

РОЗВИТОК РЕГУЛЯТОРНИХ ПІДХОДІВ ДО КОРПОРАТИВНИХ ІСІ В УКРАЇНІ

DEVELOPMENT OF REGULATORY APPROACHES TO THE CORPORATE INSTITUTES OF COLLECTIVE INVESTMENTS IN UKRAINE

**Тетяна
Бороденко**
асистент
кафедри
Фінансові ринки
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

**Tetiana
Borodenko**
Assistant
SHEI «Kyiv
National
Economic
University named
after Vadym
Hetman»

Стаття присвячена питанням нормативно-правового регулювання ринку спільного інвестування в Україні. Акцентовано на ключових відсутніх та неповноцінних компонентах законодавчої бази, що регулює діяльність вітчизняних корпоративних інвестиційних фондах. Обґрунтовано пропозиції, спрямовані на посилення транспарентності корпоративних ІСІ в Україні. Запропоновано зміни до законодавства, які сприятимуть впровадженню ефективних механізмів захисту прав акціонерів корпоративних ІСІ. Розроблено підходи до упорядкування діяльності венчурних ІСІ на вітчизняному фондовому ринку.

This article is devoted to issues of regulatory and legal regulation of collective investment market in Ukraine. It focuses on the key missing and inadequate components of legislative framework that regulates the activities of domestic corporate investment funds. The proposals aimed at increasing of transparency of corporate institutes of collective investments in Ukraine are justified. Changes to the legislation that will promote implementation of effective protecting mechanisms of shareholders' rights of corporate institutes of collective investments are proposed. Approaches to ordering the activity of venture institutes of collective investments at the domestic stock market are developed.

Ключові слова: фінансовий сектор, фінансові інституції, фінансові посередники, інститути спільного інвестування, корпоративні інвестиційні фонди.

Key words: financial sector, financial institutions, financial intermediaries, institutes of collective investments, corporate investment funds.

Сучасний стан ринку спільного інвестування за багатьма критеріями не відповідає тим завданням, що стоять перед Україною на актуальному етапі розвитку. Очевидно, сектор вітчизняних ІСІ, який лідирує серед небанківських фінансових інституцій, має значний потенціал розвитку, який на сьогодні з багатьох причин не реалізовано. Не в останню чергу

проблеми спільного інвестування в Україні обумовлені і недосконалою нормативно-правовою базою. Численні трансформації законодавства так і не дали змоги сформувати міцний нормативний базис, який би сприяв активізації діяльності ІСІ, в тому числі – корпоративних. Загалом, на сьогодні корпоративні ІСІ суттєво поступаються пайовим інвестиційним

фондам, а загальна тенденція до «венчуризації» вітчизняного ринку спільного інвестування тільки підкреслює потребу у напрацюванні науково обґрунтованих підходів, спрямованих на розвиток цього сегменту.

Проблематика діяльності ІСІ загалом і, зокрема – корпоративних інвестиційних фондів, розглядалася в роботах багатьох вітчизняних науковців. Слід виділити насамперед роботи Ю. Вергелюк, М. Гапонюка, Н. Дегтярьової, М. Диби, А. Камінського, Д. Леонова, Т. Майорової, О. Мозгового, Є. Поліщук, Н. Прокопенко, Г. Соломіної, Б. Стеценка, О. Швердіної та ін.. Разом з тим, навіть з врахуванням значимості отриманих наукових результатів в працях зазначених авторів, вимагають додаткового вивчення питання нормативно-правового забезпечення діяльності корпоративних ІСІ в Україні.

Мета статті – обґрунтувати заходи, що спрямовані на подальший розвиток нормативно-правового забезпечення діяльності корпоративних ІСІ в Україні.

Виклад основного матеріалу. Досліджуючи питання подальшого удосконалення регуляторних підходів щодо функціонування корпоративних ІСІ в Україні, слід першочергово виходити з того, що існуючі проблеми потребують комплексного підходу, який би орієнтувався і на врахування тенденцій в економіці взагалі, у розвитку фінансового сектору – зокрема. Слабкий розвиток корпоративних ІСІ в Україні [1] обумовлений як ринковими диспропорціями, так і відсутністю та неповноцінним характером окремих норм законодавства.

