ФОНД АНТИГАРАНТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

Анатолій Федоренко, *віце-президент* ВАТ «КІНТО», к.е.н.

Розглядаються питання створення та функціонування Фонду гарантування інвестицій на фондовому ринку України. Аналізуються окремі норми Євродиректив як підґрунтя для розробки проекту закону про фонд гарантування інвестицій. Показано невідповідність компенсаційних механізмів, закладених у законопроекті, природі правових відносин компаній з управління активами і торговців цінними паперами з їх клієнтами-інвесторами. Запропоновано нові підходи щодо визначення кола фінансових установ, які можуть бути учасниками Фонду гарантування інвестицій.

Як відомо, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку підготувала проект закону «Про Фонд гарантування інвестицій» (далі – законопроект) [1]. Цим законопроектом «встановлюються засади функціонування Фонду гарантування інвестицій, порядок здійснення компенсаційних виплат інвесторам, які втратили свої кошти внаслідок ліквідації або банкрутства учасника Фонду». Учасниками Фонду, відповідно до законопроекту, визнаються ***торговці цінними паперами***, що здійснюють діяльність з управління цінними паперами, та ***компанії з управління активами*** (ст.4 законопроекту).

Мета, якою послуговувалися розробники законопроекту, як завжди, доброчинна – захист майнових прав інвесторів на фондовому ринку, а підстава – приведення законодавства України з цінних паперів та фондового ринку у відповідність до директив ЄС (Євродиректив). Але й у цьому випадку «доброчинними намірами шлях до пекла вимощено».

Перше з головних зауважень – невідповідність запропонованого законопроекту Директиві 97/9/ЄС «Про схеми компенсації інвесторам» (далі – Директива 97/9/ЄС) [2] як в частині окреслення кола ***осіб*** та ***інвестиційних послуг***, на які поширюється дія директиви, так і в частині визначення ***підстав*** для отримання інвестором покриття з відповідної компенсаційної схеми.

Друге – невідповідність особи, на яку згідно із законопроектом покладається обов'язок щодо участі та сплати внесків до Фонду гарантування з метою захисту інвестора такої особи у разі виникнення «страхового випадку» (банкрутство або ліквідація учасника Фонду), внаслідок відсутності у такої особи зобов'язань щодо повернення коштів інвестору ані за законом, ані за договором.

Розглянемо перший аспект питання, що стосується вимог Євродиректив в частині окреслення кола осіб та видів інвестиційних послуг, на які поширюється їх дія.

Згідно з Директивою 97/9/ЄС, «інвестиційна компанія» (в оригіналі – фірма. – А.Ф.) – це широкий термін, який застосовується до осіб (і не лише юридичних), які надають інвестиційні послуги на професійній основі. Щодо визначення понять «інвестиційна компанія» та «інвестиційна послуга», Директива 97/9/ЄС відсилає до Директиви 93/22/ЄС. Однак внаслідок скасування останньої у зв'язку з набранням чинності Директиви 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів», необхідні положення слід шукати саме в чинній Директиві 2004/39/ЄС [3].

Визначення, що стосуються змісту поняття «інвестиційна компанія», в Директиві 2004/39/ЄС наведені, і вони загалом повторюють відповідні положення Директиви 93/22/ЄС, що втратила чинність. Водночас, у преамбулі Директиви 2004/39/ЄС (п.15) вказується на необхідність виключення зі сфери застосування цієї директиви

«***інститути спільного інвестування*** та ***пенсійні фонди***, незалежно від того, чи координуються вони на рівні Співтовариства, а також ***депозитаріїв***[*] чи керівників таких установ, оскільки їхня діяльність регулюється специфічними правилами, безпосередньо адаптованими до їхньої діяльності» (тут і далі виділено нами. – А.Ф.)». На не випадковість цього застереження з преамбули документа вказує і пряма норма з основного тексту директиви[**].

Що стосується ***інвестиційних послуг***, визначених директивою, до них належать, зокрема, отримання розпоряджень стосовно фінансових інструментів, виконання розпоряджень від імені клієнтів, діяльність за власний рахунок, управління активами, інвестиційне консультування, андеррайтинг (розділ А додатку 1 до Директиви 2004/39/ЕС). При цьому, під участь у компенсаційних схемах потрапляють лише ті «інвестиційні компанії», які ***залучають кошти*** або ***фінансові інструменти*** інвесторів із зобов'язанням їх повернути ***з користування*** або ***із управління***, та лише ***у зв'язку з неможливістю виконання своїх зобов'язань перед такими інвесторами*** унаслідок неплатоспроможності, підтвердженої компетентним органом (регулятором) або судом.

