

Діана Володимирівна ЧЕРКЕЗЮК

аспірантка кафедри міжнародних фінансів,
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана
проспект Перемоги, 54/1, м. Київ, 03680, Україна
E-mail: d.cherkeziuk@gmail.com
Телефон: +380442791273

**АКТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ПРОЦЕСАМИ В
УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ДИСБАЛАНСІВ**

Черкезюк, Д. В. Активне управління інвестиційними процесами в умовах глобальних фінансових дисбалансів [Текст] / Діана Володимирівна Черкезюк // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: С. І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2013. – Том 14. – № 2. – С. 88-94. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Розкрито сутність змін у сфері міжнародного інвестиційного менеджменту під впливом останніх тенденцій та особливостей розвитку світової фінансової системи. Проаналізовано діяльність інвестиційних банків, компаній з управління активами для виявлення рівня їх впливу та причетності до глобальної фінансової нестабільності. Здійснено дослідження небанківських фінансових установ — хедж-фондів, страхових компаній, пенсійних фондів, клірингових домів, інфраструктурних елементів ринку капіталу, з огляду на їх значення для загального функціонування фінансової системи та здатність спричиняти системний ризик. Проаналізовано низку інших ризиків, що виникають в умовах волатильності та невизначеності бізнес-середовища, увага до яких зростає з боку потенційного інвестора. Визначено важливість та необхідність подальшого вивчення та дослідження міжнародного досвіду боротьби з фінансовими дисбалансами та налагодження ефективного функціонування ринку цінних паперів з урахуванням переліку наявних фінансових інструментів задля розробки та впровадження нової ефективної моделі розвитку національного ринку фінансових інструментів.

Ключові слова: *інвестиційний менеджмент; волатильність фінансових ринків; системний ризик; компанії з управління активами; інвестиційні банки; сек'юритизація.*

Диана Владимировна ЧЕРКЕЗЮК

**АКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ В
УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ДИСБАЛАНСОВ**

Аннотация

Раскрыта сущность изменений в сфере международного инвестиционного менеджмента под влиянием последних тенденций и особенностей развития мировой финансовой системы. Проанализирована деятельность инвестиционных банков, компаний по управлению активами для выявления уровня их влияния и причастности к возникновению глобальной финансовой нестабильности. Осуществлено исследование небанковских финансовых учреждений — хедж-фондов, страховых компаний, пенсионных фондов, клиринговых домов, инфраструктурных элементов рынка капитала, учитывая их значение для общего функционирования финансовой системы и способность вызывать системный риск. Проанализирован ряд других рисков, возникающих в условиях волатильности и неопределенности бизнес-среды, внимание к которым возросло со стороны потенциального инвестора. Определена важность и необходимость дальнейшего изучения и исследования международного опыта борьбы с финансовыми дисбалансами и налаживания эффективного функционирования рынка ценных бумаг с учетом перечня имеющихся финансовых инструментов для разработки и внедрения новой эффективной модели развития национального рынка финансовых инструментов.

Ключевые слова: *инвестиционный менеджмент; волатильность финансовых рынков; системный риск; компании по управлению активами; инвестиционные банки; секьюритизация.*

ACTIVE MANAGEMENT OF INVESTMENT PROCESSES AMID GLOBAL FINANCIAL IMBALANCES

Abstract

The essence of changes in the sphere of international investment management has been considered under the influence of latest trends and peculiarities of the global financial system development. The activities of investment banks, asset management companies are analyzed to identify the level of their influence and involvement in causing the global financial instability. The research of non-bank financial institutions — hedge funds, insurance companies, pension funds, clearing houses, and elements of capital market infrastructure is undertaken in view of their importance for the overall functioning of the financial system and the ability to cause systemic risk. There has been analyzed a number of other risks with increased attention of potential investors arising under circumstances of volatility and uncertainty of the business environment. The importance and need for further study and research of international experience on eliminating imbalances and establishing effective functioning of the securities market including the list of available financial instruments are defined in order to develop and implement a new effective development model of the national market of financial instruments.

Keywords: investment management; financial markets volatility; systemic risk; asset managers; investment banks; securitization.

