

Калашніков Олександр Юрійович

аспірант

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Kalashnikov Olexander

Postgraduate Student of the

Taras Shevchenko National University of Kyiv

ORCID: 0009-0007-1421-1705

**РОЗВИТОК ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ,
ПРОБЛЕМИ УПРАВЛІННЯ ЇХНІМИ АКТИВАМИ В УКРАЇНІ
DEVELOPMENT OF JOINT INVESTMENT INSTITUTIONS,
PROBLEMS OF MANAGEMENT OF THEIR ASSETS IN UKRAINE**

***Анотація.** Вступ. У статті розкрито генезис інститутів спільного інвестування (ІСІ), наведений всебічний аналіз ринку управління активами інститутів ІСІ в Україні, зосереджуючись на його інституційній структурі, доступних інструментах та ключових ризиках, особливо в контексті повномасштабного вторгнення. Аналіз демонструє, що попри значні економічні збитки та деструктивні наслідки військового конфлікту, економіка України виявила значний потенціал до адаптації та резильєнтності. Ця стійкість зумовлена комплексом заходів міжнародної підтримки та внутрішньої політики уряду. Центральне місце в системі управління активами посідають компанії з управління активами (КУА) та ІСІ, недержавні пенсійні фонди (НПФ), страхові компанії та банківський сектор. Управління активами ІСІ в Україні, як складний процес формування та ефективного використання капіталу, еволюціонує з акцентом на нематеріальні активи, використовуючи облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) як основний об'єкт для інвестування. Ринок активів ІСІ*

стикається з серйозними викликами, включаючи наслідки війни, недосконалість законодавчої бази, корупцію, нерозвиненість ринків капіталу та необхідність онтологічних змін законодавчої бази щодо регулювання діяльності ІСІ на шляху євроінтеграції.

Метою дослідження є комплексний аналіз генезису та еволюції ринку управління активами ІСІ в Україні, оцінка його поточного стану в умовах повномасштабного вторгнення, а також ідентифікація ключових викликів, ризиків, стратегічних перспектив його подальшого розвитку.

Матеріали і методи. В основу дослідження покладено методологію комплексного аналізу, що охоплює наукову літературу, чинні законодавчі та нормативні акти, а також узагальнення практичного досвіду управління активами ІСІ в Україні. Системний підхід, методи аналізу та синтезу, а також порівняльний аналіз використовувалися для оцінки даних про обсяги ринку управління активами ІСІ, динаміки його розвитку та ключових тенденцій. Такий підхід дозволив сформулювати цілісне уявлення про сутність, структуру та динаміку розвитку ІСІ. Це, своєю чергою, є необхідною передумовою для розробки ефективних рішень, спрямованих на забезпечення зростання вартості активів ІСІ, збільшення прозорості їх діяльності та посилення інвестиційної привабливості ІСІ в Україні.

Результати. Розроблено перелік із шести заходів державної політики, що мають на меті підвищити прозорість та інвестиційну привабливість ІСІ в Україні. Вони охоплюють такі ключові елементи: поглиблення реформ та гармонізація сфери регулювання діяльності ІСІ з ЄС шляхом продовження законодавчих реформ та їх ефективна імплементація для відповідності стандартам ЄС, розвиток ринків капіталу методом диверсифікації інвестиційних інструментів за межами державних облігацій, розвиток недержавних пенсійних фондів та створення належних умов для їх діяльності, усунення прогалів у регулюванні деривативів, вирішення проблеми страхування воєнних ризиків та створення надійного

приватного ринку страхування воєнних ризиків, посилення боротьби з корупцією та судової реформи. Подальший розвиток ІСІ вимагає посилення регулювання, підвищення прозорості та залучення приватних інвестицій для відновлення.

Ключові слова: інститут спільного інвестування, управління активами, компанія з управління активами, активи спільного інвестування, інвестиції.

Summary. *Introduction. The article reveals the genesis of collective investment institutions (CIIs), provides a comprehensive analysis of the CII asset management market in Ukraine, focusing on its institutional structure, available instruments and key risks, especially in the context of a full-scale invasion. The analysis demonstrates that despite significant economic losses and destructive consequences of the military conflict, the Ukrainian economy has shown significant potential for adaptation and resilience. This resilience is due to a set of international support measures and domestic government policies. Asset management companies (AMCs) and CIIs, non-state pension funds (NPFs), insurance companies and the banking sector occupy a central place in the asset management system. CII asset management in Ukraine, as a complex process of formation and effective use of capital, is evolving with an emphasis on intangible assets, using domestic government bonds (OGBs) as the main object for investment. The CII asset market faces serious challenges, including the consequences of the war, the imperfection of the legislative framework, corruption, the underdevelopment of capital markets and the need for ontological changes in the legislative framework for regulating CII activities on the path to European integration.*

Objective. *The purpose of the study is a comprehensive analysis of the genesis and evolution of the CII asset management market in Ukraine, an assessment of its current state in the context of a full-scale invasion, as well as the*

identification of key challenges, risks, and strategic prospects for its further development.

Materials and methods. The study is based on a methodology of comprehensive analysis, covering scientific literature, current legislative and regulatory acts, as well as a generalization of practical experience in managing CII assets in Ukraine. A systematic approach, methods of analysis and synthesis, as well as comparative analysis were used to assess data on the volume of the CII asset management market, the dynamics of its development and key trends. This approach allowed us to form a holistic view of the essence, structure and dynamics of CII development. This, in turn, is a necessary prerequisite for developing effective solutions aimed at ensuring the growth of the value of CII assets, increasing the transparency of their activities and strengthening the investment attractiveness of CII in Ukraine.

Results. A list of six state policy measures has been developed to increase the transparency and investment attractiveness of CII in Ukraine. They cover the following key elements: deepening reforms and harmonizing the scope of CII regulation with the EU by continuing legislative reforms and their effective implementation to comply with EU standards, developing capital markets by diversifying investment instruments beyond government bonds, developing non-state pension funds and creating appropriate conditions for their activities, eliminating gaps in the regulation of derivatives, addressing the problem of war risk insurance and creating a reliable private war risk insurance market, strengthening the fight against corruption and judicial reform. Further development of CII requires stronger regulation, increased transparency, and the attraction of private investment for recovery.

Key words: collective investment institution, asset management, asset management company, collective investment assets, investments.