Перший випадок передбачає наявність кредитних відносин (відносин боргу) між інвестиційною фірмою та інвестором, «...оскільки визначення інвестиційної фірми включає ***кредитні установи***, які мають право надавати інвестиційні послуги» та «вимагається, щоб кожна така кредитна установа також була включена в схему компенсації для інвесторів для захисту її інвестиційного бізнесу...» (пункт 9 преамбули Директиви 97/9/ЄС).

Другий випадок стосується схем компенсації для інвесторів, які мають охоплювати «...грошові кошти і інструменти, ***що зберігаються інвестиційною компанією*** у зв'язку з інвестиційними операціями інвестора, які у випадку, коли інвестиційна компанія ***буде неспроможною виконати свої зобов'язання перед клієнтами*** свого інвестора, не можуть бути повернені інвестору» (пункт 8 преамбули Директиви 97/9/ЄС).

Отже йдеться про випадки: (1) виникнення кредиторської заборгованості інвестиційної компанії перед інвестором (позика, кредит) або (2) отримання коштів (фінансових інструментів) в управління (довірче) з передачею інвестиційних активів безпосередньо такій інвестиційній компанії, внаслідок чого «у випадку неплатоспроможності або ліквідації інвестиційної компанії» виникає проблема ***повернення*** коштів (фінансових інструментів) інвестору згідно із зобов'язаннями, передбаченими *законом* або ***договором***.

Звертаємо увагу на ту обставину, що компанії з управління активами (далі – КУА) відповідно до законодавства України ***не залучають*** кошти або фінансові інструменти інвесторів ***на засадах позики*** чи в ***довірче управління на власні рахунки*** із зобов'язанням щодо повернення інвестору інвестованих коштів, а також не гарантують (і не мають права гарантувати) певного розміру прибутку та не приймають зобов'язань щодо його забезпечення. Більш того, інвестиційні ризики, пов'язані з втратою інвестованих коштів та (або) неотриманням інвестиційного прибутку, покладаються на інвестора, окрім випадків, передбачених законом. Як наслідок, у КУА перед учасниками (акціонерами) ІСІ не виникає ***боргових зобов'язань*** щодо залучених коштів (на відміну, наприклад, від комерційного банку за депозитними вкладами) та зобов'язання щодо повернення цінних паперів або інших активів, належних інвесторам на праві власності, оскільки такі цінні папери (активи), як правило, оформляються на ім'я ІСІ.

Відповідно до Закону України «Про

---

[*] На нашу думку, йдеться про депозитарні установи, які виконують функцію зберігачів інвестиційних активів – кастодіанів.

[**] «Ця Директива ***не застосовується*** до ...***інститутів спільного інвестування*** та ***пенсійних фондів***, незалежно від того, чи координуються вони на рівні Спільноти, а також ***депозитаріїв*** чи керівників таких компаній» (п. «h» частини другої статті 2 Директиви).

інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» «компанія з управління активами несе майнову відповідальність за збитки, що були завдані ІСІ її діями (бездіяльністю), згідно із законом та відповідно до умов договору» [4]. При цьому КУА «відшкодовує втрати, понесені ІСІ, який здійснює відкриту підписку на свої цінні папери, якщо протягом року вартість чистих активів ІСІ у розрахунку на один цінний папір ІСІ зменшилася нижче його номінальної вартості більш ніж на 20 відсотків ***унаслідок порушення компанією з управління активами норм цього Закону***» [5].

З цією метою в компанії формується резервний фонд, за рахунок якого відбувається відшкодування таких втрат. «Якщо компанія з управління активами ***перевищить свої повноваження*** або ***укладе договір не від імені ІСІ (корпоративного інвестиційного фонду)***, то вона несе відповідальність за зобов'язаннями, які виникають унаслідок виконання таких договорів, ***лише майном, що належить їй на праві власності***, якщо інше не встановлено законом» [6]. Звертаємо увагу, що при цьому, «у разі визнання компанії з управління активами банкрутом ***активи ІСІ не включаються до ліквідаційної маси компанії з управління активами***» [7].

Тому стосовно КУА некоректні компенсаційні механізми, що запозичені розробниками законопроекту із Закону України «Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб», який поширюється на банківські установи. Останні, залучаючи кошти на депозити, дійсно гарантують вкладникам як повернення основної суми вкладу, так і виплату обумовлених договором банківського вкладу відсотків.

