



<https://doi.org/10.15407/eip2020.02.120>

УДК 336.761

JEL G14, G23, G28, K22

**Шелудько Н.М.**, д-р екон. наук, професор  
завідувач відділу грошово-кредитних відносин  
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"  
ORCID: 0000-0001-6936-3158  
e-mail: n.sheludko@ukr.net

**Шишков С.Є.**, канд. екон. наук  
директор ПрАТ "Фондова біржа "Перспектива"" (Дніпро)  
ORCID: 0000-0003-4440-9572  
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

## ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ: МАСШТАБИ І НАСЛІДКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДИСФУНКЦІЇ

*Розвиток інститутів спільного інвестування (ІСІ) в Україні характеризується досить неоднозначними та стійкими тенденціями, які на перший погляд не мають об'єктивного економічного підґрунтя. Динаміка діяльності ІСІ в Україні демонструє їх стійку невразливість до кризових явищ у світовій та національній економіці, збереження позицій за кількістю на тлі зменшення складу як професійних учасників фондового ринку, так і інших інституційних інвесторів, попри звуження кола фінансових інструментів в обігу, поступове формування у суспільній свідомості нейтрально негативного погляду щодо функціонування національного фондового ринку. Зроблено припущення, що запорукою такої інституційної життєздатності є податкові переваги ІСІ – і це отримало підтвердження за результатами аналізу. Зауважено, що у цьому випадку спотворюються як економічний сенс, так і задекларована "спільність" цього інвестиційного інституту.*

*Використання ІСІ виключно з метою зниження податкового навантаження, з грубими правовими та податковими порушеннями створює ризики як для бенефіціарів таких податкових схем, так і для існування цього інституту взагалі. Специфічність "напрямів інвестування" поза сферою фондового ринку, вкрай умовне виконання функції акумулювання інвестиційних ресурсів та, відповідно, профанація функцій ІСІ як емітента, у т.ч. щодо справедливого розподілу інвестиційних доходів; спотворення суті ідеології спільного інвестування у поєднанні з надто лояльним регулюванням з боку НКЦПФР на нинішньому етапі*

© Шелудько Н.М., Шишков С.Є., 2020

*взагалі ставлять під сумнів можливість розглядати ІСІ як повноцінну складову фондового ринку.*

**Ключові слова:** фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, інститути спільного інвестування, інвестиційні фонди, інституційні інвестори, фінансові інститути

Очікувалося, що інститути спільного інвестування в Україні мають стати одним із найбільш значущих учасників фондового ринку, що одночасно виступають інституційними інвесторами, емітентами та фінансовими посередниками, акумулюють фінансові ресурси юридичних та фізичних осіб та достатньо ефективно управляють досить суттєвими за українськими мірками інвестиційними портфелями.

Проте фактичний стан справ у царині діяльності інститутів спільного інвестування в Україні засвідчує досить неоднозначні та стійкі тенденції, які на перший погляд не мають об'єктивного економічного підґрунтя. Так, динаміка діяльності вітчизняних ІСІ демонструє їх невразливість до кризових явищ, збереження позицій за кількістю на тлі зменшення складу як професійних учасників фондового ринку, так і інших інституційних інвесторів, попри звуження кола фінансових інструментів у обігу.

Окремі аспекти феномена українського спільного інвестування ("квзівенчурний" інститут) досить конкретно висвітлені у роботах експертів [1–3].

Однак є підстави вважати [4–6], що запорукою такої інституційної життєздатності є податкові преференції ІСІ.

З огляду на зазначене, мета статті полягає у виявленні причин специфічних трендів розвитку ІСІ в Україні та з'ясуванні ролі податкових преференцій в інвестиційній дисфункції ІСІ.

### **1. ІСІ в Україні: особливості становлення і розвитку**

Поява ІСІ в Україні – як і більшості інших фінансових інституцій – щільно пов'язана з процесом приватизації, що, з одного боку, заклала початкові умови для розвитку фондового ринку, а з іншого – призвела до надмірної концентрації стратегічних активів у власності фінансово-промислових груп та обмеженості інтересу внутрішніх та зовнішніх інвесторів до будь-яких інструментів фондового ринку України, відмінних від державних.

Саме для обслуговування процесу масової приватизації в Україні активно створювалися інвестиційні компанії і фонди, що діяли згідно з Указом Президента України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" від 19.02.1994 р. № 55/94 [7] та спочатку могли залучати у населення тільки приватизаційні майнові сертифікати, які згодом вкладалися на аукціонах ФДМУ. Інвестиційні фонди було створено як ІСІ, а інвестиційні компанії виступали як торговці цінними паперами, які, крім інших видів діяльності, могли залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії цінних паперів та їх розміщення. Вже у 1995 р. створено Українську Асоціацію Інвестиційного Бізнесу (УАІБ), яка об'єднує учасників індустрії спільного

бізнесу та вже тривалий час розглядається як найбільш впливова СРО (саморегульована організація) на фондовому ринку України, зокрема, через найбільші повноваження, делеговані їй НКЦПФР.

Проте насправді динамічно індустрія спільного інвестування в Україні почала розвиватися після ухвалення Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15.03.2001 р. № 2299-III. Цим законодавчим актом започатковано діяльність компаній з управління активами (КУА), які управляють активами таких форм організації ІСІ, як корпоративні інвестиційні фонди (КІФ – у формі акціонерного товариства, акції КІФ належать інвесторам) та пайові інвестиційні фонди (ПІФ – активи, що перебувають в управлінні КУА та обліковуються окремо від результатів її господарської діяльності, інвестори є власниками інвестиційних сертифікатів ПІФ). Унаслідок цього розроблено детальну класифікацію ІСІ (строкові/безстрокові, відкритого, інтервального та закритого типу, диверсифікованого та недиверсифікованого виду), зокрема, вперше на законодавчому рівні передбачено функціонування венчурних фондів (недиверсифікованих ІСІ закритого типу, які здійснюють виключно приватне розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних і фізичних осіб). Окрім того, в результаті ІСІ поступово стали основним, але не єдиним напрямом діяльності КУА, адже КУА почали також управляти активами недержавних пенсійних фондів (2005) та страхових компаній (2010).

