційних фондів грошового ринку, що здобували для своїх портфельів короткострокові боргові цінні папери, що не мали обмеження по максимальному розміру процентних ставок. Все нове, як правило, зустрічає опір, але в даному випадку стимул був дуже сильний, тому що різниця в прибутковості могла доходити до 6-8% річних, і при цьому ступінь ризикованості вкладень не підвищувалася.

Однак інші автори, зокрема Роберт Позен і Чи Гремиллион вказують насамперед на ринкові фактори [6, с.22]. Відновлення економік провідних країн від наслідків нафтової кризи в сполученні зі стимулюючим впливом регуляторів, зниження процентних ставок, що підсилюється тенденціями сек'юритизації, а також впливу небанківських фінансових інститутів призвела до нової хвилі притоку активів на ринок цінних паперів.

Завдяки фондам грошового ринку значна частина населення США змогла перебороти психологічний бар'єр і почати вкладати гроші на ринку цінних паперів. Крім того, інвестори переконалися у зручності роботи з інвестиційними фондами. Тому коли в 1982-83 р.р. почали відчуватися ознаки похвалення економіки, і ринок акцій став здобувати гарні перспективи, багато інвесторів, переконавшись у життєздатності інвестиційних фондів, вирішили за їх посередництвом спробувати свої сили й на інших сегментах фондового ринку - ринку облігацій, що запропонував ряд нових високоприбуткових інструментів, а згодом і ринку акцій. Крім того, широка диверсифікованість коштів у взаємних фондах, «купівля частини фондового ринку в цілому», викликала більше довіри, ніж індивідуальний, або за допомогою брокера, вибір окремих цінних паперів. При цьому виявилася тенденція переваги взаємних фондів над прямим інвестуванням в акції. Така тенденція може бути насамперед пояснена високими витратами на вивчення фондового ринку і щоденного відстеження новин і котирувань, відносно низьким рівнем фінансової грамотності широких верств населення, а також активним розвитком маркетингових програм і професійної організації продажу акцій взаємних фондів. В умовах відсутності спеціальних знань і навичок взаємні фонди виявлялися дуже зручним інструментом для того щоб взяти участь у зростанні ринку. Крім того, мав місце й кумулятивний ефект - домогосподарства стали переводити свої вже наявні заощадження в цей сектор, уникаючи нерухомості й інших реальних активів у фінансовий сектор.

Масовий приплив грошей в інвестиційні фонди порушив питання про вдосконалення обслуговуючої інфраструктури (табл.1)[7, с.25]. Зокрема, відбулося істотне зниження комісійних при купівлі-продажу акцій інвестиційних фондів, а також комісії за управління.

Крім того, істотний прогрес відбувся і в області продажів інвестиційних фондів. З'явилися «супермаркети» інвестиційних фондів, звернувшись до яких, інвестор міг підібрати інвестиційний фонд, що оптимально відповідає його потребам, вибираючи з декількох сотень, якщо не тисяч альтернатив, а також створити портфель із декількох інвестиційних фондів у рамках єдиного рахунку. Для поширення інформації про свою діяльність і здійснення продажів акцій інвестиційні фонди скористалися перевагами, запропонованими глобальною комп'ютерною мережею Інтернет.

Таблиця 1.

Чисті нові надходження коштів
у галузь взаємних фондів США в 1990-2000 р.р. (млрд. дол.)

Рік	Фонди акцій	Гібридні фонди	Фонди облігацій	Фонди грошового ринку	Усього нові надходження	Усього активів взаємних фондів
1990	12,9	1,5	6,8	23,2	44,4	1065
1991	39,9	7,1	59,2	5,5	111,7	1393
1992	79,0	21,8	70,9	16,3	155,4	1643
1993	127,3	44,2	70,6	14,1	228,0	2070
1994	114,5	23,1	62,5	8,8	83,9	2155
1995	124,4	4,0	6,1	89,4	211,7	2812
1996	217,0	12,3	2,8	89,4	321,4	3526
1997	227,1	16,5	28,4	102,1	374,4	4468
1998	157,0	10,2	74,6	193,6	477,1	5525
1999	187,7	12,4	5,5	159,6	363,4	6846
2000	309,6	31,8	48,6	375,6	388,9	6965
2001	31,9	9,5	87,7		504,8	6975

Ще одним прикладом успіху стали індексні фонди. Ряд досліджень довгострокової прибутковості, наданої управляючими інвестиційних фондів, показав, що, як правило, після відрахування розміру комісійних, прибутковість інвестиційних фондів у середньо й довгостроковому періоді майже завжди виявляється нижчою за основні фондові індекси. У результаті виникла проста ідея - різко знизити розмір комісійних за рахунок підтримки портфеля фонду, що практично повністю повторює склад індексу.