Ключовим процесом на сучасному етапі є «венчуризація» цього сегменту. Домінування венчурних ІСІ в Україні стало в першу чергу наслідком запровадження абсолютно не виправданих регуляторних підходів до розвитку венчурного бізнесу в Україні та має надзвичайно неоднозначні наслідки. Треба визнати, що фактично вітчизняні венчурні ІСІ не мають жодного відношення до фінансування венчурного бізнесу, а лише відображають певну правову модель

функціонування спільного інвестування в Україні, засновану на принципах більш вищої (порівняно з невенчурними фондами) норми допустимого ризику в управлінні активами. Як зазначають фахівці, така ситуація надзвичайно шкодить інноваційній моделі розвитку вітчизняної економіки адже фактично нівелює роль венчурного капіталу [2-4].

В цілому, тенденції щодо типів КІФ в Україні іманентні загальній ситуації на ринку спільного інвестування – низька популярність відкритих та інтервальних фондів в поєднанні з домінуванням венчурних ІСІ. Фактично на сьогодні ми маємо справу з «закритою» моделлю ринку спільного інвестування, в якій ІСІ не орієнтуються на публічні механізми залучення ресурсів. Зокрема, звернемо увагу на той факт, що на протязі багатьох років зменшується частка закритих невенчурних КІФ (на 14-18 % щорічно), і зростає аналогічний показник для закритих венчурних КІФ. Цей факт є додатковим підтвердженням тези про «схемний» характер вітчизняного ринку спільного інвестування, ключові учасники якого функціонують в рамках реалізації конкретних бізнес проектів та не зацікавлені у залученні ресурсів від «сторонніх» учасників. Фактично «закритість» ринку спільного інвестування в Україні визначена насамперед тенденцією до його «венчуризації».

Проте, з нашого погляду, до питання виправлення існуючих тенденцій у сфері діяльності венчурних фондів слід підходити вкрай обережно, щоб не зашкодити індустрії спільного інвестування, сформованій на сьогодні. Загалом подолання деформацій має орієнтуватися насамперед на наступні першочергові заходи:

1. Прийняття базового спеціалізованого Закону України «Про венчурну діяльність в інноваційній сфері», в якому буде упорядковано нормативно-правові підходи до венчурної діяльності в нашій державі.

2. Виділення в Законі України «Про інститути спільного інвестування» [5], спеціального розділу, який синхронізований з іншими норматив-

но-правовими актами у сфері венчурного бізнесу (насамперед, з виділенням у п. 1 законом).

3. Чітка ідентифікація ознак венчурного ІСІ з акцентом на особливості інвестиційної стратегії таких фондів та особливостей спрямування залученого венчурного капіталу.

4. Окреслення особливого правового режиму функціонування венчурних ІСІ порівняно з інвестиційними фондами інших видів.

Загалом, акцентуючи на необхідності запровадження принципово нових підходів до регулювання діяльності венчурних фондів в Україні, підкреслимо, що такі фонди відіграли важливу роль у становленні українського ринку спільного інвестування. Саме завдяки венчурним ІСІ забезпечується притік капіталу та його перерозподіл за перспективними напрямками інвестування. Проте головне питання – відповідність низька вітчизняних венчурних фондів стандартам та правилам венчурного бізнесу у світі.

Інша важлива проблема – низька транспарентність вітчизняних корпоративних ІСІ. На цей час існують усі підстави для твердження щодо існування значного рівня інформаційної асиметрії на ринку спільного інвестування. При цьому такий висновок стосується і ІСІ, і КУА. Фактично інвестори та потенційні покупці цінних паперів ІСІ більшості видів ІСІ не мають доступу до інформації про діяльність фондів.

Недоліки чинних вимог щодо тран-

спарентності діяльності ІСІ (визначені, насамперед, з позиції інвесторів та держави-регулятора) наведені у наступній табл. 1.

Фактично на сучасному етапі в Україні сформовано диференційований підхід до оприлюднення інформації інститутами спільного інвестування. Він заснований на виділенні різних за обсягом вимог в залежності:

- порядку провадження діяльності (з поділом на відкриті, інтервальні та закриті ІСІ);
- організаційно-правової форми (в окремих випадках від корпоративних ІСІ вимагається ширший перелік документів, що оприлюднюються, порівняно з пайовими фондами);
- порядку розміщення цінних паперів ІСІ (з введенням мінімальних вимог щодо оприлюднення інформації про фонди, які здійснили приватне розміщення цінних паперів).