Для врахування особливостей функціонування КІФ порівняно зі звичайними акціонерними товариствами та появи нових класифікаційних ознак ІСІ було ухвалено Закон України від 05.07.2012 р. № 5080-VI [8], який набув чинності з 01.01.2014 р. та дотепер є основним законодавчим актом, що регулює діяльність ІСІ. Зокрема, додатково до диверсифікованих та недиверсифікованих було додано можливість створення таких видів ІСІ, як: 1) спеціалізований (інвестує активи виключно у певні категорії активів, що дає змогу класифікувати їх як фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облігацій, фонди акцій, індексні фонди, фонди банківських металів) та 2) кваліфікаційний (не має будь-яких вимог до структури активів, проте інвестує активи виключно в кошти та один із кваліфікаційних класів активів – класи нерухомості, рентних активів, кредитних активів, біржових товарних активів, об'єднаний клас цінних паперів).

Наразі в межах виконання положень Угоди про асоціацію України з ЄС очікуються чергові зміни законодавства у сфері спільного інвестування.

На перший погляд динаміка індустрії ІСІ в Україні є доволі позитивною, окрім періодів 2008–2009 рр. та 2014–2015 рр., що пов'язані з глобальною фінансовою кризою та збройною агресією РФ проти України, показники діяльності ІСІ стабільно зростали (рис. 1, 2): за 2005–2019 рр. кількість ІСІ збільшилася у 4,7 раза (венчурних – у 5,5 разів), обсяг активів ІСІ – у 49,1 раза (венчурних – у 50,2 раза).

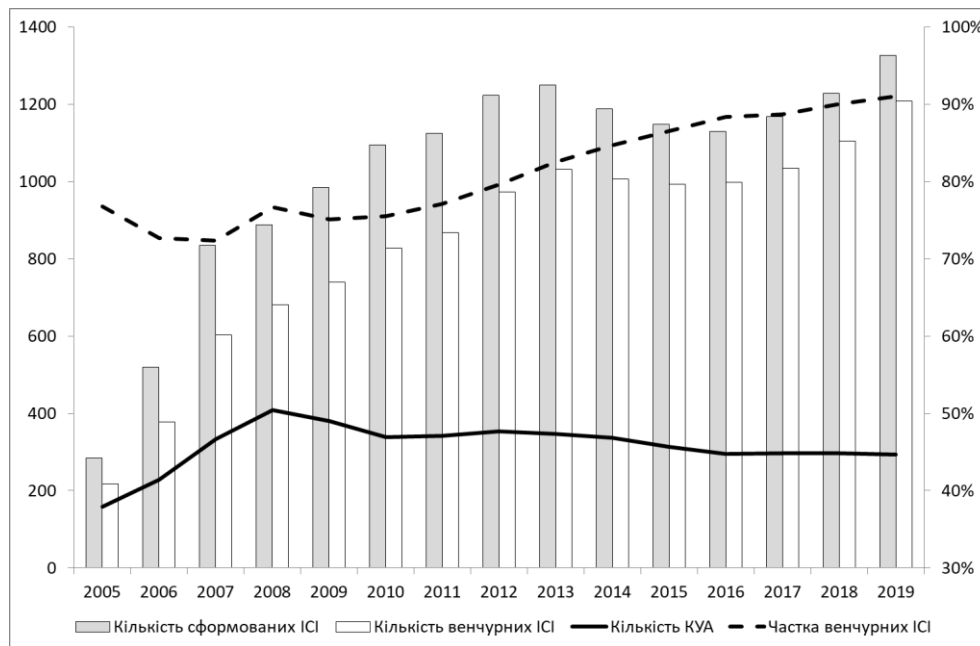


Рис. 1. Кількість КУА та ІСІ в Україні у 2005–2019 рр.

Джерело: складено за даними НКЦПФР, УАІБ.

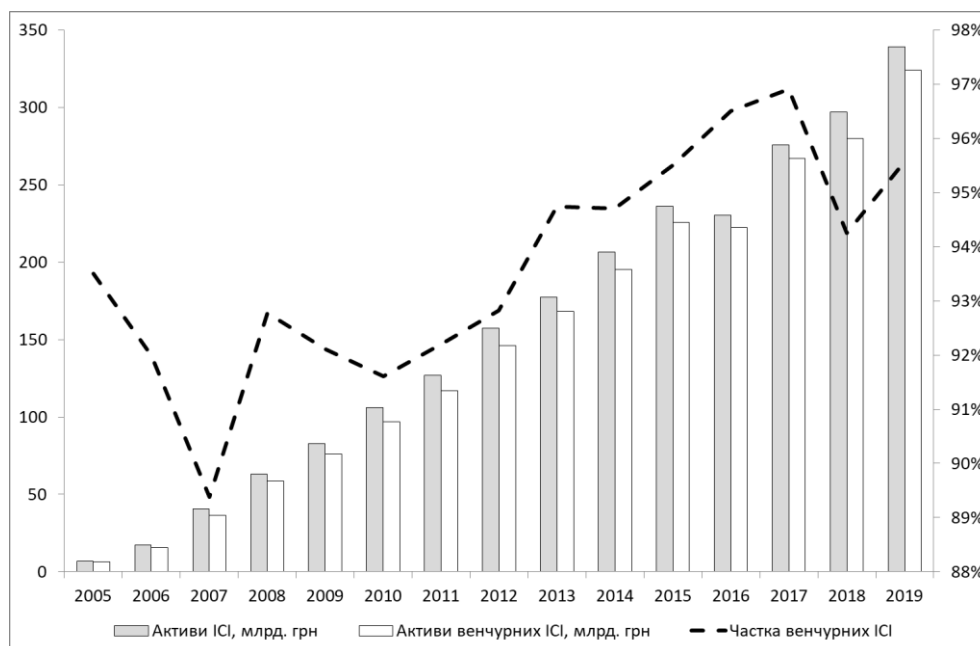


Рис. 2. Активи ІСІ в Україні у 2005–2019 рр.

Джерело: складено за даними НКЦПФР, УАІБ.

Слід зазначити, що на ІСІ та обслуговуючих їх КУА найменше – порівняно з іншими фінансовими інститутами – позначилися фактори політико-фінансової нестабільності останніх років та поступове зростання законодавчих вимог щодо провадження діяльності на фінансових ринках. За 2014–2018 рр.

кількість діючих банків скоротилася на 53%, страхових компаній – на 26%, недержавних пенсійних фондів (НПФ) – на 24%, торговців цінними паперами депозитарних установ – на 35%; натомість кількість КУА зменшилася лише на 13% (з 345 до 299), отже, КУА стали найбільш численною категорією ліцензованих учасників фондового ринку. Кількість ІСІ за цей період скоротилася лише в частині невенчурних фондів, натомість кількість венчурних ІСІ навіть зросла, а темпи збільшення активів ІСІ були найбільшими серед українських фінансових інститутів (табл. 1).

