

**В. М. Рудой,**  
*Державна установа «Інститут економіки та прогнозування»*  
*НАН України,*  
*м. Київ*

## МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД РОЗВИТКУ УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

Розвиток системи послуг з управління активами в Україні повинен будуватися й на оцінці впливу внутрішніх чинників, і на адаптації існуючого зарубіжного досвіду. Важливість останнього аспекту визначається впливом процесів глобалізації світового ринку фінансових послуг, створенням міжнародних стандартів, що визначають процес їх надання та споживання.

Зауважимо, що аналіз указанного питання ускладнюється суттєвою різницею в діяльності інституціональних інвесторів на окремих національних ринках фінансових послуг. Відповідно потребує деталізації суб'єктна характеристика основних груп споживачів послуг з управління активами. Окрім того, слід зважати, що становлення та розвиток інституціональних інвесторів на різних ринках відбувався під впливом історичних факторів, урахування яких є надзвичайно важливим з позиції розбудови системи інституціонального інвестування в Україні.

Найбільш вагомими науковими роботами діяльності інституційних інвесторів є праці класиків (У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, В. Дж. Бейлі, Ф. Фабозці, Ф. Девіс), у яких сформульовано основоположні принципи, що не втратили своєї актуальності й у сучасних умовах. Серед українських науковців сучасні аспекти діяльності інституційних інвесторів досліджують В. Корнеєв, Д. Леонов, А. Федоренко та ін. Незважаючи на ґрунтовність проведених досліджень, специфічні умови розвитку національної економіки вимагають уточнення та адаптації до міжнародного досвіду в розвитку управління активами інституційних інвесторів.

Насамперед зазначимо, що зміст поняття «інституціональний інвестор» та його змістовне наповнення досить широко розкриті в економічній літературі. Проте можна відзначити, що дослідники різних країн часто вкладають в цю дефініцію абсолютно різкий зміст, що об'єктивно ускладнює світові порівняння кількісних та якісних параметрів розвитку послуг з управління активами.

Так, російський учений Г. Подшиваленко вважає, що до інституціональних належать інвестори, які здійснюють свою діяльність за рахунок коштів інших фізичних та юридичних осіб з метою власників коштів і розподіляють результати інвестування між власниками [4, с. 65]. Підкреслимо, що саме функція управління коштами (в інших джерелах — фінансовими ресурсами, активами, капіталом) інших учасників фінансового ринку розглядається як основоположна риса інституціональних інвесторів.

Ще одна характеристика, що домінує в більшості наукових робіт — це правовий статус інституціональних інвесторів виключно як юридичних осіб [12, с.245; 10, с.321]. Проте деякі автори не вважають за доцільне ак-

центувати увагу на правовому статусі інституціональних інвесторів як юридичних осіб, а намагаються насамперед виокремити їх професійні якості, право власності на інвестовані ресурси та участь у розподілі результатів інвестування. Зокрема саме використання такого підходу зумовлене існування такого визначення: «Спеціалісти, яким платять за те, що вони управляють чужими грошми» [1, с. 167].

В інших зарубіжних авторів зустрічається дещо вужчий підхід. Зокрема група російських авторів зазначає: «При обговоренні наслідків зростання ролі інституціональних інвесторів ... головна увага приділяється пенсійним фондам, взаємним фондам, страховим компаніям, інвестиціям, що здійснюються відділами довірчих операцій комерційних банків» [14, с. 98]. Наявність у цьому переліку комерційних банків пояснюється, на нашу думку, не їх типологією як інституціональних інвесторів, а наданням специфічних послуг з довірчого управління активами. Підтримується подібний поділ і в наукових роботах представників деяких міжнародних організацій, зокрема Банку міжнародних розрахунків [15, с. 4].

На нашу думку, виділяючи інституціональних інвесторів в суб'єктному поділу ринку фінансових послуг, насамперед необхідно говорити про певні сутнісні ознаки (Рис. 1.).