Викликають заперечення і визначені у законопроекті ***підстави для здійснення виплат інвесторам***, а саме втрата коштів унаслідок реорганізації або ліквідації, у тому числі у разі банкрутства учасника Фонду» (ст.3 законопроекту).

На відміну від банку, банкрутство КУА безпосереднім чином не позначається на стані активів інвестиційного фонду, якими вона управляє. Причому, це стосується не лише корпоративного фонду, який є самостійною юридичною особою, але й пайового інвестиційного фонду, який існує у формі активів, «що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності» [8]. При цьому «фізичне» зберігання активів ІСІ в обох випадках здійснюється спеціалізованою установою – банком-зберігачем, який виконує усі операції з активами ІСІ, контролює законність їх використання, а також забезпечує захист від втрати.

Слід звернути увагу ще на одну обставину. Згідно із законодавством України про банкрутство визнати банкрутом юридичну особу можна в судовому порядку ***за заявою кредитора*** у разі неспроможності боржника виконати свої зобов'язання (наприклад, за позикою), тоді як інвестори ІСІ (учасники ПІФ, акціонери КІФ) ***не мають статусу кредитора***, адже їхні відносини з емітентом опосередковуються пайовими (а не борговими) цінними паперами, що засвідчують відносини власності (а не відносини боргу) [9].

Щодо торговця, який здійснює діяльність з ***управління цінними паперами***, виникає подібна ситуація, хоча й з певними відмінностями. Як і у випадку з ПІФ, передача цінних паперів (коштів) інвестором в управління торговцю не призводить до переходу до торговця права власності на такі активи та не тягне за собою виникнення відносин боргу.

Обрання виду компенсаційної схеми Директива залишає на розсуд країн-членів ЄС*. Системи захисту прав інвесторів, що застосовуються у міжнародній практиці, передбачають різні схеми, які не обов'язково пов'язані із формуванням гарантійних фондів.

Одна із схем захисту інвестицій, яка може бути застосована щодо діяльності торговця цінними паперами, зазначена в Директиві 2004/39/ЄС. Зокрема, в

* Пункти 23, 25 преамбули директиви 97/9/ЄС.

преамбулі директиви визначено, що «...з метою захисту права власності інвестора та інших подібних прав, пов'язаних з цінними паперами, та його прав, пов'язаних з коштами, довіреними компанії, ці права слід відрізняти (відокремлювати. – А.Ф.), зокрема, від прав компанії. Однак, цей принцип не повинен обмежувати право компанії вести справи самостійно, але від імені інвестора, коли цього вимагає сама природа угоди, і інвестор на це погоджується, наприклад – операції з кредитування цінними паперами» (п.26 Преамбули). Інакше кажучи, суть захисту прав власності інвестора, який передав свої цінні папери (інші активи) в управління торговцю цінними паперами, відповідно до вимог Євродиректив, полягає в тому, щоб відокремити такі активи (права власності) від інших прав інвестиційної фірми (торговця), та виконувати замовлення клієнта ***за його дорученням*** та ***в його інтересах***.

Ця вимога дотримується в Україні у повному обсязі. Так, Законом «Про цінні папери та фондовий ринок» встановлено припис, що «...для провадження діяльності з управління цінними паперами грошові кошти клієнта зараховуються на окремий поточний рахунок торговця цінними паперами у банку окремо від власних коштів торговця цінними паперами, коштів інших клієнтів та відповідно до умов договору про управління цінними паперами. Торговець цінними паперами звітує перед клієнтами про використання їх грошових коштів». При цьому він «веде облік цінних паперів, грошових коштів окремо для кожного клієнта та окремо від цінних паперів, грошових коштів та майна, що перебувають у власності торговця цінними паперами» (частина сьома статті 17). Крім того, згідно із Законом «...торговець цінними паперами зобов'язаний ***виконувати доручення клієнтів*** за договорами ...***про управління цінними паперами*** на найвигідніших для клієнта умовах. Доручення клієнтів виконуються торговцем цінними паперами ***у порядку їх надходження***, якщо інше не передбачено договором або дорученням клієнтів» (абзац другий частини шостої статті 17 Закону) [10].

Як випливає із Закону, торговець цінними паперами (управитель) у відносинах з клієнтом (установником управління) не вільний у виборі інвестиційних рішень, якщо таке право спеціально не надане йому відповідно до умов договору про управління та інвестиційної декларації. Тому й ризики недоотримання (неотримання) інвестиційного доходу та (або) втрати переданих в управління коштів унаслідок зниження ринкової вартості активів, у які вони розміщені, або неефективного їх інвестування покладаються на клієнта –установника управління. Більш того, договір про управління цінними паперами взагалі не передбачає отримання певного інвестиційного прибутку за наслідками управління, окрім того, що доходи, отримані від продажу активів, належать установнику управління.