Постановка проблеми. Ефективне управління активами бізнесу є не лише ключем до його розвитку, але й важливим елементом економічного відновлення країни для побудови стійкого та процвітаючого майбутнього. Управління активами ІСІ в Україні є комплексним та складним процесом, що охоплює стратегічне формування та ефективне використання активів, оптимізуючи їхній обсяг, склад та структуру. Управління активами ІСІ та розвиток ІСІ в Україні відбувається в умовах тривалого військового стану, в умовах коли повномасштабна війна створює безпрецедентний рівень невизначеності, економічні втрати та руйнування інфраструктури, що призводить до скорочення обсягів активів під управлінням та суттєво змінює ландшафт інвестиційних ризиків. Сектор ІСІ в цих умовах демонструє позитивну динаміку кількості фондів, що свідчить про його потенціал, враховуючи нерозвиненість фондового ринку, де домінують державні облігації, що обмежує можливості для диверсифікації. Управління активами ІСІ вимагає врахування множинності внутрішніх та зовнішніх чинників, які можуть впливати на ефективність обліку та забезпечення управління. Недосконалість законодавчої та регуляторної бази створює додаткові ризики для інвесторів, коли існуючі проблеми з корупцією та слабкістю судової системи підривають довіру до правового захисту інвестицій. В умовах війни КУА змушені шукати нові адаптивні стратегії, зокрема, інвестуючи в нерухомість, проєкти з високою ліквідністю та нематеріальні активи. Усе це підкреслює нагальну потребу в подальшому вивченні та вдосконаленні механізмів управління активами ІСІ для їхнього сталого розвитку в післявоєнний період.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематикою дослідження умов діяльності ІСІ в Україні займається численна кількість вітчизняних науковців, таких як Бондаренко А., який досліджує акценти інвестування у сталий розвиток на принципах ESG в умовах воєнного стану в Україні, Городніченко Ю., яка досліджує сутність, значення і необхідність

інституційних інвесторів на фондовому ринку України, Котенко Н., який детально аналізує діяльність ІСІ в Україні, Клименко К., який досліджує особливості пільгового оподаткування ІСІ, Луців Б. який досліджує правові форми залучення коштів інвесторів у сфері будівництва житла, Науменкова С. яка досліджує інноваційні інструменти зеленого фінансування для України, Федулова Л. яка досліджує фінансування інновацій у посткризовий період, збалансованість фінансової й інвестиційної політик. А.Сніжко та Ю.Суша у своїй статті [1] аналізують, як попри зміни в українському законодавстві щодо інвестування в нерухомість, забудовники продовжують використовувати ІСІ для залучення коштів, адаптуючи старі схеми до нових реалій. У своїй статті [1] вони досліджують різні схеми набуття нерухомого майна через ІСІ, що дозволяють забудовникам оптимізувати податки, незважаючи на законодавчі обмеження. С. П'янов [2] досліджує, чому венчурні інвестиційні фонди (ВІФ) стали домінуючим видом серед ІСІ в Україні, складаючи понад 93% від їх загальної кількості. Автор приходять до висновку, що така популярність ВІФів, ймовірно, пояснюється їхньою участю у схемах податкової оптимізації для бізнесу, оскільки законодавство дозволяє їм видавати позики, відсотки за якими звільняються від оподаткування. Криштак І. у дисертації [3], яка присвячена цінним паперам ІСІ як фінансовим інструментам, що сприяють розвитку інвестиційних процесів, детально проаналізувала види цінних паперів ІСІ, їхнє правове регулювання, а також розробила пропозиції щодо вдосконалення законодавства та практики застосування, включаючи запровадження авторизації ІСІ та інституту інвестиційних радників.

Однак, попри величезну кількість праць як зарубіжних так і вітчизняних науковців, питання управління активами ІСІ, обліку та аудиту їх діяльності, впливу викликів, ризиків та факторів військового стану на управлінські рішення КУА під час здійснення управління активами ІСІ в

умовах започаткованого реформування системи їх регулювання потребує подальшого вивчення та вдосконалення.

Мета статті. Розкрити генезис та сутність ІСІ та КУА, визначити ключові поняття та загальний контекст управління активами ІСІ в Україні, включаючи його еволюцію та поточний стан. Проаналізувати дані про обсяги ринку управління активами ІСІ, динаміку його розвитку та ключові тенденції. Визначити перспективи та виклики для розвитку ринку управління активами ІСІ в Україні. Ідентифікувати та описати основні інститути, що забезпечують управління активами спільного інвестування в Україні. Оцінити вплив поточних геополітичних, економічних подій, повномасштабної війни на ринок управління активами ІСІ в Україні. Проаналізувати специфічні проблеми та ризики, пов'язані з управлінням активами ІСІ в Україні та визначити шляхи до їх розв'язання.

Виклад основного матеріалу дослідження. Історична еволюція ринку управління активами в Україні тісно пов'язана з процесами приватизації. Саме приватизація заклала початкові умови для розвитку фондового ринку, що, у свою чергу, призвело до надмірної концентрації стратегічних активів у фінансово-промислових групах. На початку 1990-х років, з початком масової приватизації в Україні, з'явилися перші форми колективних інвестицій – приватизаційні інвестиційні фонди (ППФи). Для обслуговування масової приватизації активно створювалися інвестиційні компанії та фонди, що діяли відповідно до президентських указів. ППФи акумулювали приватизаційні ваучери населення для подальшого інвестування в акції приватизованих підприємств. Цей період характеризувався відсутністю чіткого законодавчого регулювання, що призводило до багатьох зловживань та втрати довіри населення.

Динамічний розвиток індустрії колективного інвестування розпочався після прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» у 2001 році [4]. Цей закон став

каталізатором для подальшого розвитку ринку та був першим спеціалізованим нормативно-правовим актом, що визначив правові засади створення та функціонування ІСІ. Він запровадив чітку класифікацію ІСІ (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), визначив вимоги до КУА, аудиторів, зберігачів та інших учасників ринку. Після прийняття цього Закону [4] розпочалася розбудова системи державного регулювання діяльності ІСІ, зокрема, з боку Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (сьогодні Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)). З появою законодавчої бази та посиленням регулювання, кількість ІСІ почала поступово зростати, хоча ринок залишався відносно невеликим та орієнтованим переважно на інституційних інвесторів та кваліфікованих інвесторів.

Після 2014 року спостерігалось певне пожвавлення в управлінні активами ІСІ, а регулятори, такі як НКЦПФР, продовжували працювати над удосконаленням інформаційної відкритості та прозорості.

Нова редакція Закону "Про інститути спільного інвестування" (2012 рік) [5], який є чинним і сьогодні, удосконалила регулювання ІСІ, наблизивши його до міжнародних стандартів. Він розширив можливості для створення різних типів ІСІ (наприклад, венчурних фондів), посилив вимоги до прозорості та розкриття інформації, а також забезпечив більший захист прав інвесторів. З'являються нові види ІСІ, зокрема, венчурні інвестиційні фонди, які стали важливим інструментом для фінансування стартапів та інноваційних проєктів. Світова фінансова криза 2008 року та наступні економічні кризи в Україні (2014-2015 роки) мали значний вплив на ринок ІСІ, спричинивши тимчасове скорочення обсягів активів та кількості фондів. Проте, згодом ринок демонстрував ознаки відновлення. Збільшення рівня фінансової грамотності та пошук альтернативних інвестиційних можливостей сприяли поступовому зростанню інтересу до ІСІ як з боку великих інвесторів, так і з боку окремих громадян.