JEL classification: F30

Сучасний стан функціонування світової фінансової системи, зокрема в сфері управління фінансовими активами, характеризується низкою несприятливих тенденцій, перші ознаки яких зародилися задовго до того, як було досягнуто кульмінаційного моменту фінансової катастрофи у вигляді кризи ліквідності та іпотечного кредитування у 2007 році. Початок банкрутства масштабних, так званих «too big to fail» інвестиційних банків у США призвів до серйозного падіння фінансових ринків не лише в США, а й по всьому світу. Більшість інвесторів та компаній з управління активами зазнали серйозних втрат. Так в Україні після років інтенсивного зростання фондового ринку у 2007 році, коли вітчизняний ринок за доходністю посів друге місце у світі після китайського, у 2008 році він відзначився другим місцем за рівнем падіння доходності після російського, а у 2009 році відбулося вже значне скорочення кількості компаній з управління активами та зареєстрованих інститутів спільного інвестування, а ті, що залишилися, перейшли у режим виживання, що цілком відповідало світовим тенденціям [1; 2; 3].

В умовах невизначеності та високого рівня волатильності фінансових ринків дослідження міжнародної практики здійснення управління інвестиційними процесами дасть змогу розробити більш ефективні методи оцінки ризику з боку діяльності окремих суб'єктів інвестиційного процесу на функціонування фінансової системи загалом, а також окреслити напрямки подальших

дій задля досягнення рівноваги на міжнародному ринку та повернення до сталого економічного зростання.

Основоположними дослідженнями у сфері інвестиційної діяльності та управлінні інвестиційними процесами слушно вважаються праці, авторами яких є У. Шарп, Дж. Бейлі, Г. Александер [4] та Л. Гітман, М. Джонк [5], які пов'язують інвестиційний процес із портфельними інвестиціями. Сучасними фахівцями у сфері інвестиційного менеджменту зверталася значна увага на вивчення посткризових умов провадження інвестиційної діяльності, зокрема щодо питань про прийняття інвестиційних рішень, розробки інвестиційних продуктів, інвестиційних стратегій тощо. Так Ф. Фабоцці зосередився на розгляді нових підходів до здійснення інвестиційного менеджменту з огляду на нові ризики та умови, в яких опинився потенційний інвестор [6]. Дослідження та висновки А. Грінспена дають змогу краще зрозуміти передумови та причини зародження загрозливих тенденцій у фінансовій системі спочатку США, а згодом більшості учасників міжнародної арени [7]. Н. Рубіні, ідеї якого щодо принципів функціонування світових фінансових відносин у посткризових умовах вважаються одними із найбільш впливових та важливих, описав низку запобіжних заходів з метою подальшої ідентифікації фінансових катастроф та можливості їх запобігання у майбутньому. [8] Більш прикладними питаннями з питань інвестиційного

менеджменту займалися фахівці цієї сфери — П. Америкі, Ч. Губерт [9; 10; 11]. Вітчизняні дослідження та вчення у сфері інвестиційного менеджменту здебільшого виходять із практики та результатів діяльності зарубіжних ринків капіталу, із застосуванням іноземного досвіду запроваджувались принципи функціонування вітчизняного ринку. Так питаннями управління інвестиційними процесами займалися М. Діба, Т. Майорова, А. Матвійчук С. Онишко та інші [12; 13]. Однак окремі аспекти, що виникають у ході реалізації інвестиційних процесів на національних та міжнародному рівнях, потребують подальшого дослідження та переосмислення з урахуванням останніх подій, що призвели до розбалансування світових фінансових відносин та глобальної фінансової нестабільності.

З огляду на проведені дослідження та отримані результати провідних економістів міжнародного рівня та вітчизняних науковців, а також необхідність здійснення подальшого аналізу сучасного середовища та умов провадження інвестиційного менеджменту, основними завданнями в ході нашої роботи постають наступні:

- дослідження тенденцій розвитку учасників інвестиційного менеджменту та особливостей їх функціонування в умовах фінансової нестабільності;
- виявлення змін щодо привабливості фінансових інструментів для розміщення активів серед фондових менеджерів в умовах невизначеності та зростаючих ризиків;
- визначення рівня загрози з боку компаній з управління активами для спричинення системного ризику та розробка ефективних методів для мінімізації такої загрози;
- окреслення основних напрямків державної політики щодо зміни підходу до регулювання небанківських фінансових установ з дотриманням балансу між надзорськими методами та вимогами та недостатністю контролю, який призводить до стрімкого поширення «тіньового банкінгу».

Криза 2007-2009 років стала логічним завершенням подій, які розпочалися ще у 1980-х роках, коли склалася достатньо сприятлива економічна, фінансова та політична ситуація для торгівлі цінними паперами. Хвиля сек'юритизації, яка була спричинена як негативними, так і позитивними факторами, пішла на користь інфраструктурній складовій фондового ринку, зокрема індустрії розрахунків, а також інвестиційним менеджерам. Негативним фактором була міжнародна боргова криза, а позитивним — політика економічної лібералізації та відміна державного регулювання в багатьох країнах світу.