*Таблиця 1*

**Кількість фінансових інститутів та обсяг їх активів в Україні  
у 2014–2018 рр.**

Фінансові інститути	Кількість			Обсяг активів, млрд грн		
	2014	2018	Зміна, %	2014	2018	Зміна, %
Банки	163	77	-52,8	316,85	1 359,70	3,3
ІСІ – всього	1238	1133	-8,5	207,97	306,09	47,2
– невенчурні ІСІ	218	99	-54,6	10,49	16,66	58,8
– венчурні ІСІ	1020	1034	1,4	197,47	289,43	46,6
Страхові компанії	382	281	-26,4	70,26	63,49	-9,6
НПФ	75	57	-24,0	2,47	2,74	10,9

*Джерело:* складено за даними НКЦПФР, НБУ, Нацкомфінпослуг.

На початок 2020 р., за даними УАІБ, її членами були 293 КУА, в управлінні яких перебували активи 1399 ІСІ, 58 НПФ та двох страхових компаній; загальна вартість цих активів перевищила 350 млрд грн. Упродовж останніх 10 років активи ІСІ зросли у 3,2 раза, що вдвічі перевищило темпи зростання активів українських банків, тож співвідношення між активами ІСІ та банків за 2010–2019 рр. зросло з 11,2 до 22,7%.

Одразу після появи законодавчої можливості щодо створення венчурні фонди стали безумовно домінувати на ринку спільного інвестування, і ця тенденція тільки посилюється – як за кількістю (частка венчурних ІСІ у загальній кількості зросла з 73% у 2006 р. до 91% у 2019 р. – рис. 1), так і за активами (частка активів венчурних ІСІ у загальному обсязі зросла з 92% у 2006 р. до 96% у 2019 р. – рис. 2).

Причини цього достатньо очевидні – для венчурних фондів передбачено найменші вимоги щодо формування та диверсифікації активів, за рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися позики юридичним особам, при цьому режим оподаткування є таким же непривабливим, як і для інших ІСІ.

## 2. Фіскальні чинники функціонування ІСІ на незрілому фондовому ринку

У теорії та практиці оподаткування прийнято вважати, що правила оподаткування повинні адекватно відображати як доходи, так і економічну діяльність, в результаті якої вони виникають. Певною мірою існуючі податкові преференції в деяких випадках призводять до неадекватності доходів і прибутків



від економічної діяльності. Проте у подібних випадках лояльність законодавства обґрунтовується суспільними потребами та/або важливістю певного виду економічної діяльності для добробуту суспільства, національної безпеки тощо.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів саме і є однією зі сфер економічної діяльності, для якої (зокрема в Україні) встановлені податкові преференції. Необхідність використовувати особливі підходи до цього виду діяльності у питаннях оподаткування обумовлена особливою економічною та правовою природою послуги з управління активами інституційних інвесторів. Так, за своєю природою управління активами інституційного інвестора передбачає передачу частини управлінських функцій від безпосереднього власника таких активів до надавача фінансових послуг.

Встановлюючи податкові преференції, вітчизняний законодавець брав до уваги таке: 1) у структурі інвестиційного процесу базовим елементом є мотивація та здійснення заощаджень; 2) важливо забезпечити перевагу або хоча би податкову рівність послуги з управління активами інституційних інвесторів над самостійним здійсненням інвестицій (у разі добровільного характеру споживання послуги); 3) у разі примусового характеру споживання послуги з управління активами важливим є зниження ризику інвестицій для особи, яка інвестує їх у активи.

Таким чином, головним аргументом на користь ліберального податкового регулювання послуги з управління активами інституційних інвесторів слугувало забезпечення переваг інституційного інвестування порівняно із самостійним здійсненням інвестицій, а також зниження негативного ефекту від прояву агентських конфліктів між різними учасниками інвестиційного процесу.

Специфіка фондового ринку в Україні, нерозвиненість його окремих сегментів суттєво звужують можливості формування ефективних портфелів для інституційних інвесторів, зменшують переваги інституційного інвестування порівняно із самостійним здійсненням інвестицій. ІСІ, що здебільшого мають інвестувати у цінні папери та нерухомість, стикаються з обмеженістю потенційних інструментів.

Якщо у світі ІСІ значною мірою диверсифікують свої вкладення, інвестуючи кошти в різні активи, то в Україні можливості для інвестування в такі традиційні види фінансових інструментів, як акції та облігації підприємств, значно ускладнені через незначну кількість надійних (лістингових) випусків, низьку ліквідність та вкрай незначний обіг на регульованому (біржовому) ринку порівняно з державними облігаціями (ОВДП), див. табл. 2.

Як наслідок, вкладення ІСІ в акції, облігації підприємств, облігації місцевих позик, заставні та векселі за останні роки суттєво скоротилися. Єдиним напрямом вкладень ІСІ в цінні папери, який за останні роки зріс, стали саме ОВДП (табл. 3).

Таблиця 2

**Види цінних паперів на біржовому ринку України  
у 2014–2018 рр.**

Види фінансових інструментів	Частка в загальному обсязі біржових торгів, %			Частка в загальній кількості лістингових випусків, шт.		
	2014	2018	Зміна	2014	2018	Зміна
Державні облигації	88,1	94,2	+6,1	35,2	93,9	+58,6
Акції	3,9	0,5	-3,5	24,4	1,6	-22,7
Облігації підприємств	5,3	3,9	-1,3	30,8	4,1	-26,7
Інші фінансові інструменти	2,7	1,4	-1,3	9,6	0,4	-9,2

Джерело: складено за даними НКЦПФР.

Таблиця 3

**Вартість та структура активів діючих ІСІ у 2014–2018 рр.**

Види активів	Вартість, млн грн			Частка в активах, %		
	2014	2018	Зміна, %	2014	2018	Зміна, %
Акції	34 527,9	17 952,1	-48,0	16,6	5,9	-10,7
Облігації підприємств	8 382,1	8 049,9	-4,0	4,0	2,6	-1,4
Облігації місцевих позик	0,8	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0
Державні облигації	330,9	763,2	130,6	0,1	0,2	0,1
Векселі	16 114,1	9 258,8	-42,5	7,7	3,0	-4,7
Заставні	21,9	0,5	-97,8	0,0	0,0	0,0
Деривативи	78,0	1 469,3	1782,8	0,0	0,5	0,4
Інші інвестиції	37 013,8	78 225,3	111,3	17,8	25,6	7,8
Грошові кошти	3 555,7	4 693,9	32,0	1,7	1,5	-0,2
Банківські метали	13,4	4,6	-66,1	0,0	0,0	0,0
Об'єкти нерухомості	4 423,0	9 357,7	111,6	2,1	3,1	0,9
Дебіторська заборгованість	103 504,3	176 310,4	70,3	49,8	57,6	7,8
Всього активів	207 965,9	306 085,8	47,2	100,0	100,0	-

Джерело: складено за даними НКЦПФР.