Тоді як чинний закон ініціював важливі реформи, практична імплементація та подальший розвиток ринку не могли б відбутися без активної участі Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), що виступає за впровадження високих професійних стандартів. УАІБ, яка заснована у квітні 1995 року та функціонує по зараз як ключовий регуляторний орган саморегуляції, представляючи та захищаючи інтереси учасників ринку колективного інвестування в Україні, відіграє важливу роль у формуванні та впровадженні високих стандартів професійної діяльності, розробляючи та контролюючи дотримання кодексів етики та правил поведінки для своїх членів. Через активну участь у діалозі з державними органами, зокрема з НКЦПФР, УАІБ сприяє вдосконаленню законодавчої та нормативної бази, що регулює інвестиційну діяльність, займається просвітницькою діяльністю, підвищуючи рівень фінансової грамотності інвесторів та сприяючи розвитку ринку капіталу в країні.

Початок повномасштабної війни став серйозним випробуванням для всієї фінансової системи України, включаючи ринок ІСІ. Значна частина активів була заморожена або знецінена, що спричинило скорочення обсягу активів під управлінням. Функціонування українського сектору управління активами інституційних інвесторів відбувається в умовах тривалого військового стану, при цьому спостерігається позитивна динаміка ключових кількісних показників його розвитку. За даними НКЦПФР [6] та Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ) [7], станом на 31.12.2024 року на ринку активно діяли 279 КУА та 1883 ІСІ.

Для всебічної оцінки трансформації стану галузі управління активами та ефективності функціонування ІСІ в Україні доцільно проаналізувати динаміку зміни кількості КУА та ІСІ за період 2020-2024 років, що відображено на рис. 1.

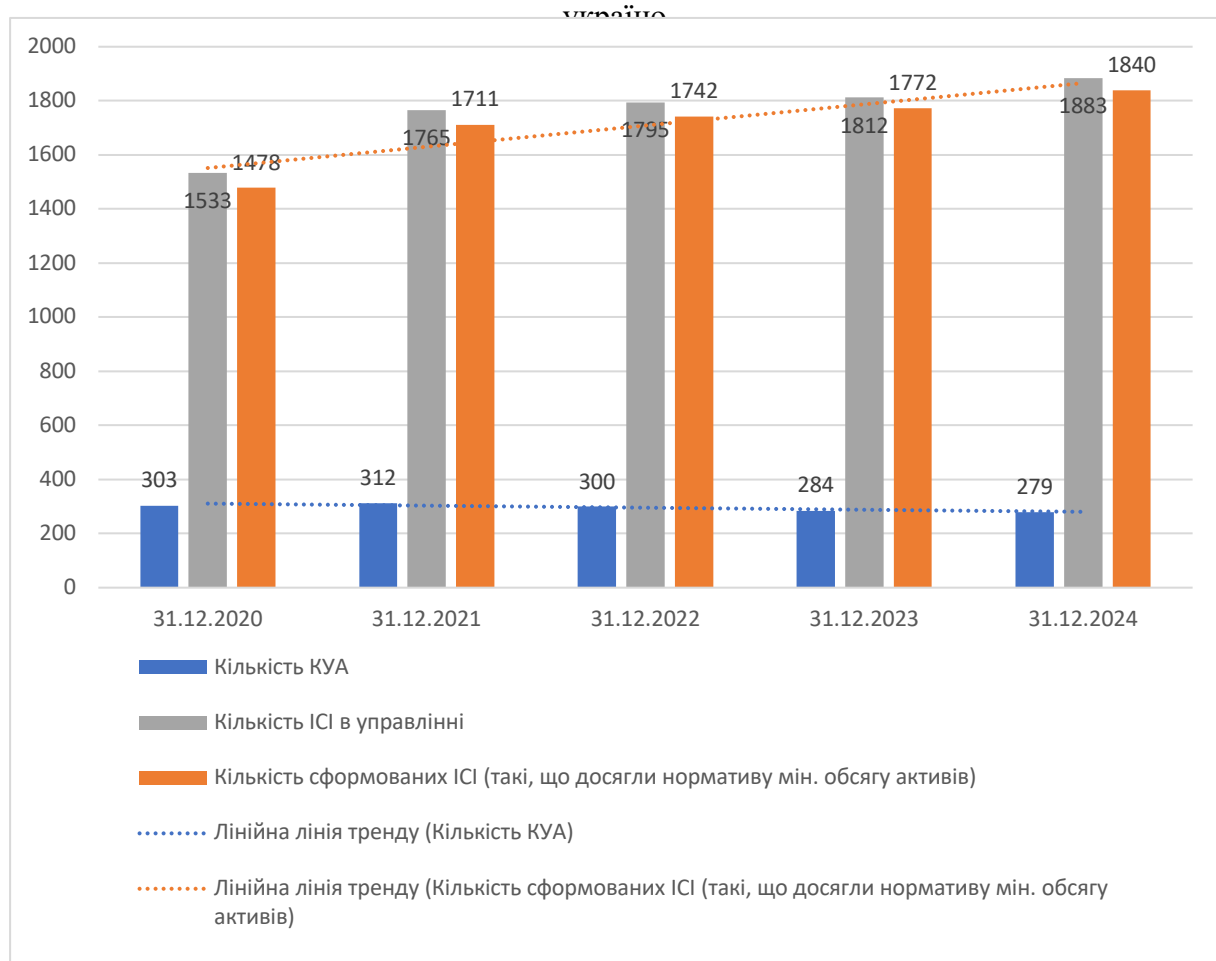


Рис. 1. Динаміка кількості КУА та ІСІ в Україні

Джерело: проілюстровано автором на основі [7; 8; 9; 10; 11]

Попри скорочення числа КУА, яке буде тривати й надалі, спостерігається стійке зростання кількості ІСІ, що свідчить про збільшення середньої кількості ІСІ в управлінні однієї КУА. Ця тенденція відзначається завдяки підвищенню рівня ефективності управління КУА активами ІСІ, незважаючи на ризиковість та складність цього процесу, та сигналізує про посилення інтересу інвесторів ІСІ до даного інструменту. Таке розширення сектору ІСІ є ключовим чинником забезпечення сталого економічного зростання держави. Детальний аналіз динаміки зміни кількості КУА та ІСІ представлено в табл. 1.

