

# МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ РОЗКРИТТЯ ІНФОРМАЦІЇ В СХЕМАХ КОЛЕКТИВНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

**КАМІНСЬКИЙ А. Б.**

доктор економічних наук

**ЛОМОВАЦЬКА Я. В.**

аспірантка

Київ

Залучення та акумулювання коштів домогосподарств є важливою функцією сучасних фінансових ринків. Однією з ефективних форм такого залучення коштів, їх мобілізації та трансформації в інвестиції виступають схеми колективного інвестування. Сутність його виявляє себе в акумуляції фінансовими інститутами (інвестиційними посередниками) коштів дрібних інвесторів в єдиний пул з метою їх вкладення в цінні папери та інші активи фінансового ринку, яке здійснюється професійним інвестиційним керуючим.

Характерними рисами, що відрізняють колективне інвестування від інших форм, виступають такі: делегування коштів в управління професійному інвестиційному менеджеру; доходи від інвестицій розподіляються між інвесторами пропорційно вкладам кожного інвестора; доходи учасників схем колективного інвестування, як правило, не передбачають фіксованих виплат (на відміну від інших традиційних форм, таких як розміщення коштів на банківському депозиті), та залежать від результатів інвестування.

Для більшості дрібних інвесторів колективне інвестування є, по-суті, єдиною можливістю отримати доступ на ринок цінних паперів, а для реального сектора економіки – ефективний спосіб залучити заощадження населення у значному обсязі.

Колективне інвестування складає лівову частку сфери професійного управління активами. Зокрема, загальний світовий обсяг активів основних інститутів такого інвестування – інвестиційних та недержавних пенсійних фондів – у 2009 році склав відповідно 22,9 та 28

трлн дол. США, що разом становить 48,48% від обсягу активів у професійному управлінні [10].

В Україні початок розвитку інституційних форм колективного інвестування пов'язаний із прийняттям Законів «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» та «Про недержавне пенсійне забезпечення» у 2001 та 2003 роках відповідно. Потужний розвиток колективного інвестування в Україні відбувається починаючи з 2005-2006 років. Динаміка розвитку українських інститутів спільного інвестування (ІСІ) та недержавних пенсійних фондів (НПФ) за останні 5 років охарактеризована кількісними показниками в *табл. 1*.

Стрімке зростання галузі колективного інвестування як в Україні, так і у всьому світі породжує низку специфічних проблем. Однією з таких проблем виступає існування ризиків асиметрії інформації, основними серед яких є два: ризик несприятливого вибору (adverse selection) та моральний ризик (moral hazard). Перший ризик пов'язаний з тим, що дрібні інвестори в умовах недостатньої інформації можуть вибрати не оптимальну для них схему колективного інвестування. Другий ризик характеризується тим, що акумульовані в єдиний пул кошти будуть використані не найкращим для учасників колективного інвестування чином (тобто частково чи повністю не в їхніх інтересах).

Одним з прийнятих в сучасному інвестиційному середовищі підходів до зменшення ризиків асиметрії інформації виступає інформаційна прозорість – розкриття значимої для інвестора інформації.

У низці публікації вітчизняних дослідників [1, 2], звітах інформаційних агентств [5, 6, 9] і державних програмах розвитку [7, 8], присвячених розвитку галузі колективного інвестування, констатується загальний низький рівень якості розкриття й необхідність забезпечення інформаційної прозорості ринку. Проте самої констатації замало. Для здійснення конкретних заходів, спрямованих на вирішення проблеми ризиків асиметрії

Таблиця 1

Динаміка розвитку сфери колективних інвестицій в Україні<sup>1</sup>

	Кількість	Сукупна чиста вартість активів, млн грн				
	ІСІ*	НПФ	КУА	АПФ	ІСІ	НПФ
31.09.2006	462	77	219	40	13545,49	118,29
31.09.2010	1069	94	348	43	99726,52	622,45
Приріст,%	131,39%	22,08%	58,90%	7,50%	636,23%	426,21%

\*Позначення: ІСІ – інститут спільного інвестування, НПФ – недержавний пенсійний фонд, КУА – компанія з управління активами, АПФ – адміністратор пенсійного фонду.

<sup>1</sup> За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (Аналітичні огляди ринку ІСІ та НПФ в Україні за 2006 – 2010 рр.)

інформації необхідною є розробка методології розкриття інформації у схемах колективного інвестування та регулярна оцінка (моніторинг) інформаційної прозорості за цією методологією.

У даній статті автори поставили на меті розробити методологічні основи розкриття інформації в найбільш розвинутих в Україні схемах колективного інвестування – інститутах спільного інвестування та недержавних пенсійних фондах. Методологія іманентно включає кількісну оцінку рівня інформаційної прозорості. Така оцінка була здійснена авторами для найбільших вітчизняних ІСІ та НПФ відкритого типу.