Разом із тим інвестування через ІСІ в ОВДП – як найбільш поширений вид інвестицій багатьох суб'єктів – не має сенсу (оскільки суб'єкти можуть придбати ОВДП і без об'єднання у фонди. До того ж фізичні особи, які самостійно придбають ОВДП, мають суттєві переваги порівняно з інвестуванням через ІСІ або, щонайменше, не сплачують податок з дивідендів від ІСІ в разі спільного інвестування.

Фактично, отримання більшої дохідності від ефекту масштабу для ІСІ мало би зводитися до інвестування у ринок нерухомості чи боргові зобов'язання. Проте саме специфіка оподаткування ІСІ відіграє стимулюючу роль у розвитку їх діяльності.



Венчурні ІСІ, а також закриті ІСІ у 2018 р. надавали перевагу інвестуванню в інші активи (близько 88%), відмінні від цінних паперів. Відкриті ІСІ мають більш диверсифікований портфель, де більша частина припадає на акції (44,8% активів), депозити (26,0%), ОВДП (21,8%). Інтервальні ІСІ – у свою чергу – 39,8% вкладають в ОВДП, а 38,8% – в акції (табл. 4).

Таблиця 4

## Вартість та структура активів в розрізі видів діючих ІСІ у 2018 р.

Види активів	Вартість, млн грн				Частка в активах, %			
	венчурні	відкриті	інтервальні	закриті	венчурні	відкриті	інтервальні	закриті
Акції	16 606,9	33,6	31,9	1 433,7	5,7	44,8	38,8	17,2
Облігації підприємств	7 729,9	0,3	0,5	315,1	2,7	0,4	0,6	3,8
Облігації місцевих позик	0,3				0,0	0,0	0,0	0,0
Державні облігації	280,2	16,4	32,7	389,9	0,1	21,8	39,8	4,7
Векселі	9 202,3			106,8	3,2	0,0	0,0	1,3
Заставні	0,5				0,0	0,0	0,0	0,0
Деривативи	1 469,3				0,5	0,0	0,0	0,0
Інші інвестиції	75 621,4		0,1	2 268,4	26,1	0,0	0,2	27,1
Грошові кошти	3 474,6	19,5	10,4	1 094,6	1,2	26,0	12,7	13,1
Банківські метали		0,8		1,3	0,0	1,0	0,0	0,0
Об'єкти нерухомості	9 330,5			17,4	3,2	0,0	0,0	0,2
Дебіторська заборгованість	165 709,7	4,5	6,5	2 731,0	57,3	6,0	7,9	32,7
Усього активів	289 425,5	75,1	82,1	8 358,3	100,0	100,0	100,0	100,0
У т.ч. цінні папери	33 820,0	50,3	65,1	2 245,5	11,7	67,0	79,2	26,9

Джерело: складено за даними НКЦПФР.

Варто звернути увагу, що безпосередньо в об'єкти нерухомості вкладено лише 3,2% активів венчурних ІСІ. Проте наведений НКЦПФР у 2018 р. аналіз дебіторської заборгованості венчурних ІСІ<sup>1</sup>, що становить найбільшу частку їх активів (165,7 млрд грн, 57,3% активів), свідчить, що предметом дебіторсь-

<sup>1</sup> Річний звіт НКЦПФР за 2018 рік. URL: [https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit\\_2018-1.pdf](https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit_2018-1.pdf)



кої заборгованості виступають позики, права вимоги, корпоративні права, відмінні від цінних паперів, тощо, тобто фактично в активах венчурних ІСІ обліковуються результати операцій, пов'язаних насамперед із фінансуванням будівництва та продажем нерухомості.

Немає підстав не погодитися, що застосування поширеної в Україні характеристики ІСІ як венчурних фондів має спотворений зміст [1, 3]. Найпривабливішими сферами, в які інвестують венчурні фонди в Україні, є будівництво, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля, тоді як у країнах Європейського Союзу та США – це інвестиції в інновації [2]. Певною мірою, це пов'язано із суттєвими відмінностями у структурі економіки України та зрілих економік розвинених країн. Зокрема, за даними Світового банку<sup>2</sup>, частка високотехнологічного експорту України у 2018 р. становила лише 5% та протягом 2016–2018 рр. мала тенденцію до скорочення, натомість середньосвітовий показник – 21%.

Венчурні фонди в Україні використовуються переважно для оптимізації управління активами фінансово-промислових холдингів та зниження податкового навантаження, тоді як венчурне інвестування у світі залишається одним із найважливіших джерел капіталу для компаній, швидке зростання та розвиток яких постійно потребує додаткових зовнішніх інвестицій (як правило, це підприємства малого та середнього бізнесу) [2].

Фахівці справедливо зауважують, що українські венчурні фонди, на відміну від європейських фондів, не націлені на інвестиції в інноваційні проєкти та високотехнологічні галузі економіки. Аналіз найбільших венчурних фондів за вартістю активів і прибутковістю, а також компаній з управління активами цих фондів, наведений у роботі [2], свідчить про те, що більшість із них використовуються як інструмент спільних інвестицій та оптимізації оподаткування в будівельному, фінансовому та аграрному секторі. При цьому сам фонд виступає основним власником активів (корпоративних прав). Такий механізм дає можливість видавати кредити компаніям холдингу, тим самим зменшуючи базу оподаткування податком на прибуток підприємств, які отримують позики від венчурних фондів. Головними причинами цього є непрозорість і недосконале законодавство, обмеженість фінансування та, відповідно, не вигідність за таких умов здійснювати безпосередньо "чисте" інвестування в інновації [2, 3].

За оцінками експертів, доволі часто венчурні фонди в Україні взагалі створюються під активи одного клієнта для реалізації короткострокових проєктів або окремих фінансових схем. Зазвичай кінцевими бенефіціарами, співвласниками або пов'язаними особами КУА та відповідних фондів виступають впливові українські бізнесмени чи народні депутати.

Популярність ІСІ при структуризації бізнесу аргументується як зручністю управління різнорідними активами та проведенням операцій у межах груп

<sup>2</sup> High-technology exports (% of manufactured exports) / World Bank. URL <https://data.worldbank.org/indicator/TX.VAL.TECH.MF.ZS>

пов'язаних компаній з метою реалізації спільних проєктів, так і існуючим сприятливим режимом оподаткування.