Боргова криза продемонструвала, що ринок синдікованих кредитів несе в собі загрозу для міжнародних банків, тому обсяги міжнародного

кредитування значно скоротилися, а випуск цінних паперів навпаки зріс. У 1983 році обсяги нових випусків єврооблігацій перевищили обсяги єврокредитів, оскільки банки почали синдікувати набагато менше міжнародних позик. Сек'юритизацію стимулювали фінансові інновації, які розквітли в умовах вільного європейського загального ринку. Зріс ринок свопів, дозволяючи емітентам переключатися на ту валюту, по якій пропонувались найкращі умови. З'явилися нові інструменти, і їх ринки зростали та падали із вражаючою швидкістю [14, с. 119-121].

Такі події сприяли виокремленню інвестиційної діяльності в окремий вид професійної діяльності та її виробничій організації. Так у 1980-х роках було засновано основну кількість незалежних фірм з управління інвестиціями та відбулася міграція активів з банків та страхових компаній до цих нових інституційних одиниць. У 1990-2000-х роках з'явилися альтернативні інвестиції як серйозний конкурент традиційним інвестиційним менеджерам зі своїми портфелями з контролем ризику.

Зважаючи на це, варто дослідити останні тенденції, що характеризують стан інвестиційного менеджменту у посткризовий період. Нещодавній ринковий крах визначив ключову роль розміщення активів у генеруванні доходів та захисті від знецінення. Світова фінансова криза 2007-2009 років підкреслила необхідність всебічного аналізу, в ході здійснення якого макроекономіка відіграє важливішу роль, ніж у минулому. Враховуючи високі рівні волатильності, глобальні фінансові дисбаланси та невизначеність, вважаємо, що розміщення активів також стає більш динамічним. Зростаюча здатність здійснювати транзакції з цінними паперами та брати на себе ризики по всьому світу створює справжню глобальну економіку, в умовах якої складне рішення щодо визначення періоду розміщення активів відіграватиме значну роль у поясненні доходів [7].

Інвестори почали застосовувати ширшу диверсифікацію типів активів з метою захисту від ринкових коливань та генерування більших доходів. Інвестиційний простір, що раніше зосереджувався навколо двох типів активів — акцій та облігацій — розширився та об'єднав нові стратегії та типи активів, у тому числі нерухомість, хедж-фонди, приватні акції, валюти, товари, природні ресурси (наприклад, ліси та сільськогосподарські землі), інфраструктуру та нематеріальні товари (наприклад, права інтелектуальної власності).

Частка альтернативних типів активів у сумарному показнику розміщених активів у країнах з розвиненими ринками пенсійних фондів складала більш ніж 16 % до кінця 2008 року [6]. Через відсутність достатньої історії

результативності багатьох з цих альтернативних типів активів підхід «ядро — супутник» (комбінація активної і пасивної стратегії управління портфелем) та встановлення еталонних показників (benchmarking) не підходять. Сьогодні інтенсивно розробляються інвестиційні продукти з активним розміщенням активів. Фонди життєвого стилю (lifestyle funds) є одним із прикладів. Фонд життєвого стилю (lifestyle fund) — це інвестиційний фонд, який містить певну структуру активів залежно від рівня ризику та доходу, який підходить індивідуальному інвестору. Фактори, які впливають на визначення цієї структури, — це вік інвестора, неохочість до ризику, інвестиційна мета та період повернення основної суми. Фонд життєвого стилю може відображати консервативну, помірну або агресивну інвестиційну стратегію. Агресивні фонди життєвого стилю формуються для інвесторів у віці до 30 років, у той час, як консервативні фонди життєвого стилю створюються для інвесторів у віці до 60 років.

У сучасних умовах змінився підхід до ризик-менеджменту. Нещодавня криза та подальші роки фінансової нестабільності, що тривають досі, змусили інвесторів скорочувати схильність до ринкового ризику. Нездатність передбачити крах була посилена сконцентрованою на отриманні доходів, а не на ризику. Окрім посиленої уваги до ринкового ризику у своїх портфелях, інвестори очевидно більше зважають на ризик ліквідності, ризик невиконання зобов'язань контрагентом, системний ризик та ефект левериджу.