Крім цього, завдяки високій прозорості інвестиційних фондів, вони і їхні управляючі компанії найчастіше стали використовуватися як один з об'єктів розміщення коштів пенсійними фондами, у результаті чого сьогодні інвестиційні фонди відіграють серйозну роль у функціонуванні накопичувальної системи пенсійного забезпечення США.

В 80-ті роки ХХ ст. ріст інвестиційних фондів відбувався з дуже низької бази, тому до початку 90-х років вони все-таки не чинили серйозного впливу на економіку і фондовий ринок взагалі. Але в 90-ті роки ріст продовжився, причому практично з такою ж тенденцією. Саме в цей час інвестиційні фонди стали помітним елементом фінансової інфраструктури, увійшовши в коло найбільших інституціональних інвесторів США. Стали навіть з'являтися гіпотези, що саме дії інвестиційних фондів впливають на фондовий ринок, а сконцентровані у їхніх руках пакети акцій з погляду права голосу на загальних зборах акціонерів становлять певну загрозу для сформованої в США моделі корпоративного управління.

Інвестиційні фонди стали настільки популярними, що за обсягом вкладених у них інвестицій вони перевершили прямі придбання акцій населенням. При цьому інвестиційні фонди одержали дуже широке поширення серед населення, їхня популярність зрівнялася зі строковими вкладками й страховими полісами.

З 1978 по 2000 р. сума активів взаємних фондів під управлінням збільшилася більш ніж в 120 разів і досягла 7 трлн дол. Найбільш швидкий ріст відбувся у період з 1978 по 1982 р. і з 1984 по 1986 р., коли в середньому кожні 2 роки обсяг активів таких фондів подвоювався. У період з 1990 р. по 1998-2000 р.р. темп росту трохи знизився - кожні 2 роки обсяг активів збільшувався в середньому в 1,5 рази. Проте відбувався він уже на значно вищій базі. При цьому близько половини росту пояснюється високою результативністю інвестицій взаємних фондів (збільшенням вартості активів, реінвестуванням дивідендів і розподілу прибутків від приросту капіталу), 46% припало на нові кошти, вкладені у фонди інвесторами, а інше на новостворювані фонди. З екзотичного фінансового інструмента взаємні фонди вирвалися на провідні ролі у фінансовій системі США [8, с.28].

У Європі ситуація на ринку інвестиційних фондів, як і в США, стала принципово мінятися у 80-х рр. ХХ століття [9, с.73]. В цей період почали відбуватися істотні зміни у структурі фінансових посередників в цілому, насамперед завдяки росту значимості фондового ринку.

Стрімкому зростанню активів інвестиційних фондів у Європі, так само як і в США, сприяли: ріст економіки, зниження витрат, розширення каналів поширення інвестиційних фондів, підвищення рівня життя населення, поява перших ознак майбутніх труднощів у фінансуванні перерозподільних пенсійних систем. Ріст активів фондів акцій за рахунок нових грошей інвесторів був підтриманий сильним підйомом провідних фондових індексів, що призвело до збільшення вартості інвестицій, а також прискореним процесом формування культури інвестування в акції у Європі. При цьому інвестиційні фонди опинилися в унікальному положенні - фактично вони виявилися єдиним масовим інструментом, за допомогою якого роздрібні інвестори отримали шанс взяти участь у зростанні ринків.

Розвиток інвестиційних фондів у Європі в останні два десятиліття ХХ ст. проходило під знаком загальноєвропейської інтеграції. У 80-ті роки уряди багатьох європейських держав вжили рішучих заходів щодо створення регулятивного і законодавчого середовища для інвестиційних фондів. До цього європейський ринок інвестиційних фондів характеризувався вкрай високим ступенем роз'єднаності - якщо у Великобританії й Франції інвестиційні фонди вже мали стійкі позиції і користувалися популярністю серед населення, то, наприклад, в Іспанії та Італії про неї було практично нічого невідомо [10, с.76].