На наш погляд, цілком обґрунтованим є підхід, заснований на існуванні різних вимог щодо транспарентності (в частині, насамперед, режиму оприлюднення показників) відкритих, інтервальних та закритих фондів, оскільки він враховує різницю в ліквідності фінансових інструментів, що випущені такими фондами. В той же час, на наш погляд, не можна погодитися з підходами, які фактично унеможливають відкритість діяльності ІСІ, що здійснили приватне розміщення цінних паперів.

З врахуванням чинних вимог, зазначених у базовому законі, пропо-

Таблиця 1

Недоліки чинних вимог щодо оприлюднення інформації ІСІ та КУА

№ п.п.	Вимоги	Недоліки
1	Суттєва різниця між транспарентністю різних ІСІ, визначена характером розміщення їх цінних паперів	Достатнім рівнем транспарентності володіють лише ті ІСІ, які здійснили публічне розміщення цінних паперів
2	Річний звіт щодо діяльності ІСІ повинен містити: розрахунок вартості чистих активів, баланс, звіт про фінансові результати	Відсутність значної кількості інформації щодо діяльності інвестиційного фонду у учасників ринку
3	У разі приватного розміщення, КУА надає річний звіт учасникам фонду в порядку визначеному регламентом	Відсутні єдині вимоги щодо надання інформації про діяльність ІСІ учасникам фонду

Джерело: систематизовано автором

нується запровадити наступні зміни:

1. Для забезпечення транспарентності діяльності корпоративних ІСІ в Україні в п.3 ст. 76 Закону України «Про інститути спільного інвестування» доцільно зобов'язати компанію з управління активами корпоративного інституту спільного інвестування оприлюднювати на веб-сайті наступну інформацію: статут корпоративного фонду, зміни до статуту корпоративного фонду; свідоцтво про державну реєстрацію корпоративного фонду; регламент та зміни до нього зміни до регламенту; свідоцтво про внесення корпоративного фонду до Реєстру; висновки аудитора (аудиторської фірми) корпоративного фонду; розрахунок вартості чистих активів корпоративного фонду; проспект емісії цінних паперів, зміни до проспекту емісії цінних паперів; свідоцтво про державну реєстрацію випуску цінних паперів корпоративного фонду; перелік осіб, які обслуговують корпоративний фонд. З нашої точки зору, за рахунок введення такої норми суттєво підвищиться рівень транспарентності діяльності корпоративних ІСІ.

2. Встановити, що інформація про діяльність корпоративного інституту спільного інвестування, має бути однаковою за змістом і оприлюднюватися шляхом:

- розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних НК-ЦПФР про ринок цінних паперів;
- розміщення на власному веб-сайті компанії з управління активами;
- подання інформації до НК-ЦПФР;
- подання інформації до саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку – об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з управління активами інституційних інвесторів.

Тобто за рахунок введення такої норми є можливість уніфікувати канали оприлюднення інформації про діяльність корпоративних ІСІ в Україні на сучасному етапі.

3. Зобов'язати інститути спільного інвестування, які здійснили приватне

розміщення цінних паперів, надавати безпосередньо учасникам інституту спільного інвестування додаткову інформацію, понад ту, що оприлюднюється зазначеними вище шляхами, якщо це передбачено регламентом такого фонду.

Не менш складні питання сконцентровані у сфері захисту прав учасників корпоративних інвестиційних фондів. На наш погляд, ключові питання захисту прав учасників корпоративних ІСІ, які потребують вирішення виглядають наступним чином (табл. 2).

Саме виділені ключові механізми не тільки нададуть можливість підвищити рівень захисту прав учасників КІФ в Україні, вони стануть додатковим чинником для поширення саме таких інвестиційних фондів в нашій державі.

У питанні реалізації практичних заходів, спрямованих на зміни у законодавстві, визначені Угодою про Асоціацію між Україною та ЄС [6], слід поводитися досить обережно. Проста екстраполяція багатьох норм несе для вітчизняного ринку спільного інвестування суттєві ризики. В цьому контексті треба насамперед звернути увагу на ймовірні проблеми, що стосуватимуться функціонування венчурних фондів в Україні. Очевидно, що у разі безумовної імплементації європейського законодавства на вітчизняні терени ми матимемо справу не з венчурними, а з альтернативними фондами. В свою чергу, треба розуміти, що до таких фондів у ЄС застосовується особливий правовий режим і це має бути врахованим при реалізації сценарію їх трансформації.