Як уже зазначалося вище, саме через особливості оподаткування ІСІ ці інститути активно використовуються у практиці організації фінансування проєктів будівництва. ІСІ часто залучаються як оператор нерухомості, зокрема житлової. За інвестиційним договором із забудовником ІСІ може отримувати право власності на нерухомість і надалі здавати цю нерухомість в оренду або продавати іншим суб'єктам, таким чином генеруючи прибуток.

Одним із найбільш поширених варіантів залучення венчурних ІСІ для використання податкових преференцій є схема фінансування будівництва шляхом укладання інвестиційних (або попередніх) договорів, яка назагал зводиться до такого.

Метою схеми є: 1) залучення коштів на фінансування будівництва до введення нерухомості в експлуатацію; 2) несплата податку на прибуток від будівництва за рахунок використання податкової пільги, передбаченою п. 141.6.1 Податкового кодексу України; 3) несплата податку на прибуток, отриманий як різниця між ціною реалізації та собівартістю.

На першому етапі певна КУА в інтересах певного КІФ укладає договір із забудовником нерухомості на інвестування в будівництво із зобов'язанням забудовника поставити нерухомість після закінчення будівництва. Також КУА в інтересах ІСІ укладає (1) договір на інвестування будівництва нерухомості з кінцевими покупцями нерухомості із зобов'язанням ІСІ поставити нерухомість після закінчення будівництва або (2) попередній договір купівлі-продажу нерухомості з кінцевим покупцем нерухомості із зобов'язанням ІСІ укласти основний договір після завершення будівництва. Суми інвестиційних платежів за договорами з кінцевими покупцями (суми за попередніми договорами) кореспондуються як близькі до собівартості будівництва. Накопичені таким чином кошти спрямовуються забудовнику на фінансування будівництва.

На другому етапі після завершення будівництва відбувається поставка нерухомості кінцевим покупцям (споживачам) за договорами купівлі-продажу нерухомості (основним договором у разі використання схеми з попередніми договорами). На цьому етапі відбувається "доплата" вартості нерухомості в розмірі, що кореспондується з прибутком від будівництва нерухомості.

Цілком зрозуміло існування домовленості (змови у разі кримінальної кваліфікації таких дій) між службовими особами та/або бенефіціарами забудовника та службових осіб КУА (ІСІ) щодо провадження такої схеми фінансування будівництва. На користь цього свідчить: 1) укладання договорів кінцевими покупцями нерухомості виключно з певною(ими) КУА в інтересах певного(их) ІСІ в офісах продажу забудовника; 2) відсутність у забудовника інших механізмів продажу нерухомості, наприклад, без участі ІСІ; 3) наявність договору між ІСІ (КУА) та забудовником щодо інвестування будівництва.

Із викладеного вище випливає, що учасники схеми намагаються досягти поставленої мети начебто легальним шляхом за рахунок використання податкових пільг, передбачених для венчурних фондів.

У 2019 р. податкові органи часто перевіряли ІСІ, бо, відповідно до положень п. 141.6.1 ПКУ [11], кошти спільного інвестування звільняються від оподаткування (включаючи доходи від діяльності ІСІ), а забудовники використовують ІСІ, застосовуючи багаторівневі шляхи залучення фінансування. Оскільки будівництво потребує залучення значних фінансових інвестицій, то і податковий ефект від податкових перевірок сягає десятків, а то і сотень мільйонів гривень [12]. Увагу до ІСІ загострила ще й НКЦПФР, коли 20.02.2019 р. на офіційному сайті оприлюднила попередження щодо інвестування в об'єкти нерухомості шляхом купівлі форвардних контрактів, серед іншого зазначивши і про можливі негативні податкові наслідки таких угод [12].

Наразі судова практика стосовно обґрунтованості таких попереджень і підстав для донарахувань податкових зобов'язань ІСІ незначна і неоднозначна.

Проте чинні норми законодавства (про інвестиційну діяльність, про ІСІ та про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг) дають підстави щодо висновків, що залучення ІСІ коштів від осіб, які не є учасниками ІСІ, на підставі таких договорів не є діяльністю зі спільного інвестування за економічною та правовою природою. Тобто таку діяльність слід вважати забороненою діяльністю, оскільки професійні учасники фондового ринку не можуть поєднувати її з іншими видами діяльності.

Інвестиційні договори або договори купівлі-продажу (в т.ч. попередні) нерухомості, що перебували в процесі будівництва, що наразі укладаються ІСІ, за економічним змістом та – відповідно – правовою природою незалежно від назви договорів є правочинами про пайову участь у будівництві<sup>3</sup>. Участь ІСІ в "організації інвестування" за такою схемою є надуманою та формальною та здійснюється виключно з метою скористатися податковими пільгами. Саме з метою інституційного впорядкування інвестиційної діяльності при будівництві нерухомості та уникнення зловживання забудовників при залученні коштів через пайову участь у будівництві Закон України від 15.12.2005 р. "Про інвестиційну діяльність", ст. 4, було доповнено частиною третьою, відповідно до якої застосування такого механізму фінансування будівництва було припинено та встановлено, що інвестування та фінансування будівництва житла може здійснюватися виключно через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, а також шляхом емісії цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва.

<sup>3</sup> Оскільки суб'єкти інвестиційної діяльності можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності, інвестиційна діяльність може опосередковуватись договорами різної правової природи. У даному випадку йдеться про договори на зразок тих, через які забудовниками здійснювалась організація фінансування будівництва до 2006 року і які надавали можливість для численних зловживань у процесі фінансування будівництва, що, власне, і стало причиною їх заборони та внесення змін до Закону України "Про інвестиційну діяльність".

При цьому цим законом було прямо встановлено, що "...Інші способи фінансування будівництва таких об'єктів визначаються виключно законами". Наразі такого, "іншого", визначеного "виключно законом", способу не існує.

Тож маємо констатувати, що механізм фінансування будівництва житла шляхом укладення з кінцевими споживачами інвестиційних договорів або договорів купівлі-продажу наразі законодавством не передбачений. Факт організації схем такого фінансування з використанням ІСІ не слугує свідченням правомірності такого інвестування, оскільки здійснюється не у відповідності зі спеціальним законодавством, яким урегульовано діяльність ІСІ. Більш того, використання зазначених схем призводить до порушення низки Законів України, а саме "Про інвестиційну діяльність", "Про інститути спільного інвестування", "Про цінні папери та фондовий ринок" тощо.