Таблиця 1

Динаміка зміни кількості КУА та ІСІ в Україні протягом 2020-2024 років

Показник	2020 рік	2021 рік	2022 рік	2023 рік	2024 рік
Кількість КУА	303	312	300	284	279
Зміна кількості КУА до попереднього року	10	9	-12	-16	-5
Зміна кількості КУА у % до попереднього року	3,30%	2,88%	-4,00%	-5,63%	-1,79%
Кількість створених нових КУА	16	19	2	4	3
Кількість сформованих ІСІ	1478	1711	1742	1772	1840
Зміна кількості ІСІ до попереднього року	152	233	31	30	68
Зміна кількості ІСІ у % до попереднього року	10,28%	13,62%	1,78%	1,69%	3,70%
Кількість створених нових ІСІ	221	276	64	64	107

Джерело: розроблено автором на підставі [7; 8; 9; 10; 11]

Зростаюча кількість та активний розвиток ІСІ в Україні вказують на їх значний потенціал для економічного зростання. Активний перегляд інвестиційних стратегій ІСІ у напрямку енергетики, логістики та інвестування у ОВДП, що забезпечують достатню прибутковість, з відповідними податковими пільгами, зумовили позитивну динаміку зростання кількості ІСІ у 2024 році.

В умовах уповільнення глобалізації, що супроводжується зростанням протекціонізму та експортних мит, відкритість економіки України стає одночасно перевагою і вразливістю, оскільки економіка значною мірою

залежить від експорту сировини, металургії та агропродукції. Це створює додаткові ризики для інвестиційної діяльності, оскільки непередбачувані зміни у світовій торгівлі, торговельні бар'єри та підвищення митних тарифів, запроваджені країнами-партнерами, можуть впливати на конкурентоспроможність українських товарів та привабливість інвестицій. Тому, впровадження ефективних механізмів управління ризиками, а також розвиток внутрішнього ринку, є ключовим для забезпечення стабільного інвестиційного клімату в Україні.

За умови формування сприятливого інвестиційного клімату, впровадження нових фінансових інструментів, підвищення рівня фінансової грамотності населення, а також удосконалення регуляторно-правової бази, ІСІ можуть відігравати ключову роль в економіці України. Вони сприятимуть активному залученню інвестицій, стимулюванню розвитку фінансового ринку та підтримці інноваційних процесів. Можливий розвиток НПФ та створення належних умов для їх діяльності, сприятиме залученню довгострокового капіталу та формуванню надійних інституційних інвесторів, зокрема для ІСІ.

Умови воєнного стану в Україні кардинально впливають на управлінські рішення в інвестуванні та управлінні активами, значно змінюючи ландшафт ризиків та можливостей. Військовий стан створює безпрецедентний рівень невизначеності, викликів та значних ризиків, що змушує інвесторів та керуючих активами переглядати свої стратегії.

Вплив повномасштабної агресії Росії на економіку України є значним. У 2022 році спостерігалось суттєве зниження валового внутрішнього продукту (ВВП) на 28,8%. Проте, вже до кінця 2023 року економіка продемонструвала ознаки відновлення, досягнувши зростання на 5,3%, і, за прогнозами, ця позитивна динаміка збережеться у 2025 році, навіть попри систематичні атаки на енергетичну інфраструктуру. Прямі збитки, спричинені військовими діями, оцінюються у \$152,5 млрд. Загальні

економічні, соціальні та інші втрати сягають близько \$499 млрд, а очікувані потреби у післявоєнному відновленні становлять \$486 млрд.

Повномасштабне вторгнення Росії, яке триває надалі, завдає економічних втрат, руйнування інфраструктури, міграцію, валютні обмеження та виклики приватизації. Вплив цих факторів є різноманітним і охоплює багато аспектів. Це і фінансовий вплив прямих збитків у вигляді вартості заміни пошкодженого обладнання, втрати доходу через зупинку виробництва, витрати на ліквідацію наслідків знищення майна, непрямих збитків у вигляді зниження вартості інвестицій та компаній, втрата ринкової частки, збільшення страхових внесків, витрати на юридичний супровід та релокацію бізнесу, втраченої вигоди у вигляді неотриманого прибутку через невиконані контракти або втрачені можливості. Об'єкти інфраструктури, виробничі потужності, нерухомість можуть бути пошкоджені або знищені внаслідок бойових дій, ракетних обстрілів. Це є найважливішим фактором, що стримує інвестиції, особливо в регіонах, близьких до лінії фронту. Можлива втрата контролю над територіями, де розташовані активи, що призводить до їх повної втрати для інвестора. Постійна загроза повітряних тривог, перебої з електропостачанням, логістичні проблеми ускладнюють безперебійну роботу підприємств. Блокування портів, руйнування доріг та залізниць, закриття повітряного простору ускладнюють експортно-імпортні операції.

Війна призвела до різкого зростання безробіття (оцінюється в 17% у січні 2024 року) та значної внутрішньої та зовнішньої міграції, що створює дисбаланс у професійній кваліфікації та регіональному розподілі робочої сили [12].

Незважаючи на ці масштабні виклики, Україна продемонструвала високу економічну стійкість, що було досягнуто завдяки підтримці міжнародних партнерів та ефективним діям уряду. Уряд активно працює над залученням приватних інвестицій, пропонуючи різноманітні стимули та

гарантії. Україна володіє низкою привабливих переваг для інвесторів, зокрема: стратегічне географічне розташування поблизу Європейського Союзу, значні мінеральні ресурси, високий аграрний потенціал, перспективи для розвитку відновлюваної енергетики, наявність кваліфікованої та економічно ефективної робочої сили [13]. Американські та європейські компанії висловлюють впевненість у інвестиційному потенціалі економіки України, багато з них планують продовжувати або збільшувати інвестиції після війни або брати участь у процесі відновлення [12].

Здатність уряду залучати кошти на внутрішньому ринку вже за кілька днів після 24 лютого 2022 року [14] в розмірі майже 640 млрд грн від продажу ОВДП у 2024 році [15] демонструє ефективність державного боргу як інструменту фінансування у воєнний час. Однак це має свою ціну: співвідношення боргу України до ВВП зросло з 51% у 2021 році до понад 90% у 2024 році, з прогнозованим піком у 108% у 2026 році. Це швидке накопичення боргу, з високою часткою боргу в іноземній валюті (74% станом на кінець вересня 2024 року), створює значні валютні та рефінансувальні ризики. [14] Хоча залучення коштів є життєво необхідним для задоволення негайних фіскальних потреб, зростаючий державний борг становить суттєвий довгостроковий ризик для фіскальної стабільності та може обмежити майбутні можливості управління активами, особливо ті, що вимагають державних гарантій або стабільних макроекономічних умов. Майбутні стратегії повинні надавати пріоритет сталому управлінню боргом та диверсифікації джерел фінансування.

Дані, наведені у табл. 2. відображають динаміку макроекономічних показників України (ВВП, державний борг, безробіття) та стан ринку інвестицій (ОВДП, активи та кількість КУА/ICI) за період 2021–2025 років, демонструючи відновлення економіки після значного спаду 2022 року, зростання державного боргу, а також стабільне зростання інтересу до

інститутів спільного інвестування (КУА та ІСІ), що може свідчити про перерозподіл інвестицій та пошук нових можливостей на ринку.