ВИСНОВКИ

Подальше реформування вітчизняного ринку спільного інвестування має на меті суттєву активізацію діяльності корпоративних ІСІ. Запорукою швидких та ефективних реформ серед іншого є і зміни у нормативно-правовому забезпеченні діяльності корпоративних фондів. Ключовими напрямками змін мають бути: подолання тенденції до «венчуризації» ринку спільного інвестування за рахунок трансформації вимог до венчурних

**Напрями розхвиту механізмів захисту прав
учасників корпоративних ІСІ в Україні**

№ п.п.	Сфера дії	Чинна норма	Запропоновані зміни
1	Відповідальність учасників КІФ	Учасники КІФ не відповідають за зобов'язаннями...крім учасників, до складу активів яких входять більше 10 % акцій банку або більше 50 % корпоративних прав особи, яка є власником істотної участі у банку, які у такому разі відповідають за зобов'язаннями банку	Учасники КІФ не відповідають за зобов'язаннями...крім учасників, до складу активів яких входять більше 10 % акцій банку або більше 25 % корпоративних прав особи, яка є власником істотної участі у банку, які у такому разі відповідають за зобов'язаннями банку
2	Рішення установчих зборів КІФ	п.п. 3 ст. 10 викласти в такій редакції: «Рішення з інших питань приймаються у випадку, якщо за них проголосувало не менше 75 % голосів засновників»	
3	Наглядова Рада КІФ	Не рідше ніж один раз на два роки до порядку денного загальних зборів обов'язково включаються питання щодо зміни не менше ніж 1/3 особового складу наглядової ради	
4	Голосування на загальних зборах КІФ	Голосування на загальних зборах з питань порядку денного може проводитися з використанням бюлетенів для голосування	Голосування на загальних зборах з питань порядку денного повинне проводитися <i>тільки</i> з використанням бюлетенів для голосування

Джерело: розроблено автором

ІСІ; формування ефективних механізмів захисту прав інвесторів на ринку спільного інвестування; забезпечення високого рівня транспарентності діяльності корпоративних фондів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. УАІБ: Аналітичний огляд результатів діяльності ринку управління активами за 4 квартал та 2016 рік URL: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2660/15/Q4%202016%20&%20Full%202017_final.pdf (дата звернення 29.08.2017).

2. Череп А. В., Лігузова В. О. Венчурні фонди як засіб акумулювання та розміщення венчурного капіталу: досвід України. Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. праць. 2010. № 6. С. 92-96.

3. Стариченко О. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні. Фінансовий ринок України. 2012. № 5. С. 11-14.

4. Дороніна І. І., Бірюк С. О. Інституційні інвестори в системі фінансових інститутів. Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. 2011. № 6. С. 118-122.

5. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 року № 5080-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>. (дата звернення 24.08.2017).

6. Угода про Асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 27.06.2014./ Верховна рада України. Офіційний сайт. URL: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/984_a11. (дата звернення 5.10.2017).

REFERENCES

1. UAIB: Analytichnyi ohliad rezultativ diialnosti rynku upravlinnia aktyvamy za 4 kvartal ta 2016 rik

URL: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2660/15/Q4%202016%20&%20Full%202017_final.pdf (data zvernennia 29.08.2017).

2. Cherep A. V., Lihuzova V. O. Venchurni fondy yak zasib akumuluvannia ta rozmishchennia venchurnoho kapitalu: dosvid Ukrainy. Formuvannia rynkovykh vidnosyn v Ukraini: zb. nauk. prats. 2010. № 6. S. 92-96.

3. Starychenko O. Osoblyvosti ta mozhlyvosti venchurnykh investytsiinykh fondiv v Ukraini. Finansovy rynok Ukrainy. 2012. № 5. S. 11-14.

4. Doronina I. I., Biriuk S. O. Instytutsiini investory v systemi finansovykh instytutiv. Zovnishnia torhivlia: ekonomika, finansy, pravo. 2011. № 6. S. 118-122.

5. Zakon Ukrainy «Pro instytuty spilnoho investuvannia» vid 5 lypnia 2012 roku № 5080-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>. (data zvernennia 24.08.2017).

6. Uhoda pro Asotsiatsiiu mizh Ukrainoiu, z odniiei storony, ta Yevropeiskym Soiuzom, Yevropeiskym spivtovarystvom z atomnoi enerhii i yikhnimy derzhavamy-chlenamy, z inshoi storony vid 27.06.2014./ Verkhovna rada Ukrainy. Ofitsiinyi sait. URL: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/984_a11. (data zvernennia 5.10.2017).