Якщо екстраполювати виділені на рис. 1 характеристики інституціональних інвесторів у практичну площину, слід відзначити існування значної кількості учасників ринку фінансових послуг, які за своїми ознаками належать до цієї групи. Саме це породжує неоднозначність серед науковців у питанні конкретизації суб'єктного наповнення дефініції «інституційні інвестори». Так, український науковець В. Посполітак до цієї категорії учасників ринку відносить інститути спільного інвестування, пенсійні фонди, страхові компанії [8, с. 29]. Цей же автор стверджує, що зарахування до інституційних інвесторів довірчих товариств є некоректним, оскільки такі установи виконують на ринку виключно представницькі функції.

Проте існують і інші думки з цього приводу. Насамперед дискусія триває в площині віднесення до групи інституційних інвесторів банківських установ, державних інститутів та міжнародних організацій. Окремі автори вважають за необхідне говорити про банківські установи як головну ланку системи інституціональних інвесторів (зокрема Б. Луців [5, с. 12] та В. Опарін [7, с. 10]); інші — відносять до цієї групи Європейський банк реконструкції та розвитку, Міжнародні фінансову корпорацію інші міжнародні фінансові організації (Я. Діденко [2, с. 97]). Зауважимо, що, на нашу думку, до інституціональних інве-



Джерело: систематизовано автором

**Рис. 1. Загальна характеристика інституціональних інвесторів**

сторів необхідно відносити лише спеціалізовані фінансово-кредитні установи, для яких діяльність на ринку фінансових послуг є основною.

Окрім того, якщо виділення інституціональних інвесторів розглядати з позиції послуги з управління активами, то слід визнати, що головними споживачами таких послуг є саме інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди та страхові компанії. Ще одним аргументом на користь відділення управління активами банків від управління активами інших інституціональних інвесторів є існування двох, відмінних типів фінансових систем — банківської орієнтованої системи та системи, що базується на фондових ринках. Саме такий поділ зустрічається в роботах більшості зарубіжних та вітчизняних авторів [11, с. 186; 9; 16], і фактично його існування певним чином «протиставляє» діяльність комерційних банків та інших інституціональних інвесторів. Зважаючи на наведені вище аргументи, розглянемо міжнародний досвід управління активами саме на прикладі виділених небанківських фінансових інститутів.

Окрім того, говорячи про інститути спільного інвестування, слід враховувати суттєву різницю серед світових тенденцій, їх назвах, а також відмінності в організації діяльності взагалі, та в управлінні активами зокрема. При цьому такі розбіжності стосуються насамперед ІСІ, але щодо інших інституційних інвесторів можна говорити про існування певної єдності в термінологічному апараті.

Зважаючи на це, будемо орієнтуватися на найбільш поширену класифікацію таких фінансових інститутів, яка передбачає виділення таких видів:

- статутні ІСІ (корпоративні фонди) — з правами юридичної особи, як правило, у формі акціонерного товариства;
- довірчі (трастові фонди), які ґрунтуються на праві довірчої власності;
- контрактні (договірні) фонди, якими управляють керуючі компанії [6, с. 45].

Поширення наведених видів ІСІ в окремих країнах

слід пов'язувати з системами права, що сформовані в тій чи іншій державі. Відповідно існує суттєва різниця в правових формах взаємовідносин учасників інвестиційного процесу взагалі та в ролі offerenta послуг з управління активами зокрема. Формалізовано можна говорити про певні базові характеристики для кожного з видів ІСІ (табл. 1).

Як бачимо з табл. 1, у світовій практиці фактично сформовано такі концепції щодо управління активами інституціонального інвестора (у нашому випадку — інституту спільного інвестування):

1. Управління здійснюється самими інвесторами, які є акціонерами корпоративного фонду (або його директором). При цьому можливий добровільний характер споживання послуги з управління активами та передачі offerенту частини функцій.

2. Для трастових фондів управлінські рішення щодо активів приймаються на рівні управляючої компанії, проте їх реалізація покладена на трасті, з яким укладено відповідний договір.

3. Контрактні ІСІ передбачають юридичні відносини між інвестором, який є учасником фонду, та управляючою компанією, яка повністю управляє портфелем ІСІ.