Таблиця 2

**Ключові фінансові показники ринку управління активами ІСІ в
Україні (2022-2025 рр.)**

Показник	2021	2022	2023	2024	2025 (прогноз)	Джерело
Зростання ВВП	-	- 28.8%	5.3%	2,9%	-	[20]
Відношення боргу до ВВП	51%	-	-	>90%	108% (пік у 2026)	[14]
Продаж ОВДП (загалом за воєнний стан)	-	-	-	~1458 млрд грн (еквівалент)	-	[15]
Продаж ОВДП (2024)	-	-	-	~640 млрд грн (еквівалент)	-	[15]
Активи під управлінням КУА	-	-	-	700 212 млн грн (станом на 30.04.25)	Зростання	[19]
Кількість КУА	-	-	-	271 (станом на 23.06.25)	-	[19]
Кількість ІСІ	-	-	-	1853 (станом на 23.06.25)	-	[19]
Частка банків у фінансових активах	-	-	-	76% (Q2 2024)	-	[14]
Ринкова капіталізація (оцінка)	-	-	-	~1.6 млрд USD	-	[14]

Рівень безробіття	9.8% (січ. 2022)	30% (2022)	20% (2023)	17% (січ. 2024)	-	[12]
-------------------	------------------	------------	------------	-----------------	---	------

Джерело: побудована автором на підставі [12; 13; 14; 15; 19]

Україна має величезні потреби у відновленні, з оцінкою в \$78 млрд, необхідних лише для інфраструктури, включаючи житло. [16] Мораторій на продаж сільськогосподарських земель було скасовано у 2021 році, і станом на січень 2024 року юридичні особи можуть купувати до 10 000 гектарів. Іноземцям наразі дозволено орендувати землю [12]. Проєкт «Земельний банк» має на меті сприяти прозорій оренді державних сільськогосподарських земель через онлайн-аукціони на Prozorro.Sale, з потенційним річним доходом від оренди до 7 млрд грн з 700 000 гектарів [13].

КУА в цих умовах прагнуть підтримувати високий рівень ліквідності портфельів ІСІ, щоб мати можливість швидко реагувати на зміни.

Фахівці КУА з керування активами ІСІ в умовах військового стану проводять посилену перевірку об'єктів інвестування, враховуючи всі можливі ризики, пов'язані з війною (географічне розташування, залежність від логістики, здатність продовжувати діяльність на безперервній основі, зміна рівня кредитного ризику, безпека та вплив на персонал тощо). Необхідність швидкого реагування на змінювані обставини, перегляд стратегій, активна благодійна діяльність, адаптація до нових умов вимагає гнучкості та адаптивності, що відображено на рис 2.

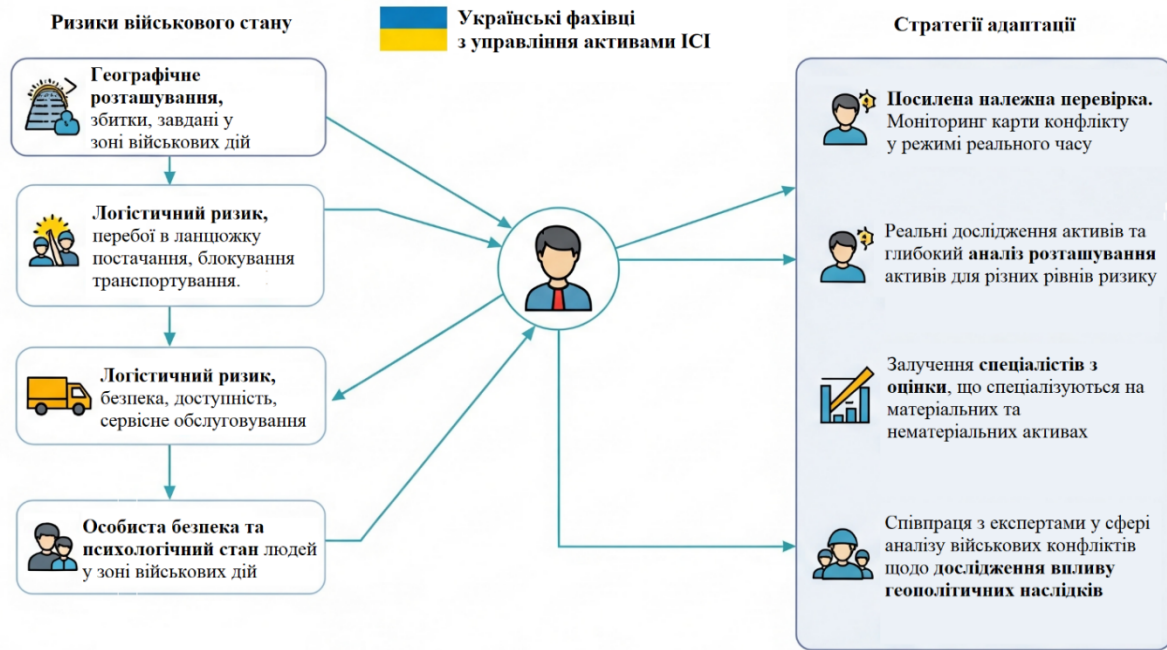


Рис. 2. Особливості діяльності фахівців з управління активами ІСІ в Україні в умовах військового стану

Джерело: проілюстровано автором на основі [12]

Особливої ролі набуває постійна співпраця з фахівцями у сфері оціночної діяльності, які розуміють специфіку зміни вартості активів на українському ринку інвестицій, враховуючи зміни поточної ситуації.

Постійні моніторинг безпекової ситуації та комунікація з контрагентами дозволяють поводити поточний контроль за рівнем кредитного ризику дебіторської заборгованості та вартості інвестиційних активів. Запровадження знижок за договорами оренди інвестиційної нерухомості дозволила ІСІ, які інвестують в цю нерухомість, зберегти частину орендарів.

Попри те, що КУА під час управління активами ІСІ самостійно впроваджують заходи для збереження стабільності та ліквідності, діяльність ринків капіталу в цілому регулюється та контролюється НКЦПФР. НКЦПФР є основним державним колегіальним органом, відповідальним за державне регулювання та нагляд за ринками капіталу та організованими товарними

ринками в Україні. Вона підпорядковується Президенту України та підзвітна Верховній Раді України [17]. Її основний мандат включає забезпечення належного та ефективного функціонування цих ринків, надання грошового капіталу для потреб економіки країни, створення механізмів для накопичення та перерозподілу інвестиційних ресурсів, а також, що є вирішальним, захист прав інвесторів. НКЦПФР ліцензує різні види професійної діяльності на ринках капіталу, включаючи управління активами, та регулює діяльність КУА та ІСІ, а також НПФ [5].