Завдяки прийнятій у 1985 р. загальноєвропейській директиві UCITS зареєстровані в одній із країн ЄС інвестиційні фонди одержали можливість здійснювати продаж своїх часток у всіх країнах ЄС. Прийняття Директиви привело до істотного зближення позицій національних правових систем Європейських держав стосовно зазначеного класу інвестиційних інститутів. Відповідно до цієї директиви, під UCITS розуміються інвестиційні фонди відкритого типу, які мають право залучати і вкладати кошти в будь-якій країні ЄС. Директива встановлює ряд стандартів UCITS. Відповідальність за дотримання вимог Директиви до фонду лежить на регулювальних органах країни реєстрації фонду, у той же час кожна приймаюча країна зберігає повноваження по регулюванню практики маркетингу й реклами на своїй території, якщо вимоги цієї країни не входять у суперечність із положеннями Директиви.

Механізм UCITS швидко набув популярності. У підсумку сьогодні основна частина існуючих у ЄС фондів відповідає вимогам UCITS. Найпопулярнішим місцем реєстрації інвестиційних фондів у Європі став Люксембург, де відсутній податок на проценти й дивіденди (withholding tax) [11, с.74]. Згодом більшої популярності набув і

Дублін. Крім приведення національних законодавств у відповідність із європейською Директивою, ці фінансові центри здійснили ряд заходів щодо створення сприятливого правового і податкового середовища для ІКІ. Зареєстровані в цих центрах фонди, що відповідають вимогам Директиви, можуть продаватися на території всієї Європи.

В 2002 р. у Директиву UCITS був внесений ряд важливих **виправлень**, спрямованих на збільшення рівня інтеграції європейського ринку інвестиційних фондів. Був розширений список дозволених видів діяльності управляючих компаній, що дозволило одержати єдиний європейський паспорт не тільки окремим фінансовим продуктам, але й компаніям у цілому, зроблений ряд кроків по спрощенню транскордонних продажів, дозволено використання деривативів, а також створення нових видів фондів - фондів грошового ринку, індексних фондів.

Важливим фактором є й розходження, що зберігаються у моделях пенсійних систем. Пенсійний ринок країн ЄС у значно меншому ступені в порівнянні із США просякнуті ринковими принципами. Такої загальноєвропейської галузі з управління пенсійними активами не існує, ситуація істотно відрізняється у різних країнах. В цілому перерозподільна система продовжує відігравати провідну роль у багатьох країнах. Накопичувальна пенсійна система перебуває на стадії формування й відіграє важливу роль лише в ряді країн. У багатьох країнах на пенсійні цілі активно використовуються страхові продукти. Але навіть і існуючі елементи накопичувальної пенсійної системи використовуються не завжди ефективно. Зокрема, це стосується обмежень на можливі об'єкти інвестування, обмеження країни, можливість інвестування у власні акції. Питання реформування державної пенсійної системи є, як правило, набагато чутливішим у порівнянні зі створенням нового механізму інвестування коштів населення, а отже вимагає більше дискусій і тимчасових витрат. У цьому сенсі прийняття в 2003 р. Директиви ЄС про пенсійні фонди, хоча й не вирішує всіх проблем, але разом з тим є важливим кроком на шляху до єдиного пенсійного ринку Євросоюзу.

Фактично на сьогодні єдиного світового ринку інвестиційних фондів не існує. Національні ринки відрізняються високим ступенем різноманітності. Аналізуючи агреговані дані про обсяг активів під управлінням інвестиційних фондів у цілому в світі і їх розподілу по різних класах активів ми бачимо чітку перевагу у бік фондів акцій. Так на кінець 2001р. на них припадало близько 45% активів, на фонди облігацій - 19.2%, на фонди грошового ринку - 26.2% і на збалансовані фонди - 8,2%.