Буквальна синхронізація ПКУ та законодавства про ІСІ в частині визначення терміна та поняття "кошти спільного інвестування" та надання податкової пільги саме доходам, які отримуються завдяки активам, що сформовані за рахунок коштів спільного інвестування, акцентує, що ІСІ не є "універсальними безподатковими інститутами", а режим податкової пільги має обмежений спеціалізований характер. На цьому також наголошується у Постанові Верховного Суду від 26.06.2018 р. у справі № 825/1830/17: ПКУ не містить положень, через які ІСІ звільняються від сплати податку на прибуток, а передбачено лише звільнення від оподаткування коштів спільного інвестування [12].

Статус коштів, отриманих ІСІ від контрагентів-інвесторів за інвестиційними договорами або договорами купівлі-продажу, в описаних схемах жодним чином не може вважатися коштами спільного інвестування, оскільки такі інвестори не придбали цінні папери ІСІ і не ставали учасниками ІСІ.

Водночас такі кошти не є доходами від операцій з активами ІСІ (адже ніякого відчуження не відбувається, оскільки самої речі, що є предметом договору, а, відповідно, і прав на неї взагалі ще не існує) або іншими доходами від використання активів ІСІ. Доходом у сенсі податкового та бухгалтерського законодавства такі кошти стануть тільки після відчуження, а до цього, відповідно, створення (виникнення) активу.

Але навіть після набуття новозбудованим об'єктом статусу нерухомості (тобто виникнення речі) доходи від її відчуження можуть вважатися коштами спільного інвестування тільки за умови, що такий актив ІСІ сформований за рахунок коштів спільного інвестування. З огляду на мізерний капітал практично всіх ІСІ, що використовують наведену схему, порівняно з коштами, необхідними для будівництва, вірогідність цього є гіпотетичною.

На підставі викладеного маємо констатувати, що кошти, отримані ІСІ за зазначеними договорами (схемами), є набутими всупереч чинному законодавству

та не виступають коштами спільного інвестування на будь-якому етапі реалізації схеми (виконання договорів).

Таким чином, попри зростання регуляторного навантаження на учасників фондового ринку, ІСІ наразі генерують суттєві правові та податкові ризики для українського ринку нерухомості. Певною мірою це пов'язано із тим, що дієвих засобів регулювання для ринку ІСІ насправді незрозуміло мало. Звітність КУА про ІСІ в управлінні є докладною тільки на перший погляд. Фактична структура активів ІСІ практично не розкривається (це можна відслідкувати хоча б за домінуючим активом – дебіторською заборгованістю, див. табл. 4, натомість реальні інвестиційні уподобання не розкриваються). Безумовно, певні додаткові відомості можна отримати через докладну звітність торговців цінними паперами (ТЦП), але загальні тренди на відхід від інвестицій саме у цінні папери нівелюють таку інформацію. Зокрема, укладення КУА в інтересах ІСІ інвестиційних чи попередніх договорів не вимагає залучення ТЦП, тож ця інформація не стане складовою звітності ТЦП. Проте навіть, якщо б у регулятора була подібна інформація, то в існуючому правовому колі це навряд чи щось принципово змінить: з одного боку, такі правочини цілком природно не відносяться до сфери його компетенції, з іншого боку, виявлення подібних операцій в межах регуляторного контролю за діяльністю КУА та ІСІ поки що не стало предметом щільної уваги НКЦПФР.

### 3. Інвестиційна дисфункція ІСІ: масштаби і наслідки

ІСІ в економічній системі мають виконувати низку функцій, проте ефективність їх реалізації в Україні викликає обґрунтовані сумніви.

По-перше, ІСІ дійсно акумулювали (залучили) значний обсяг коштів інвесторів, який поступається лише обсягам залучень банків. Це, серед іншого, дає економію на масштабах операцій, адже в міру зростання активи ІСІ отримують дедалі ширші можливості для скорочення витрат на здійснення фінансових операцій. Проте в Україні така економія значною мірою нівелюється: 1) найбільші трансакційні витрати пов'язані із послугами суб'єктів інфраструктури клірингу та розрахунків, і для різних категорій інвесторів ці витрати практично не відрізняються; 2) ринок розпорошений на 1,3 тис. ІСІ, тож розмір активів середньостатистичного невенчурного ІСІ становить до 5 млн дол. США (венчурного – до 10 млн дол. США), що внаслідок вимог до диверсифікації активів перетворює окремі ІСІ вже не на стільки значущих інвесторів; 3) КУА часто обслуговують незначну кількість ІСІ, що також не дає помітних резервів для економії, хоча ретроспективно помітне зростання співвідношення кількості ІСІ та КУА (у середньому з одного ІСІ на КУА у 2002–2004 р. до чотирьох у 2017–2019 рр.) Крім того, навряд чи варто вважати ІСІ реальним механізмом залучення фінансових ресурсів населення, якщо, за даними УАІБ, серед учасників венчурних фондів станом на кінець 2019 р. наявні лише 772 фізичні



особи-резиденти, що менше навіть за кількість зареєстрованих венчурних фондів (1207). І, навпаки: серед учасників 19 відкритих ІСІ наявні 1622 фізичні особи, яким – разом з іншими власниками – належить активів у сумі лише 3 млн дол. США.

По-друге, ІСІ мають можливість професійно відбирати об'єкти інвестування, диверсифікувати активи. Проте в українських умовах значні вимоги до диверсифікації нерідко призводять до втрати доходності або взагалі збитковості, адже диверсифіковані ІСІ змушені інвестувати навіть у явно збиткові або неліквідні активи, аби лише виконати вимоги щодо структури активів. І навпаки: венчурні ІСІ, за відсутності нормативних обмежень, як зазначено вище, інвестують в інструменти, вкрай умовно пов'язані із фондовим ринком, при цьому йдеться не про фінансування інновацій, а про операції, сумнівні з точки зору законодавства. Фактично попит як на диверсифікацію, так і на спеціалізацію активів майже відсутній: хоча можливість створення спеціалізованих та кваліфікованих ІСІ законодавчо врегульовано ще з 2014 р., реально існують одиничні приклади таких фондів.

По-третє, КУА та ІСІ, як і більшість інших фінансових установ, мають непропорційну регіональну концентрацію: у 2019 р. частка ІСІ, що зареєстровані в Києві та Київській області, у загальній кількості ІСІ сягала 72%, у загальних активах ІСІ – 80%. Отже, регіональна трансформація капіталів за участі ІСІ є вкрай обмеженою.

По-четверте, не вирішується проблема ліквідності вкладень інвесторів у ІСІ. Обіг цінних паперів, що випускаються ІСІ (акції КІФ та інвестиційні сертифікати ПІФ), є вкрай обмеженим (0,29 млрд грн, або 0,1% обсягу торгів на фондових біржах у 2018 р.).