НКЦПФР проходить процес реструктуризації з метою адаптації до нових вимог, які набудуть чинності у 2026 році, прагнучи узгодити свою діяльність з принципами Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) та посилити нагляд, включаючи запобігання маніпуляціям на ринку та інсайдерській торгівлі [14]. Регуляторна модернізація в Україні є не просто внутрішньою політичною ініціативою, а стратегічним імперативом, зумовленим прагненням до інтеграції в Європейський Союз. Успіх вітчизняного сектору управління активами у залученні міжнародного капіталу та інтеграції до глобальних фінансових ринків безпосередньо залежить від його здатності ефективно впроваджувати ці гармонізаційні заходи. Будь-які затримки або недоліки у регуляторному узгодженні можуть стати перешкодою для залучення іноземних інвестицій та подальшого розвитку ринку.

Незважаючи на значний прогрес у реформах, проблеми з корупцією, незалежністю антикорупційних органів та ненадійною судовою системою зберігаються [12]. Запровадження Україною валютного контролю у воєнний час додало нових ускладнень [12]. Обмеження на репатріацію доходів від погашення нерезидентного державного боргу були запроваджені у квітні 2023 року для контролю відтоку валютних резервів [12]. Хоча спочатку виплата відсотків була дозволена, у середині травня 2023 року її було

обмежено, вимагаючи від іноземних інвесторів мінімального безперервного періоду утримання в 90 днів до виплати купона [12].

Приватизація, хоча і є пріоритетом, стикається з викликами, оскільки вразливість привабливих активів до російських атак робить інтерес інвесторів сумнівним, а справедливу оцінку – складною [12]. Перший аукціон підсанкційних активів (Investagro) не відбувся через відсутність потенційних покупців [12].

Недосконалість законодавчої та регуляторної бази, з її прогалинами, суперечностями, неоднозначністю трактування та ризиками та для інвесторів суттєво впливає на умови діяльності ІСІ в Україні. Незважаючи на зусилля з реформування, в Україні зберігаються проблеми з корупцією та ненадійною судовою системою. Судова система, хоча і є незалежною, схильна до корупції, їй бракує потенціалу та ресурсів, і вона вразлива до впливу виконавчої влади та прокуратури. Це ускладнює для іноземних інвесторів розгляд справ в українських судах, що часто призводить до пошуку арбітражу за кордоном [12].

Регуляторні режими часто є застарілими, суперечливими, обтяжливими та можуть характеризуватися довільністю та фаворитизмом. Існують обмеження на іноземний контроль: іноземним компаніям заборонено володіти сільськогосподарською землею, виробляти біоетанол та здійснювати деякі видавничі діяльності. Деякі об'єкти критичної інфраструктури, особливо в енергетичному секторі (наприклад, газотранспортна система, електромережі), за законом виключені з приватної власності і тому недоступні для іноземних інвесторів. Хоча інвестиції в злиття та поглинання наразі розглядаються на підставі конкуренції, уряд активно розробляє механізм перевірки інвестицій на підставі національної безпеки [12].

Захист прав інтелектуальної власності в Україні є недостатнім, включаючи проблеми з неліцензійним програмним забезпеченням, інтернет-

піратством та організаціями колективного управління. Вищий суд з питань інтелектуальної власності, створений у 2017 році, станом на квітень 2024 року все ще не функціонує [12].

Ринки капіталу та товарів залишаються нерозвиненими з обмеженою ліквідністю та невеликою кількістю інвестиційних можливостей. Значна кількість державних підприємств функціонує неефективно, багато з них залежать від державних субсидій [12].

Слабкість судової системи в Україні є фундаментальною перешкодою для залучення інвестицій. Таким чином, довіра до правової системи є ключовим фактором, що впливає на інвестиційний клімат, і її недоліки створюють значний ризик для управління активами. Існує певний парадокс у зусиллях щодо боротьби з корупцією. Хоча арешт голови Верховного Суду України у травні 2023 року за хабарництво демонструє здатність антикорупційних інституцій діяти [12], сама подія підкреслює глибоко вкорінений характер проблеми. Це свідчить про те, що, незважаючи на створення спеціалізованих антикорупційних органів та впровадження програм, корупція залишається системним викликом, який вимагає постійних та рішучих дій. Незалежність антикорупційних органів в Україні не є сталою, перебуває в процесі законодавчого вдосконалення та реформування. Для інвесторів це означає, що, хоча існують механізми для боротьби з корупцією, ризик зіткнутися з нею все ще є значним, що впливає на прозорість та передбачуваність інвестиційного середовища.

Операційні та ринкові ризики ліквідності, волатильності, концентрації активів та інформаційної асиметрії у поточних умовах є значущими. Інформаційна асиметрія через непрозорість визначення інвестиційної політики ІСІ, коли ІСІ володіє більш повною або точною інформацією про інструмент інвестування, ніж інвестор, може призвести до прийняття неефективних рішень та збільшення ризиків для інвестора, як менш інформованої сторони.

Внутрішній ринок облігацій характеризується обмеженою ліквідністю, а право власності концентрується в банківському секторі, що збільшує ризик взаємозв'язку між суверенним боргом та банками [14]. Ризики рефінансування залишаються високими, з великими піками погашення, що тривають у 2025 та 2026 роках, а термін погашення внутрішніх випусків залишається відносно коротким (найдовша «активна» облігація – 3,5 роки) [14].

Україна також стикається зі значним операційним ризиком, зокрема ризиком «ключового персоналу», через часті випуски та умови воєнного часу [18]. Воєнний стан тимчасово обмежив доступ до державних баз даних, що розкривають кінцевих бенефіціарних власників, хоча доступ був частково відновлений у 2023 році [12]. Це може створювати інформаційну асиметрію та ускладнювати належну перевірку активів.

У банківському секторі зберігається високий рівень непрацюючих кредитів (НПК), який у 2023 році дещо знизився до 37,4% з 38,1% у 2022 році [12]. Високий рівень НПК обтяжує кредитний потенціал банків [18].

Нерозвиненість ринків капіталу в Україні є системним ризиком. Звіт зазначає, що ринки капіталу є «невеликими та нерозвиненими» [18], з обмеженою ліквідністю та незначною кількістю інвестиційних можливостей. Це створює вузькі місця для залучення довгострокового капіталу, необхідного для відновлення та зростання. Коли інституційні інвестори, такі як ІСІ, змушені зосереджувати свої портфелі на державних облігаціях та банківських депозитах через відсутність інших ліквідних та привабливих інструментів, це обмежує їхній потенціал прибутковості та здатність диверсифікувати ризики. Це також перешкоджає ефективному перерозподілу капіталу в продуктивніші сектори економіки, що є критично важливим для сталого відновлення.