**С**лід відзначити, що розробка методології розкриття інформації інститутами фінансового ринку має бути комплексною та багатоаспектною. Вона має включати як позитивний ефект від прозорості,

який полягає у підвищенні довіри, так і негативний ефект, який може виникати у зниженні конкурентоспроможності. У науковій літературі обґрунтовується, що розкриття інформації в більшості випадків є вигідним для принципала, тому що знижує ризик несприятливого вибору та моральний ризик [3]. Разом з тим, існують роботи (наприклад, [4]), в яких представлені аспекти розкриття інформації, що можуть несприятливо відбитися на результатах управління інвестиційним портфелем.

Зміст доцільної для розкриття інформації визначається логікою діяльності основних інститутів сфери колективного інвестування – ІСІ та НПФ (табл. 2). Сукупність інформації для оприлюднення сформована таким чином, щоб забезпечити оптимальний рівень розкриття, тобто такий, що найбільш повно відповідає цілям і прагненням як інвесторів, так і тим, хто здійснює управління.

Таблиця 2

Зміст і значимість інформації, доцільної для добровільного розкриття ІСІ та НПФ

Структурний елемент	Зміст інформації (показники і характеристики)	Доцільність
1	2	3
<i>Спільне для ІСІ та НПФ</i>		
Фонд в цілому	Основні характеристики фонду, регламент діяльності, умови та порядок участі, процедури інформування про суттєві події фонду	Необхідний стандарт інвестиційних / пенсійних відносин
Стратегія інвестування	Опис і аналіз портфельної стратегії, ризиків та стратегії їхнього хеджування; структура портфелю за інструментами, секторами та галузями економіки; інформація про крупні вкладення; обґрунтування показників ефективності	Можливість оцінки доходності й ризику; оцінка стратегії з точки зору її виваженості, відповідності цілям принципала; ідентифікація можливих проявів опортунізму агента (вкладення коштів у афільовані структури, маніпулювання з доходністю активів, тощо)
Результати діяльності	Динаміка зміни вартості активів фонду, обсяг залучених коштів, фінансова звітність, значення прийнятих показників ефективності	Об'єктивна оцінка ефективності діяльності фонду
Управляючий активами	Найменування, організаційно-правова форма, структура власності, наявність ліцензії, відомості про менеджерів і аналітиків, відомості про фонди в управлінні, історія розвитку і діяльності, фінансовий стан компанії (звітність), рівень винагороди за послуги з управління активами	Встановлення цілей діяльності та професійно-кваліфікаційного рівня управляючих активами
<i>Специфічне для НПФ</i>		
Засновники НПФ	Перелік, структура власності, види діяльності, історія розвитку засновників НПФ; компетенція і результати зборів засновників пенсійного фонду	Визначення ролі й цілей засновників у діяльності НПФ. Афільованість інших структур із засновниками
Рада НПФ	Перелік членів та Голови Ради фонду, їх біографічні відомості; відомості про пов'язаність членів, про те, представником якого засновника є кожен член Ради, про відповідність кваліфікаційного рівню, про устрій, повноваження і результати засідань Ради НПФ. Правила та процедури її діяльності.	Прозорість фактичного кваліфікаційного рівня членів Ради та наслідків прийнятих нею рішень. Прозорість прийняття рішень Радою фонду
Пенсійні схеми НПФ	Детальний опис схем, порядок внесення змін, доповнень і скасування схем	Визначення умов та порядку пенсійного забезпечення

1	2	3
Адміністратор НПФ	Найменування, організаційно-правова форма, структура власності, повноваження, розмір винагороди за послуги з адміністрування НПФ, рівень фінансово-облікових технологій та системи ведення персоналізованого обліку, історія діяльності, фінансовий стан (звітність)	Визначення рівня кваліфікації, інформаційних та облікових технологій осіб, що надають послуги з адміністрування НПФ
Зберігач НПФ	Найменування, наявність ліцензії, повноваження, тривалість взаємовідносин з НПФ, інші відомості	Ідентифікація зберігача та можливості ефективного виконання ним функцій контролю діяльності інших учасників недержавного пенсійного забезпечення
Аудитор НПФ	Найменування, основні відомості про аудитора; свідоцтво про внесення до реєстру аудиторів, які можуть проводити аудиторські перевірки фінансових установ	Ідентифікація аудитора
Загалом	Ідентифікація складових спільного інвестування/недержавного пенсійного забезпечення, відомості про їхній зв'язок/непов'язаність та кваліфікаційні рівні	Оцінка імовірності виконання ІСІ/НПФ фідучіарних зобов'язань; оцінка супутніх ризиків

Авторами було розроблено методику оцінки рівня інформаційної прозорості інститутів сфери колективних інвестицій, що включає перелік критеріїв та підхід до кількісного визначення рівня прозорості ІСІ та НПФ.