По-п'яте, ІСІ не демонструють достатнього рівня доходності та зниження ризиків, аби стати привабливими для індивідуального інвестора. Безумовно, слід зважати на кризові процеси у національній економіці у 2014–2015 рр., проте помітно (табл. 5), що і в середньому за 2015–2019 рр., і після досягнення макрофінансової стабілізації доходність ІСІ (крім венчурних, відомості про які акумульовано не оприлюднюються) була зіставною із доходністю інвестицій у нерухомість, але суттєво поступалася вкладенням у депозити, інфляції та індексам акцій (за всієї їх умовності). Разом із тим, на тлі інших невенчурних ІСІ, виділяються фонди облігацій, які забезпечили доходність, порівнювану з доходністю депозитів у євро, інфляцією та фондовими індексами, хоча й дещо нижчу за гривневі, доларові та золоті депозити. Отже, знову виникає питання щодо доцільності вкладень індивідуальних інвесторів у ІСІ, якщо доходність самостійних вкладень у депозити чи облігації може виявитися значно вищою.

Таблиця 5

 Доходність ІСІ та інших напрямів (інструментів) інвестування  
в Україні у 2015–2019 рр., %

Інструменти	2015	2016	2017	2018	2019	Середня за період
Депозити у гривнях	23,0	22,1	16,9	15,0	17,1	18,8
Депозити у доларах США	68,9	21,2	10,4	-0,2	-11,9	17,7
Депозити у євро	47,9	14,6	24,0	-4,4	-15,3	13,4
"Золотий" депозит	38,9	22,7	21,5	-1,5	5,0	17,3
Індекс ПФТС	-37,8	10,2	18,8	77,5	-8,9	12,0
Індекс УБ	-33,6	16,0	71,3	25,1	-10,9	13,6
Інфляція (індекс споживчих цін)	24,9	12,4	13,7	9,8	4,1	12,9
Нерухомість у Києві (у гривнях)	24,9	0,5	-0,6	0,4	-4,1	4,2
Відкриті ІСІ	-4,1	14,0	27,3	9,0	-0,9	9,1
Інтервальні ІСІ	0,7	-6,2	6,7	6,4	-4,3	0,7
Інші (диверсифіковані, спеціалізовані) фонди з публічною емісією	5,3	-12,1	11,9	13,4	-2,6	3,2
Закриті ІСІ з приватною емісією	2,0	2,6	5,9	-0,8	6,7	3,3
Закриті ІСІ з публічною емісією	17,3	5,4	21,2	-4,5	-4,2	7,1
Фонди акцій	-10,0	15,0	30,1	14,1	-11,9	7,5
Фонди змішаних інвестицій	-2,6	-2,8	12,1	4,4	-1,8	1,9
Фонди облігацій	25,4	15,0	12,3	6,7	6,1	13,1

Джерело: складено за даними УАІБ, НБУ, фондових бірж.

Таким чином, незважаючи на помітні здобутки, позитивну динаміку (принаймні порівняно з іншими фінансовими інститутами) та значний масштаб індустрії спільного інвестування, стан виконання інвестиційної функції ІСІ наразі не видається достатнім порівняно з існуючими фіскальними стимулами – тим більше в умовах масштабних правових порушень та системної участі в схемних операціях. Уже не раз можна було спостерігати спроби позбавлення ІСІ податкових преференцій, але поки що вони не були вдалими. Проте подальший "розвиток" галузі у зазначеному напрямі неминуче позбавить аргументів апологетів податкового стимулювання діяльності ІСІ.

### Висновки

Отже, можливості для інвестування у традиційні види фінансових інструментів (акції та облігації підприємств) для ІСІ значно ускладнені через незначну кількість надійних (лістингових) випусків, низьку ліквідність та вкрай незначний обіг на регульованому (біржовому) ринку порівняно з державними облігаціями (ОВДП). Тому активи вітчизняних ІСІ не вирізняються достатньою диверсифікацією, особливості домінуючого на ринку фінансового інструментарію не створюють суттєвих переваг для інституційного інвестування порівняно із самостійним здійсненням інвестицій індивідуальними інвесторами.

Серед ІСІ безумовно домінують венчурні ІСІ, інвестиції яких мають мало спільного із фондовим інструментарієм, володіння цінними паперами є не активним, а скоріше суто формальним, головна мета полягає в участі у численних схемах (моделях фінансування), спрямованих на використання податкових преференцій для мінімізації витрат значного кола економічних агентів, насамперед у сфері будівництва.

Тому доцільність існування податкових преференцій, встановлених для ІСІ, викликає об'єктивні сумніви через досить специфічний поточний стан сфери спільного інвестування та фондового ринку України загалом, який не свідчить про достатню ефективність таких фіскальних стимулів. Схема, за допомогою якої здійснюється фінансування будівництва житла шляхом залучення коштів через укладення інвестиційних договорів, які не є цінними паперами, фактично не є діяльністю на фондовому ринку, що заборонено професійним учасникам фондового ринку, якими є компанії з управління активами інституційних інвесторів. Більше того, у такому випадку венчурні фонди взагалі не переслідують мету спільного інвестування, а лише беруть участь у реалізації незаконної фінансової схеми з метою ухилення від сплати податків.

#### **Список використаних джерел**

1. Слободян О.А. Венчурний інвестиційний фонд: феномен українського спільного інвестування чи "квзівенчурний" інститут? *Вісник Вищої ради юстиції*. 2013. № 3. С. 134–144. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/vvru\\_2013\\_3\\_13](http://nbuv.gov.ua/UJRN/vvru_2013_3_13)
2. Носова Є.А., Могге Д.Б. Сучасний стан та перспективи функціонування венчурних інвестиційних фондів в Україні. *Ефективна економіка*. 2017. № 3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5491>
3. Олейников А. Венчурные фонды в Украине: внутрикорпоративная оптимизация или высокотехнологический прорыв? *Invenrure. Инвестиционная аналитика*. URL: <https://inventure.com.ua/analytics/formula/venchurnye-fondy-v-ukraine-vnutri korporativnaya-optimizaciya-ili-vysokotehnologicheskij-proryv>
4. Іванченко А., Устименко А., Михайленко Д. ІСІ як засіб податкової оптимізації. *Бухгалтерія*. 2016. № 51 (1246). С. 17–19.
5. Яриш О.В., Циновник А.Є. Оптимізація податкового навантаження інститутів спільного інвестування та їх інвесторів: вітчизняний і зарубіжний досвід. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі*. 2018. № 5(90). С. 119–124.
6. Луценко І.С., Хомутенко В.П. Сучасний механізм оподаткування інститутів спільного інвестування та їх учасників. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 835–840.
7. Указ Президента України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" від 19.02.1994 р. № 55/94. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/>