У зв'язку з цим виникає об'єктивна необхідність здійснити аналіз системного ризику, який спричиняється інституціями небанківської системи, у тому числі інвестиційними менеджерами, на яких сконцентровано увагу регуляторних органів на тлі посткризових умов.

Сьогодні низка небанківських фінансових установ та ринкових інфраструктур розглядаються регуляторами як такі, що мають вирішальне значення для функціонування всієї фінансової системи, в тому числі компанії з управління активами. Хоча небанківські установи та ринкові інфраструктури, такі, як хедж-фонди, грошові фонди, страхові компанії, пенсійні фонди та центральні контрагенти та клірингові доми, не залучають депозити, вони співпрацюють із системно важливими банками у ключових напрямках, наприклад при позабіржовій торгівлі деривативами або при забезпеченні чи використанні застави за умов кредитування у цінних паперах чи здійсненні транзакцій репо.

Сьогодні низка економістів та практиків у сфері інвестиційного менеджменту поділилися на дві групи, одна з яких наводить перелік аргументів, що свідчать про непричетність компаній з управління активами (КУА) до спричинення системного ризику, а інша наголошує на необхідності більш жорсткого регулювання цього сегменту ринку цінних паперів, оскільки ці компанії, маючи у своєму арсеналі певні переваги, часто зловживають ними. Порівняння аргументів кожної з груп подані в табл. 1.

Таблиця 1. Порівняння підходів до ролі КУА у спричиненні системного ризику*

КУА не причетні до спричинення системного ризику	Діяльність КУА є одним із факторів, що зумовлює системний ризик
Активи клієнтів не відображаються у балансі — КУА просто консультують або діють від імені своїх клієнтів.	Хедж-фонди є аутсорсингом для інвестиційних банків для функції управління інвестиціями, яка сприяє левериджу за рахунок використання коштів інвесторів з третьої сторони.
КУА отримують постійну плату за свої послуги, на відміну від банків, які отримують дохід від кредитування або транзакцій, які залежать від стійкості балансу відповідного банку.	Кредитні фонди інструментів з фіксованою доходністю є найбільшими споживачами кредиту у всій індустрії хедж-фондів, і вони використовують його для фінансування позицій по корпоративним та суверенним боргам, які залучаються в якості застави для того, щоб здійснити леверидж аж до рівня, що в шість раз перевищує чисту вартість активів (NAV), та навіть для надання в безпосередній кредит корпораціям та інвестиційним фондам.
КУА не володіють перевагами доступу до коштів центрального банку чи системи гарантування вкладів.	КУА є найбільшими покупцями (поруч із центральними банками) структурованих кредитних інструментів.
	КУА можуть отримати підтримку центрального банку у випадку запуску програми порятунку (bailout).

*Розроблено автором на підставі [9].

Проаналізувавши аргументи, розуміємо, що виникає об'єктивна необхідність трансформації

напряму державного регулювання КУА в бік його посилення, при цьому керуючись певними

застереженнями. Перш за все, варто згадати статус «too big to fail» («надто важливий, щоб збанкрутіти»). Присвоєння такого статусу КУА може бути загрозливим, оскільки може стати мотивом для прийняття надмірних ризиків. Основне завдання в ході регулювання полягає у постійному моніторингу та стимулюванні прозорості діяльності [8].

Інноваційні продукти, які були запроваджені інвестиційними банками, внесли додатковий елемент ризику. Вони вимагають не лише застосування особливих методологій оцінювання ризику, але й кращого розуміння самого характеру таких продуктів. Крім того, важливою проблемою, яка значною мірою зумовила розбалансування всієї економіки та фінансової системи зокрема, стала розбіжність між обсягами реальної економіки та фінансової сфери. Саме тому розмір очікуваних доходів від інвестування в певні інструменти повинен більше відповідати загальній здатності ринків та економіки генерувати доходи.

Унаслідок фінансової кризи відбулося скорочення видатків на управління активами та інших витрат. Інвестори, які зазнали скорочення власних активів під час падіння основних індексів у 2008-2009 роках, критично переглянули видатки на управління активами та інші витрати. Інституційні інвестори почали вкладати більше активів в індексні фонди, переносючи управління в межі компанії, для більших фондів створювати внутрішні команди для управління альтернативними інвестиціями та об'єднувати активи у пули, усуваючи прошарки посередників.