З метою оцінки повноти розкриття (рівня інформаційної прозорості) уся сукупність суттєвої інформації було формалізовано у конкретних показниках (критеріях оцінки), згрупованих у інформаційні компоненти, які, у свою чергу, об'єднані у блоки (див. табл. 3). Методика оцінювання прозорості передбачає отримання кількісного вираження рівня інформаційної прозорості. На основі цього розраховується інтегральний показник – індекс інформаційної прозорості  $T \& D\_index$ .

Значення показника  $T \& D\_index$  належить проміжку від 0 до 100% і розраховується шляхом сумування отриманих величин рівня розкриття інформації за критеріями з відповідними вагами:

$$T \& D\_index^I = \sum_{item \in I} w_{item}^I \cdot X_{item}$$

де  $w_{item}^I$  – вага (значимість) критерію у певній множині критеріїв (блоки або компоненти);  $X_{item}$  – результат оцінювання рівня розкриття інформації за критерієм  $item$ .  $X_{item} \in \{0; 0,5; 1\}$ , при цьому значення 1 відображає факт повного розкриття інформації, 0,5 – факт часткового розкриття та 0 – відсутність інформації за критерієм.

Таблиця 3

## Критерії, їх ваги та результати оцінювання для ІСІ та НПФ за розробленою методикою

Найменування блоків/компонент		Кількість критеріїв	Ваги, %	T&D_index, %	
<i>ІСІ</i>					
1	<b>Інформація стосовно КУА</b>		32	50	30,83
	1.1	Розкриття структури власності компанії з управління активами (КУА)	7	8	36,63
	1.2	Надання інформації про менеджмент КУА	9	18	18,09
	1.3	Висвітлення результатів діяльності КУА	8	12	29,94
	1.4	Відносини КУА з інвесторами	8	12	46,96
2	<b>Інформація щодо ІСІ</b>		32	50	42,19
	2.1	Наявність текстів документів ІСІ	4	10	59,00
	2.1	Розкриття результатів діяльності ІСІ	12	10	29,05
	2.3	Висвітлення інвестиційної стратегії	8	18	43,67
	2.4	Відносини з інвесторами в межах фонду	8	12	36,92
<b>Разом</b>		64	100	36,51	
<i>НПФ</i>					
1	<b>Інформація стосовно засновників НПФ</b>		9	5,52	23,54
2	<b>Інформація щодо власне недержавного пенсійного фонду</b>		51	52,09	25,56

Найменування блоків/компонент		Кількість критеріїв	Ваги, %	T&D_index, %
2.1	Відомості про недержавний пенсійний фонд в цілому	16	27,77	41,97
2.2	Розкриття інформації про Раду НПФ	11	23,86	16,78
2.3	Інформація щодо пенсійних схем НПФ	3	4,56	25,66
2.4	Висвітлення стратегії інвестування активів НПФ	8	15,62	20,11
2.5	Висвітлення результатів діяльності НПФ	13	28,20	19,84
3	<b>Відомості щодо особи, що здійснює адміністрування НПФ</b>	23	16,45	30,47
4	<b>Відомості щодо особи, що здійснює управління активами НПФ</b>	29	23,70	26,18
5	<b>Інформація стосовно зберігача фонду</b>	6	1,84	37,41
6	<b>Інформація стосовно аудитора НПФ</b>	2	0,41	13,23
<b>Разом</b>		120	100	26,57

Авторами було оцінено рівень добровільного розкриття інформації найкрупнішими публічними ІСІ (50 фондів) та відкритими НПФ (27 фондів). Як апроксимації інформації, що розкривається добровільно, були обрані Інтернет-ресурси структур у схемах колективного інвестування (веб-сайти фондів, КУА, адміністраторів тощо). Результати оцінки, подані в табл. 3, свідчать про загальний низький рівень розкриття інформації. Також видно, що прозорість ІСІ вища за прозорість НПФ.

Порівняння рівнів розкриття однорідної інформації в інвестиційних та недержавних пенсійних фондах подано на *рис. 1*.

Розроблена авторами методологія може бути використана для формування стандартів добровільного розкриття інформації для інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів. Останнє особливо значимо через запровадження в Україні пенсійної реформи, яка передбачає введення обов'язкового накопичувального рівня пенсійної системи. У відповідності

до запропонованого проекту реформи кошти, акумульовані на цьому рівні, можуть бути передані в управління НПФ (за вибором учасника). Враховуючи низький рівень обізнаності населення щодо функціонування накопичувального рівня пенсійної системи розкриття інформації НПФ має додаткову актуальність. ■

#### ЛІТЕРАТУРА

1. **Бондаренко М. І.** Стандарти фінансового ринку як засіб його прозорості та ефективності / М. І. Бондаренко, В. І. Чигринов, І. М. Абрамова // Вісник економічної науки України.– 2010.– № 2.– С. 25 – 27.