8. Закон України "Про інститути спільного інвестування" від 05.07.2012 р. № 5080-VI зі змінами і доповненнями. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/>
9. Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/>
10. Квартальні та річні огляди ринку управління активами / УАІБ. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart>
11. Податковий кодекс України від 02.12.2010 №2755-VI зі змінами і доповненнями. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/>
12. Мусієнко Н., Барановська С. Оподаткування інститутів спільного інвестування: переваги інструменту та ризики для забудовників / KPMG Law Ukraine. ЛІГА ЗАКОН. 16.01.2020. URL: [https://biz.ligazakon.net/ua/analytics/192392\\_opodatkuvannya-nstitutv-splnogo-nvestuvannya-perevagi-nstrumentu-ta-riziki-dlya-zabudovnikv](https://biz.ligazakon.net/ua/analytics/192392_opodatkuvannya-nstitutv-splnogo-nvestuvannya-perevagi-nstrumentu-ta-riziki-dlya-zabudovnikv).

Надійшла до редакції: 07.06.2020 р.

Прорецезовано 15.06.2020 р.

Підписано до друку 03.07.2020 р.

**N. Shelud`ko**, Dr. of Economic Sciences, Professor  
Head, Monetary Relations Department,  
Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine  
ORCID: 0000-0001-6936-3158  
e-mail: n.sheludko@ukr.net

**S. Shishkov**, Ph.D. in Economics,  
Director of Perspektiva Stock Exchange PJSC (Dnipro),  
ORCID 0000-0003-4440-9572  
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

## INSTITUTIONS OF COLLECTIVE INVESTMENT IN UKRAINE: SCALE AND CONSEQUENCES OF INVESTMENT DYSFUNCTION

*The development of collective investment institutions (CIIs) in Ukraine is characterized by rather ambiguous and stable trends, which at first glance do not have any objective economic basis. The dynamics of CIIs activities in Ukraine demonstrates their steady invulnerability to the crises in the global and national economy, maintaining positions (in quantity terms) against the background of reduced number of both professional stock market participants and other institutional investors, and despite the decrease in the financial instruments in circulation, and the gradual formation in public consciousness of a neutral negative view of the functioning of the national stock market. The authors' assumption that the key to such*



*institutional viability consists in the tax preferences for the CIIs, which is confirmed by the analysis. It is noted that in this case both the economic sense and the declared "collectivity" of this investment institution are distorted.*

*The use of CIIs solely to ease the tax burden, with gross legal and tax violations creates risks for both the beneficiaries of such tax schemes and for the very existence of the institution. The specificity of "investment areas" outside the stock market, the highly conditional performance of the function of accumulation of investment resources and, correspondingly, the profanation of the CIIs' issuer function, in particular as to the fair distribution of investment income, distortions of the essence of the ideology of collective investment in combination with extremely loyal regulation on the part of the NSSMC all presently call into question the entire possibility of considering CIIs as a full-fledged component of the stock market.*

**Keywords:** *stock market, stock exchange, securities, collective investment institutions, investment funds, institutional investors, financial institutions*

#### **References**

1. Slobodian, A. (2013). Venture capital fund: a phenomenon of Ukrainian mutual investment or a "quasi-venture" institution? *Visnyk Vyschoi rady iustytysii – Bulletin of the High Council of Justice*, 3, 134-144. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/UJRN/vvru\\_2013\\_3\\_13](http://nbuv.gov.ua/UJRN/vvru_2013_3_13) [in Ukrainian].
2. Nosova, Ye.A., Mohhe, D.B. (2017). Current state and prospects of venture investment funds in Ukraine. *Efektivna ekonomika – Efficient economy*, 3. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5491> [in Ukrainian].
3. Olejnikov, A. Venture funds in Ukraine: intra-corporate optimization or high-tech breakthrough? *Invenrure. Investicionnaja analitika – Inventory. Investment analytics*. Retrieved from <https://inventure.com.ua/analytics/formula/venchurnye-fondy-v-ukraine-vnutrikorporativnaya-optimizaciya-ili-vysokotehnologicheskij-proryv> [in Russian].
4. Ivanchenko, A., Ustymenko, A., Mykhajlenko, D. (2016). CIIs as a means of tax optimization. *Bukhhalteriiia – Accounting*, 51 (1246), 17-19 [in Ukrainian].
5. Yarysh, O.V., Tsynovnyk, A.Ye. (2018). Optimization of the tax burden of mutual investment institutions and their investors: domestic and foreign experience. *Naukovyj visnyk Poltav'skoho universytetu ekonomiky i torhivli – Scientific Bulletin of Poltava University of Economics and Trade*, 5(90), 119-124 [in Ukrainian].
6. Lutsenko, I.S., Khomutenko, V.P. (2016). Modern mechanism of taxation of mutual investment institutions and their participants. *Hlobal'ni ta natsional'ni problemy ekonomiky – Global and national economic problems*, 10, 835-840 [in Ukrainian].



7. Decree of the President of Ukraine "On Investment Funds and Investment Companies" dated 19.02.1994 № 55/94. Retrieved from <http://zakon.rada.gov.ua/> [in Ukrainian].
8. Law of Ukraine "On Joint Investment Institutions" dated 05.07.2012 № 5080-VI as amended. Retrieved from <http://zakon.rada.gov.ua/laws/> [in Ukrainian].
9. Annual reports of the NSSMC. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/reports/> [in Ukrainian].
10. Quarterly and annual reviews of the asset management market / UAIB. Retrieved from <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart> [in Ukrainian].
11. Tax Code of Ukraine dated 02.12.2010 №2755-VI as amended. Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/> [in Ukrainian].
12. Musienko, N., Baranovs'ka, S. (2020, January 16). Taxation of mutual investment institutions: benefits of the tool and risks for developers. KPMG Law Ukraine. *Liha ZAKON – League LAW*. Retrieved from [https://biz.ligazakon.net/ua/analytics/192392\\_opodatkovannya-nstitutv-splnogo-nvestuvannya-perevagi-nstrumentu-ta-riziki-dlya-zabudovnikv](https://biz.ligazakon.net/ua/analytics/192392_opodatkovannya-nstitutv-splnogo-nvestuvannya-perevagi-nstrumentu-ta-riziki-dlya-zabudovnikv) [in Ukrainian].