Сьогодні більшість компаній переходить на простіші прозоріші інструменти, наприклад біржові інвестиційні фонди (ETFs), а також звертаються до послуг банків, що пропонують більш конкурентоспроможні тарифи та продукти. Роздрібні інвестори також намагаються зменшити витрати на управління активами, розміщуючи свої інвестиційні активи у низькозатратні фонди — тенденція, що вже протягом років спостерігається на певних ринках.

В умовах невизначеності та жорсткої економії було здійснено перерозподіл ролей. Перерозподіл ролей між інвесторами, консультантами, компаніями з управління активами посилюється тоді, коли інвестори, все ще долаючи нещодавні збитки, почали шукати шляхи захисту інвестованих активів. Великі інституційні інвестори переносять функції розміщення та управління активами в межі компанії, а найбільші розробляють платформи для обслуговування менших фондів.

Інвестиційні банки продовжують відігравати важливу роль у розробці корпоративних пенсійних планів, забезпечуючи хеджування зобов'язань через відсоткові деривативи та через свопові біржові інвестиційні фонди. Але підірвана

репутація внаслідок подій 2007-2009 років та необхідність збільшення власних засобів обмежують здатність інвестиційних банків підвищувати своє значення на ринку пенсійних фондів. Однак очікується зростання ролі страхових компаній, у той час, як невеликі пенсійні фонди здійснюють аутсорсинг управління власними активами, уряди намагаються стимулювати зниження витрат на управління активами, а післявоєнне покоління (Baby-boomers), яке досягає пенсійного віку, вимагає інструментів, які забезпечуватимуть захист основної суми та зменшуватимуть ризик.

Консультанти та інвестори підвищують пильність до перевірок due diligence, особливо стосовно альтернативних інвестицій. Інституційні інвестори, скомпromетовані гарячими грошима в хедж-фондах, пильно аналізують не лише того, хто управляє коштами, та як він ними управляє, але й співінвесторів.

Що стосується етичності самих інвестицій, фонди континентальної Європи більш старанно вивчають діяльність компаній, які генерують прибутки, та їх портфелі. Інвестори з англomовних країн концентрують увагу на корпоративному управлінні та інших етичних питаннях, які впливають на вартість компанії.

Таким чином, основною метою усіх подальших дій задля повноцінного відродження сфери управління активами має бути відновлення довіри інвестора. Такі зусилля передбачатимуть підвищену транспарентність, більше спілкування з інвесторами (особливо стосовно ризику) та краще управління очікуваннями.

Компанії з управління активами змушені переглянути свої пропозиції, узгоджуючи власні обіцянки зі здатністю їх виконувати. Очевидно вони відіграватимуть значнішу роль у розміщенні активів, консультуючи інституційних інвесторів та розробляючи інструменти для роздрібних інвесторів, а також в управлінні ризиками та ліквідністю [6]

Здійснений аналіз ключових подій, які відбуваються у сфері ринку фінансових інструментів, зокрема щодо управління інвестиційними процесами, дав змогу зрозуміти, що фінансова криза 2007-2009 років та її затяжні наслідки викрили серйозні лакуни у сфері регулювання інвестиційного менеджменту в більшості розвинених країн світу, передусім США, наслідком яких стали значні зловживання компаній з управління активами та особливо фінансових інженерів щодо розробки інноваційних, нічим не підкріплених фінансових інструментів та їх використання з метою генерування непомірних прибутків.

Дослідження останніх тенденцій та вивчення досвіду прийняття рішень щодо врегулювання цієї ситуації у провідних країнах світу має велике значення для національного ринку цінних паперів,

який ще знаходиться на початковій стадії розвитку. Саме в такому напрямку потрібні подальші дослідження та розробка ефективної моделі розвитку інвестиційного менеджменту в Україні. Це є перспективним напрямком з огляду на останні реформи у сфері ринку цінних паперів України, зокрема його інфраструктурної складової.

Учасниками інвестиційних процесів усвідомлюється необхідність посилення державного нагляду та контролю за інфраструктурними елементами скоординованими зусиллями, здійснюючи діалог між учасниками на міжнародному рівні. Якщо кінець ХХ століття був ерою фундаменталізму

вільного ринку з відповідним дерегулюванням та лібералізацією, то початок ХХІ століття ознаменувався глобальним переосмисленням засад функціонування фінансової системи, зокрема у сфері інвестиційного менеджменту. Таким чином, починається перехід до активного управління інвестиційними процесами, який передбачає не лише діяльність інвестиційних банків та компаній з управління активами, які розробляють нові моделі щодо ефективного розміщення активів та стимулюють розробку нових фінансових інструментів, а й державні регуляторні органи, які створюють прозоре та ефективне правове поле для діяльності останніх.