Зазначимо, що, на нашу думку, говорити про переваги або недоліки одного із сформованих у світовій практиці підходів до питання організації та правового оформлення послуг з управління ІСІ щонайменше некоректно. Насамперед з тих мотивів, що формування окремих національних ринків послуг ІСІ відбувалося в абсолютно інших історичних умовах, за різних правових режимів та типів фінансових систем. Слід чітко визнати, що й система інституціональних інвесторів, і управління їх активами в сучасному глобальному середовищі представляють собою певний симбіоз різних типів інституцій, і в перспективі процеси уніфікації тільки посилюватимуться через зниження законодавчих бар'єрів та намагання збільшити сферу своєї діяльності.

## Система управління активами ІСІ різних видів та її правове оформлення (світова практика)

№ з. п.	Вид ІСІ	Суб'єкти інвестиційного процесу	Управлінські функції	Управлінські повноваження щодо активів
1	Статутні (корпоративні)	1. Інвестор (акціонер) 2. Корпоративний ІСІ 3. КУА (у випадку делегування повноважень)	Одноособовий або колективний орган управління	Директорат, але можлива передача окремих управлінських функцій стороннім компаніям
2	Довірчі (трастові)	1. Інвестор. 2. Трасти. 3. Управляюча компанія	Управляюча компанія – адміністративне забезпечення та управління інвестиціями  Трасти – зберігання активів реалізація рішень	Управляюча компанія
3	Контрактні (договірні)	1. Інвестор. 2. Управляюча компанія	Управляюча компанія	Управляюча компанія

Джерело: систематизовано автором

## Типологія ІСІ на окремих національних ринках

	Відкриті	Закриті
<b>Корпоративні</b>	США – взаємні фонди; Франція – інвестиційне товариство зі змінним капіталом; Великобританія – інвестиційна компанія відкритого типу	США – закриті інвестиційні компанії; Великобританія – інвестиційні трасти
<b>Трастові</b>	Великобританія – пайовий траст (також функціонують у країнах — колишніх колоніях, які функціонують на традиціях загального права)	Офшорні зони (Ірландія)
<b>Контрактні</b>	Німеччина – інвестиційні фонди; Італія – взаємні фонди; Швейцарія – загальні фонди розміщення; Японія – інвестиційні трасти	Така форма у світовій практиці майже не зустрічається

Джерело: адаптовано автором за [3, с. 56]

Окремі дослідники намагаються поєднати наведену вище класифікацію ІСІ за характером правового оформлення відносин між учасниками інвестиційного процесу з поділом ІСІ на відкриті та закриті фонди й наводять аналогі в окремих країнах (табл. 2).

Зауважимо, що одним із базових аргументів на користь подальшого поширення процесів уніфікації в діяльності з управління активами інституційних інвесторів є генезис цього виду діяльності. У науковій літературі використовується доволі стандартний підхід до періодизації розвитку колективного інвестування у світі. Зокрема російський дослідник М. Зелцер вважає за доцільне виділити

п'ять головних етапів, зазначаючи при цьому, що фактичний розвиток колективного інвестування розпочався у 50 — 70 рр. ХХ ст. [3, с. 87]. Утім, на нашу думку, більш актуальним є інший висновок цього вченого, який фактично пов'язує розвиток інституціональних інвесторів у світі з доступними інструментами інвестування та кризою у банківському секторі [3, с. 102].

Таким чином, зважаючи на наведені вище аргументи, у питанні аналізу міжнародного досвіду управління активами інституційних інвесторів виходитимемо з існування двох пов'язаних, але водночас і відмінних за своєю природою сфер інституційного інвестування, що

здійснюється фінансовими установами, для яких залучення зовнішніх компаній з управління активами є в більшості випадків обов'язковими, а саме діяльність інститутів спільного інвестування та пенсійних фондів. На нашу думку, саме такий попередній аналіз дасть можливість виділити єдину сукупність факторів, які характеризують діяльність компаній з управління активами на сучасному глобальному ринку фінансових послуг.