2. **Полетаєв О. О.** Проблеми і напрями удосконалення функціонування фінансового посередництва на ринку цінних паперів / О. О. Полетаєв // Наукові праці: Науково-методичний журнал. – Т. 133. Вип. 120. Економіка.– Миколаїв: Вид-во МДГУ ім. Петра Могили, 2010.– С. 51 – 55.

3. **Holstrom B.** Moral hazard and observability // The Bell Journal of Economics.– 1979.– Vol. 10, No. 1.– pp. 74 – 91.

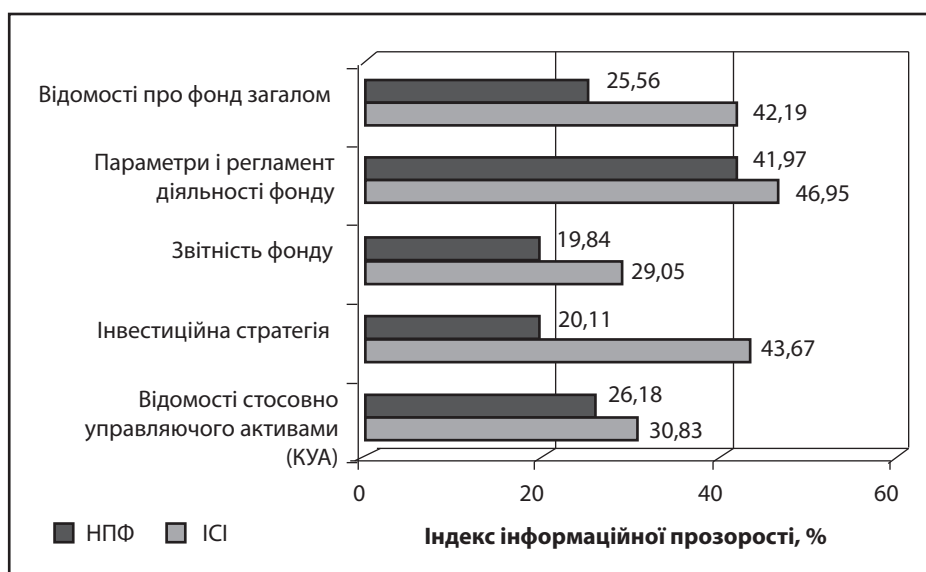


Рис. 1. Порівняння рівнів розкриття інформації для ІСІ та НПФ

4. **Prat A.** The wrong kind of transparency // The American Economic Review. – 2005. – Vol. 95, No. 3. – pp. 862 – 877.

5. Рекомендації щодо економічних та інституціональних реформ (Січень 2008) [Електронний ресурс] / Аналітично-дорадчий центр Блакитної стрічки. – Режим доступу: [www.un.org.ua/brc/ua\\_adp\\_src/Recommendations%20to%20ministriesUK.pdf](http://www.un.org.ua/brc/ua_adp_src/Recommendations%20to%20ministriesUK.pdf)

6. Розвиток фондового ринку і небанківських фінансових інститутів в Україні: ключові перешкоди і пріоритетні напрямки подальшого реформування. 10-й Міжнародний форум учасників фондового ринку, Алушта, Крим, 21 вересня 2007 року [Електронний ресурс] / Світовий банк, USAID Україна. – Режим доступу: [www.ukraine.usaid.gov/lib/capmarkets\\_pp\\_ukr.pdf](http://www.ukraine.usaid.gov/lib/capmarkets_pp_ukr.pdf)

7. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 20 січня 2010 р. № 135-р «Про затвердження плану заходів щодо реалізації Концепції захисту прав споживачів небанківських фінансових послуг в Україні» [Електронний

ресурс]. – Режим доступу: [www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=135-2010-%F0](http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=135-2010-%F0).

8. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р «Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0](http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0).

9. Функціонування добровільних приватних пенсійних схем в Україні: огляд і рекомендації (березень 2008 року) [Електронний ресурс] / Світовий банк. – Режим доступу: [www.siteresources.worldbank.org/INTUKRAINE/UKRAINE/IAN/Resources/PVPPS\\_ukr.pdf](http://www.siteresources.worldbank.org/INTUKRAINE/UKRAINE/IAN/Resources/PVPPS_ukr.pdf)

10. IFSL Research. Fund Management 2010 [Електронний ресурс] / International Financial Services, London. – Режим доступу: [www.thecityuk.com/media/188154/fund%20management%202010.pdf](http://www.thecityuk.com/media/188154/fund%20management%202010.pdf)