Для подальшого розвитку ринку управління активами ІСІ в Україні критично важливими є такі кроки:

1. Поглиблення реформ та гармонізація сфери регулювання діяльності ІСІ з ЄС шляхом продовження законодавчих реформ та їх ефективна імплементація для відповідності стандартам ЄС та IOSCO, що є вкрай необхідними для підвищення прозорості та довіри інвесторів.

2. Розвиток ринків капіталу методом диверсифікації інвестиційних інструментів за межами державних облігацій, зокрема розвиток корпоративного боргового та акціонерного ринків, дозволить краще розподіляти капітал та підвищити прибутковість портфелів ІСІ.

3. Розвиток недержавних пенсійних фондів та створення належних умов для їх діяльності, що сприятиме залученню довгострокового капіталу та формуванню надійних інституційних інвесторів, зокрема для ІСІ.

4. Усунення прогалин у регулюванні деривативів та впровадження законодавчих концепцій, необхідних для повноцінного функціонування ринку деривативів, надасть КУА інструменти для ефективного управління ризиками.

5. Вирішення проблеми страхування воєнних ризиків та створення надійного приватного ринку страхування воєнних ризиків або розширення міжнародних гарантій є критично важливим для розблокування значних приватних інвестицій у відновлення.

6. Посилення боротьби з корупцією та судової реформи, що забезпечить стійку та передбачувану правову систему, яка є фундаментальною передумовою для залучення та захисту інвестицій.

Висновки і пропозиції. Генезис та сутність ІСІ, їх еволюція та поточний стан, свідчать про важливість, поширеність та затребуваність ІСІ як інструменту здійснення інвестицій з боку бізнесу та населення. Позитивна динаміка кількості ІСІ та обсягів ринку констатує про продовження їх розвитку навіть в умовах військового стану. Стійка стабільність ринку ІСІ, що забезпечується достатньо ефективною діяльністю НКЦПФР за сприяння УАІБ, дає можливість провести актуальне

реформування сфери регулювання діяльності ІСІ, що дозволить підвищити рівень прозорості та довіри до ІСІ з боку інвесторів. Серед необхідних кроків подолання специфічних викликів, зменшення ризиків та розв'язання проблем діяльності ІСІ виділені наступні:

- запуск та популяризація діяльності НПФ, що дозволить залучити НПФ до інвестування в активи ІСІ;
- вдосконалення та реформування законодавчої бази, що регулює діяльність ІСІ;
- законодавче розширення можливих напрямків для інвестування;
- створення надійного приватного ринку страхування воєнних ризиків або розширення міжнародних гарантій;
- посилення боротьби з корупцією та завершення судової реформи.

З огляду на вплив поточних геополітичних, економічних подій, повномасштабної війни на економіку країни та ринок управління активами ІСІ в Україні, запроваджуючи адаптивні стратегії управління активами ІСІ з боку КУА, стає можливим забезпечити подальше зростання кількості ІСІ та обсягів їх активів.

Незважаючи на поточні виклики, Україна має значний потенціал для залучення інвестицій, підтримуваний міжнародною спільнотою та внутрішніми реформаторськими зусиллями.

Література

1. Способи набуття нерухомого майна у власність через інститути спільного інвестування. *Актуальні проблеми правознавства*. 2024. URL: <https://appj.wunu.edu.ua/index.php/appj/article/view/1893> (дата звернення: 31.07.2025).

2. Інвестування, спільного. оптимізація оподаткування через інститути спільного інвестування: аналіз структури активів венчурних інвестиційних фондів. *Фінансові інструменти сталого розвитку держави в умовах системної економічної трансформації*. 2024. 159 с. URL: https://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/52610/1/Financial_Instruments_for_Sustainable_State_Development_in_the_Conditions.pdf (дата звернення: 31.07.2025).

3. Криштак І. В. Цінні папери інститутів спільного інвестування: господарсько-правовий аспект. *PhD Thesis*. Науково-дослідний інститут приватного права ім. ФГ Бурчака НАПрН України. 2025. URL: <https://repository.ndippp.gov.ua/handle/765432198/1083> (дата звернення: 31.07.2025).

4. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 № 2299-III. Дата втрати чинності 01.01.2014. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2299-14#Text> (дата звернення: 31.07.2025).

5. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. Дата оновлення 10.10.2024. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text> (дата звернення: 31.07.2025).

6. Реєстр компаній з управління активами. *НКЦПФР*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/register/litsenzuvannia-ta-reestratsiia/asset-management/> (дата звернення: 31.07.2025).

7. Огляд діяльності індустрій управління активами інституційних інвесторів та адміністрування пенсійних фондів в Україні за 4-й квартал 2024 року та 2024 рік. *Інститути спільного інвестування. УАІБ*. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-za-4-y-kvartal-2024-roku-ta-2024-rik-instituti-spilnogo-investuvannya> (дата звернення: 31.07.2025).

8. Огляд діяльності індустрій управління активами інституційних інвесторів та адміністрування недержавних пенсійних фондів в Україні 4-й квартал та 2023 рік. *Інститути спільного інвестування*. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-diyalnosti-isi-v-ukrajini-4-y-kvartal-ta-2023-rik> (дата звернення: 31.07.2025).

9. Огляд діяльності індустрій управління активами інституційних інвесторів та адміністрування пенсійних фондів в Україні за 4-й квартал 2022 року та 2022 рік. *Інститути спільного інвестування*. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-diyalnosti-za-4-y-kvartal-2022-roku-ta-2022-rik-instituti-spilnogo-investuvannya> (дата звернення: 31.07.2025).

10. Статистика індустрій управління активами інституційних інвесторів та адміністрування пенсійних фондів в Україні за 4-й квартал 2021 року та 2021 рік. Загальний огляд. URL: <https://www.uaib.com.ua/aktual-kua/uaib-statistika-za-4-y-kvartal-2021-roku-ta-2021-rik-zagalni-rezultati-1> (дата звернення: 31.07.2025).

11. Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами в Україні за 4-й кв. 2020 та 2020 рік. *Інститути спільного інвестування*. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-analitichniy-oglyad-diyalnosti-rinku-upravlinnya-aktivami-v-ukrajini-za-4-y-kv-2021-roku-instituti-spilnogo-investuvannya> (дата звернення: 31.07.2025).

12. Департамент США. 2024 Investment Climate Statements: Ukraine, URL: <https://www.state.gov/reports/2024-investment-climate-statements/ukraine/> (дата звернення: 31.07.2025).

13. Міністерство економіки України. The Investment Guide of Ukraine. 2024, URL: https://cdn.prod.website-files.com/6821abe48504ab4a6f6792e9/6821d3079d692e75a8c663dd_Ukraine_Investment_Guide_2024.pdf (дата звернення: 31.07.2025).