### Література

1. **Барбаумов В. Е.** Финансовые инвестиции : учебник / В. Е. Барбаумов, И. М. Гладких, А. С. Чуйко. — М. : Финансы и статистика. — 2003. — 542 с. 2. **Діденко Я. О.** Удосконалення прямого іноземного інвестування / Я. О. Діденко // *Фінанси України*. — 2001. — №12. — С. 96—105. 3. **Зельцер М. Б.** Оценка эффективности управления паевыми инвестиционными фондами : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Зельцер Михаил Борисович. — Новосибирск., 2006. — 163 с. 4. **Инвестиции** : [Учеб.] / Фин. акад. при Правительстве РФ; [под ред. Г.П. Подшиваленко]. — М. : Кнорус. — 2008. — 485 с. 5. **Луців Б.** Інституційні особливості банків як учасників ринку цінних паперів / Б. Луців // *Банківська справа*. — 2001. — №6. — С.11—13. 6. **Миловидов В. Д.** Паевые инвестиционные фонды / В. Д. Миловидов — М. : Анкил, ИНФРА-М, 1996. — 416 с. 7. **Опарін В.** Фінансові ресурси: проблеми визначення та розміщення / В. Опарін // *Вісник НБУ*. — 2000. — №5. — С.10—11. 8. **Посполітак В.** Учасники ринку цінних паперів України / В. Посполітак // *Юридичний журнал*. — 2005 — №1. — С. 28—34. 9. **Рубцов Б. Б.** Тенденции развития мировых фондовых рынков (глава из книги «Мировой фондовый рынок и интересы России». — М. : ИМЭМОРАН, 2003). [Електронний ресурс] // Персональная страница Я.М. Миркина: [сайт]. — Режим доступа : [http://www.mirkin.ru/\\_docs/book0402\\_036.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/book0402_036.pdf). 10. **Семенкова Е. В.** Операции с ценными бумагами / Е. В. Семенкова — М. : Перспектива; ИНФРА-М, 2007. — 511 с. 11. **Стеценко Б.** Акціонерні товариства на ринку капіталів України : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.08 / Стеценко Богдан Станіславович. — К., 2007. — 201 с. — Бібліогр. : с. 186—200. 12. **Современный финансово-кредитный словарь** / под общ. ред. М. Г. Лапуста, П. С. Никольского; [2-е изд., доп.]. — М. : ИНФРА-М, 2002. — 567 с. 13. **Управление** коллективными инвестиционными фондами [под ред. К. Гилкриста]. — М. : Raster's, 1999. — 144 с.

14. **Ценные бумаги** : учеб. / под ред. В. Н. Колесникова, В. С. Торкановского. — М., 1999. — 416 с. 15. **Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets** / Bank for International Settlements, Basle, 2003, P. 8. 16. **Rajan R.** The great reversals the politics of financial development in the 20th century / R. Rajan, L. Zingales // *oecd, economics departments working paper* 265.

### **Рудой В. М. Міжнародний досвід розвитку управління активами інституційних інвесторів**

У статті досліджується сутність та класифікація інституційних інвесторів, сучасний стан їх розвитку порівняно із зарубіжними країнами. Здійснено аналіз особливостей функціонування інституційних інвесторів на ринку фінансових послуг України. Визначено перспективи розвитку українських інституційних інвесторів, зважаючи на зарубіжний досвід.

*Ключові слова:* інституційні інвестори, управління активами, ринок фінансових послуг.

### **Рудой В. М. Международный опыт развития управления активами институциональных инвесторов**

В статье исследуется сущность и классификация институциональных инвесторов, определены особенности их развития в сравнении с зарубежными странами. Осуществлен анализ особенностей функционирования институциональных инвесторов на рынке финансовых услуг Украины. Определены перспективы развития институциональных инвесторов, выходя из опыта стран с развитой экономикой.

*Ключевые слова:* институциональные инвесторы, управление активами, рынок финансовых услуг.

### **Rudoy V. M. The international experience of development of assets management of institutional investors**

Essence and classification of institutional investors is probed in the article, modern status their development in comparing to the foreign countries. The analysis of features of functioning of institutional investors is carried out at the market of financial services of Ukraine. Certainly prospects of development of the Ukrainian institutional investors, going out from foreign experience.

*Key words:* institutional investors, assets management, market of financial services.

Стаття надійшла до редакції 10.06.2010

Прийнято до друку 27.08.2010