Найбільш популярні фонди акцій у Великобританії (80%), Швеції (71%) і Гонк-Конгу, де на них відводиться по 64% активів, Бельгії (60%), Норвегії (56%), Канаді (55%), Нідерландах (54%) і США (49%), при цьому за рівнем популярності у європейських країнах (40%) фонди акцій відстають від середньосвітового рівня активів (45%) . Від 30% до 40% активів зосереджено у фондах акцій у Японії (частка фондів облігацій 50%) і Австралії. З великих ринків низькою популярністю фонди акцій користуються у Тайвані - 17% (на фонди облігацій у цій країні доводиться близько 80% активів), Бразилії - 8% (частка фондів облігацій - 70%, збалансованих фондів - 20%) і Кореї - 5% (частка збалансованих фондів - 30%, фондів грошового ринку - 40%) [12, с.10,11].

Фонди облігацій дуже популярні у Тайвані (80% активів), в Угорщині (75%), Бразилії (70%), Австрії (64%), Польщі (63%), Данії (50%) і Японії (50%). У середньому по Європі частка активів, зосереджених у фондах облігацій, становить 28%, а в середньому у світі - 20%. Надзвичайно малий процент активів, зосереджених у фондах облігацій у США (13%).

Частка збалансованих фондів у середньому у світі становить 8%, а по Європі - 15%, у США ця група фондів займає лише 5%. Найбільш популярна ця група фондів у

Кореї (30% активів), Швейцарії (28%), Франції (25%), Греції (23%), Італії, Бразилії й Фінляндії (по 22%).

В середньому у світі частка фондів грошового ринку становить 25%, у Європі 16%, дуже популярні ці фонди в США - 33% і Кореї - близько 40%. З європейських країн фонди грошового ринку популярні в Португалії і Чехії - по 41%, Греції - 36%, Франції й Норвегії - по 32%.

У цілому в світі тенденція швидкого росту активів під управлінням інвестиційних фондів простежується досить чітко. Однак лівова частка цього росту припадає на США і європейські країни. Обсяг активів під управлінням інвестиційних фондів прямо залежить від рівня добробуту населення, наявності в нього тимчасово вільних фінансових ресурсів, а також схильності до ризику. Інші індустріально розвинені країни, а також країни з ринками, що розвиваються, поки що роблять лише незначний вплив на цей процес.

На прикладі США й країн ЄС ми можемо переконатися, що виведення на фондові ринки великих обсягів активів, необхідних для пенсійного забезпечення працюючого населення, дуже впливає на фінансову систему. Крім того, що значна частина пенсійних активів безпосередньо попадає під керування управляючих компаній інвестиційних фондів, функціонування накопичувальної пенсійної системи приводить до розвитку інвестиційної культури населення, а отже, і до росту популярності фондового ринку для здійснення інших нагромаджень.

Література:

1. Saxton J., The Roots of Broadened Stock Ownership, United States Congress, April 2000, p. 5;
2. Pozen R., The Mutual Funds Business, 2nd edition, Houghton Mifflin Company, Boston-New, York, 2001, p. 8;
3. Gremillion, Lee, A Purely American Invention: the US Mutual Funds Industry, NISCA, 2000, p. 22;
4. Clowes M., The Money Flood: How Pension Funds Revolutionized Investing, John Wiley & Sons Inc, 2000, p. 192;
5. Saxton J., The Roots of Broadened Stock Ownership, United States Congress, April 2000, p. 5
6. Pozen R., The Mutual Funds Business, 2nd edition, Houghton Mifflin Company, Boston-New, York, 2001, p. 8; Gremillion, Lee, A Purely American Invention: the US Mutual Funds Industry, NISCA, 2000, p. 22;
7. Mutual Funds Factbook, Investment Company Institute, Washington, 2002, p. 25;
8. A 2002 Mutual Funds Factbook, Investment Company Institute, Washington, 2002, p. 28 www.ici.org;
9. Фляків Б.Б. Світові фондові ринки: сучасний стан і закономірності розвитку, М, Фінансова академія при Уряді РФ, с. 73;
10. Government Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries, OECD Financial market trends 78, Paris, 2001, p. 76;
11. Фляків Б.Б. Світові фондові ринки: сучасний стан і закономірності розвитку, М, Фінансова академія при Уряді РФ, с. 74;
12. FEFSI, Forth quarter 2001, World-wide assets in the investment funds industry (publicly offered open-ended funds) at end-December 2001, p.p. 10, 11.