Список літератури

1. Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2009. Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1252/63/2009.pdf>.
2. Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2008. Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf.
3. Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2007. Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/418/32_4.pdf.
4. Шарп, У. Інвестиції [Текст] / Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.; [пер. С англ.]. – М. : ИНФРА-М, 1999. – XII. – 1 028 с.
5. Гитман, Л. Основы инвестирования [Текст] / Гитман Л., Джонс М.; [пер. С англ.] – Дело, 1997. – 1 008 с.
6. Frank J. Fabozzi. Investment management after the global financial crisis / Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi, Caroline Jonas. – Research Foundation of CFA Institute, 2010. Retrieved from <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2010.n1.1>.
7. Greenspan, A. (2008) *The age of turbulence*. USA: The Penguin Press.
8. Roubini, Nouriel, Mihm, Stephen. (2011) *Crisis Economics*. England: Penguin Books.
9. Amery, P. (2012, Winter). *Asset managers in the spotlight*. Global Custodian, 36-43.
10. Amery, P. (2013, Summer). *Primed for change*. Global Custodian, 22-27.
11. Gubert, Ch. (Winter Plus/spring 2013). *What does Solvency II mean for hedge funds?* Global Custodian, 36-38.
12. Активізація інвестиційного процесу в Україні [Текст] : колективна монографія / [Т. В. Майорова, М. І. Дуба, С. В. Онишко та ін.]; за наук. ред. М. І. Дуби, Т. В. Майорової. – К. : КНЕУ, 2012. – 472 с.
13. Матвійчук А. В. Економічні ризики в інвестиційній діяльності [Текст] : монографія. – Вінниця: УНІВЕРСУМ — Вінниця, 2005. — 205 с.
14. Норман, П. Сантехники и провидцы. Расчеты с ценными бумагами и европейский финансовый рынок [Текст] / Пултер Норман; [пер. С англ. Ольги Антоновой] – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 528 с.

References

1. Analytical overview of mutual funds market in Ukraine [Analitychnyi ohliad rynku ISI v Ukraini] (2009). Ukrainian Association of Investment Business. Retrieved in October, 2013, from <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1252/63/2009.pdf>.
2. Analytical overview of mutual funds market in Ukraine [Analitychnyi ohliad rynku ISI v Ukraini] (2008). Ukrainian Association of Investment Business. Retrieved in October, 2013, from http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf.
3. Analytical overview of mutual funds market in Ukraine [Analitychnyi ohliad rynku ISI v Ukraini] (2007). Ukrainian Association of Investment Business. Retrieved in October, 2013, from http://www.uaib.com.ua/files/articles/418/32_4.pdf.
4. Sharp, W., Alexander, G., Bailey, J. (1999). *Investments [Investitsii]*. Moscow: INFRA-M.
5. Gitman, L., Joehnk, M. (1997). *Fundamentals of Investing [Osnovy investirovaniia]*. Moscow: Delo.
6. Fabozzi, F., Focardi, S., Jonas, C. (2010) *Investment management after the global financial crisis*. Research Foundation of CFA Institute. Retrieved from <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2010.n1.1>
7. Greenspan, A. (2008) *The age of turbulence*. USA: The Penguin Press.
8. Roubini Nouriel, Mihm Stephen. (2011) *Crisis Economics*. England: Penguin Books.
9. Amery, P. (2012, Winter). *Asset managers in the spotlight*. Global Custodian, 36-43.
10. Amery, P. (2013, Summer). *Primed for change*. Global Custodian, 22-27.
11. Gubert, Ch. (Winter Plus/spring 2013). *What does Solvency II mean for hedge funds?* Global Custodian, 36-38.

-
12. *Maiorova, T., Dyba, M., Onyshko, S. et al. (2012). Activation of investment process in Ukraine [Aktyvizatsiia investutsiinoho protsesu v Ukraini]. Kyiv: KNEU.*
 13. *Matviichuk, A. (2005). Economic risks in investment activity [Ekonomichni ryzyky v investytsiynii diaialnisti]. Vinnytsia: UNIVERSUM.*
 14. *Norman, P. (2012). Plumbers and visionaries. Securities settlement and Europe's financial market [Santekhniki i providtsy. Raschety s tsennymi bumagami i ievropeiskii finansovy rynok]. Moscow: Mann, Ivanov i Ferber.*

Стаття надійшла до редакції 25.10.2013 р.