14. Організація економічного співробітництва та розвитку. Огляд фінансових ринків України та системи корпоративного управління для сталого відновлення. Переклад Міністерства фінансів України. 2025. URL: <https://mof.gov.ua/storage/files/PDF%20-%20Огляд%20фінансових%20ринків%20України%20та%20системи%20корпоративного%20управління%20для%20сталого%20відновлення.pdf> (дата звернення: 31.07.2025).

15. Національний банк України. Статистика щодо продажу та погашення ОБДП. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-640-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-458-mlrd-grn-v-ekvivalenti> (дата звернення: 31.07.2025).

16. Exploring reconstruction investment opportunities in Ukraine: A strategic approach for investors – PwC. URL: <https://www.pwc.com/ua/en/publications/2025/exploring-reconstruction-investment-opportunities-ukraine.html> (дата звернення: 31.07.2025).

17. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. About us. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/en/about-us/about-us/> (дата звернення: 25.06.2025).

18. Mapping Ukraine's Financial Markets and Corporate Governance Framework for a Sustainable Recovery. *OECD*. URL: https://www.oecd.org/en/publications/mapping-ukraine-s-financial-markets-and-corporate-governance-framework-for-a-sustainable-recovery_866c5c44-en.html (дата звернення: 31.07.2025).

19. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua/> (дата звернення: 31.07.2025).

20. Міністерство економіки України. The Investment Guide of Ukraine. 2024, URL: <https://cdn.prod.website->

files.com/6821abe48504ab4a6f6792e9/6821d3079d692e75a8c663dd_Ukraine_Investment_Guide_2024.pdf (дата звернення: 31.07.2025).

References

1. Methods of acquiring real estate through collective investment institutions. Current Problems of Law, 2024 URL: <https://appj.wunu.edu.ua/index.php/appj/article/view/1893> (access date 31.07.2025).
2. Investment, joint. Optimization of taxation through joint investment institutions: analysis of the structure of assets of venture investment funds. Financial instruments for sustainable development of the state in the conditions of systemic economic transformation, 2024, 159. URL: https://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/52610/1/Financial_Instruments_for_Sustainable_State_Development_in_the_Conditions.pdf (access date 31.07.2025).
3. Kryshtak Inna Volodymyrivna. Securities of joint investment institutions: economic and legal aspect. 2025. PhD Thesis. Scientific Research Institute of Private Law named after F.G. Burchak, National Academy of Laws and Regulations of Ukraine. URL: <https://repository.ndippp.gov.ua/handle/765432198/1083> (access date 31.07.2025).
4. On collective investment institutions (mutual and corporate investment funds). Law of Ukraine No. 2299-III dated 15.03.2001. Expiry date 01.01.2014. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2299-14#Text> (access date: 31.07.2025).
5. On collective investment institutions. Law of Ukraine dated 07/05/2012 No. 5080-VI. Update date 10/10/2024. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text> (access date: 31.07.2025).

6. Register of asset management companies. NSSMC. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/register/litsenzuvannia-ta-reestratsiia/asset-management/> (access date 31.07.2025).

7. Review of the activities of the asset management industries of institutional investors and pension fund administration in Ukraine for the 4th quarter of 2024 and 2024. Joint investment institutes. UAIB. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-za-4-y-kvartal-2024-roku-ta-2024-rik-instituti-spilnogo-investuvannya> (access date 31.07.2025).

8. Review of the activities of the asset management industries of institutional investors and administration of non-state pension funds in Ukraine, 4th quarter and 2023. Collective investment institutions. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-diyalnosti-isi-v-ukrajini-4-y-kvartal-ta-2023-rik> (access date 31.07.2025).

9. Review of the activities of the asset management industries of institutional investors and pension fund administration in Ukraine for the 4th quarter of 2022 and 2022. Collective investment institutions. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-oglyad-diyalnosti-za-4-y-kvartal-2022-roku-ta-2022-rik-instituti-spilnogo-investuvann> (access date 31.07.2025).

10. Statistics of the asset management industries of institutional investors and pension fund administration in Ukraine for the 4th quarter of 2021 and 2021. General overview. URL: <https://www.uaib.com.ua/aktual-kua/uaib-statistika-za-4-y-kvartal-2021-roku-ta-2021-rik-zagalni-rezultati-1> (access date 31.07.2025).

11. Analytical overview of the activity of the asset management market in Ukraine for the 4th quarter of 2020 and 2020. Collective investment institutions. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-analitichniy-oglyad-diyalnosti-rinku-upravlinnya-aktivami-v-ukrajini-za-4-y-kv-2021-roku-instituti-spilnogo-investuvannya> (access date 31.07.2025).

12. U.S. Department of State. 2024 Investment Climate Statements: Ukraine, URL: <https://www.state.gov/reports/2024-investment-climate-statements/ukraine/> (accessed 31.07.2025).

13. Ministry of Economy of Ukraine. The Investment Guide of Ukraine. 2024, URL: https://cdn.prod.website-files.com/6821abe48504ab4a6f6792e9/6821d3079d692e75a8c663dd_Ukraine_Investment_Guide_2024.pdf (accessed 31.07.2025).

14. Organization for Economic Cooperation and Development. Review of Ukraine's Financial Markets and Corporate Governance for Sustainable Recovery. Translated by the Ministry of Finance of Ukraine. 2025. URL: <https://mof.gov.ua/storage/files/PDF%20-%20Огляд%20фінансових%20ринків%20України%20та%20системи%20корпоративного%20управління%20для%20сталого%20відновлення.pdf> (date of access: 31.07.2025).

15. National Bank of Ukraine. Statistics on the sale and repayment of government bonds. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2024-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-mayje-640-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-458-mlrd-grn-v-ekvivalenti> (date of access: 31.07.2025).

16. Exploring reconstruction investment opportunities in Ukraine: A strategic approach for investors – PwC. URL: <https://www.pwc.com/ua/en/publications/2025/exploring-reconstruction-investment-opportunities-ukraine.html> (accessed 31.07.2025).

17. National Securities and Stock Market Commission. About us. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/en/about-us/about-us/> (access date: 31.07.2025).

18. Mapping Ukraine's Financial Markets and Corporate Governance Framework for a Sustainable Recovery. OECD. URL: <https://www.oecd.org/en/publications/mapping-ukraine-s-financial-markets-and->

corporate-governance-framework-for-a-sustainable-recovery_866c5c44-en.html
(accessed 31.07.2025).

19. Ukrainian Investment Business Association. URL:
<https://www.uaib.com.ua/> (access date: 31.07.2025).

20. Ministry of Economy of Ukraine. The Investment Guide of Ukraine.
2024, URL: https://cdn.prod.website-files.com/6821abe48504ab4a6f6792e9/6821d3079d692e75a8c663dd_Ukraine_Investment_Guide_2024.pdf (accessed 31.07.2025).