Разом з тим, «...на грошові кошти та цінні папери клієнтів, що передаються торговцям цінними паперами в управління, ***не може бути звернене стягнення за зобов'язаннями торговця цінними паперами***, що не пов'язані із здійсненням ним функцій управителя» (абзац перший частини сьомої статті 17 Закону). Отже у разі банкрутства торговця цінними паперами, майно (гроші, цінні папери), що знаходяться в управлінні такого торговця, не включаються до ліквідаційної маси, а його неплатоспроможність за зобов'язаннями перед іншими кредиторами не впливає на стан розрахунків з установником управління.

Таким чином, в діяльності як компанії з управління активами, так і торговця цінними паперами, що здійснює управління цінними паперами, відсутні правові ситуації, коли вони ***юридично*** неспроможні відповідати за своїми зобов'язаннями перед інвесторами, оскільки на боці цих фінансових установ не виникає таких зобов'язань ні за законом, ні за договором. Адже права власності на об'єкти, передані в управління, не переходять до КУА або торговця-управителя, а фіксуються на ім'я ІСІ або інвестора-установника управління: придбані цінні папери зараховуються на рахунки в цінних паперах, відкриті їх власнику, грошові кошти зберігаються на відокремлених рахунках (субрахунках), відкритих на ім'я клієнта.

Повертаючись до підстав застосу-

вання компенсаційних механізмів згідно з Директивою 97/9/ЄС «Про схеми компенсації інвесторам», слід зазначити, що «...покриття має забезпечуватися для вимог, які виникають ***через неспроможність інвестиційної компанії***:

- повернути ***грошові кошти***, ***позичені*** або такі, що ***належать інвесторам і зберігаються від їх імені*** у зв'язку з інвестиційним бізнесом, або

- повернути інвесторам ***будь-які інструменти***, що ***належать їм і зберігаються***, ***перебувають в управлінні або під керівництвом від їх імені*** у зв'язку з інвестиційним бізнесом, у відповідності до ***правових*** і ***контрактних*** умов, що застосовуються (виділено нами – А.Ф.)» (ч.2 ст.2 Директиви).

Тобто, компенсаційні схеми мають бути задіяні лише тоді, коли інвестиційна компанія неспроможна виконати перед інвестором свої зобов'язання ***за законом*** або ***за договором*** щодо повернення: *(i)* грошових коштів, ***залучених на умовах позики*** чи ***кредиту***, або *(ii)* будь-яких належних інвесторам інструментів, переданих у різні форми володіння інвестиційної компанії ***із зобов'язанням повернення їх суми*** інвестору, що відсутнє у випадках, визначених у законопроекті.

У зв'язку з цим пропонуємо:

1. Відмовитись від спроб штучної імплементації в правовий простір України закону, який не відповідає ні духу, ні букві Євродиректив, а також суперечить природі правових відносин між компаніями з управління активами і торговцями цінними паперами та інвесторами.

2. Розробити нову редакцію законопроекту та поширити його дію на фінансові установи, які відповідають визначенням інвестиційної компанії та інвестиційної послуги, що використовується в Директиві 97/9/ЄС «Про схеми компенсації інвесторам» та Директиві 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів», та на які поширюється їх дія, зокрема на:

- кредитні спілки;

- різноманітні фонди, що залучають кошти інвесторів на засадах облігаційної або іншої позики, з гарантуванням виплат грошових доходів або майнових компенсацій (наприклад, житлом);

- фінансові установи, які залучають кошти або майно в різні форми управління (довірчі товариства або інвестиційні трасти), в тому числі шляхом випуску цінних паперів, та які передбачають повернення інвестору основної суми інвестиції зі сплатою певного інвестиційного доходу (відсотку, частки тощо).

3. Встановити, що дія Закону про Фонд гарантування інвестицій (для випадків, коли саме Фонд буде обрано як компенсаційний механізм) не поширюється на учасників фінансового ринку, які не віднесені до сфери регулювання Директиви 2004/39/ЄС, а саме: страхові організації, недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, депозитарні установи тощо.

На жаль, у запропонованому варіанті законопроекту система гарантування інвестицій, з одного боку, ляже додатковим тягарем на витрати професійних учасників фондового ринку, які не несуть зобов'язань за інвестиційними ризиками інвесторів, а з другого – не захистить інвестора від фінансових втрат, оскільки випадки банкрутства учасника Фонду, як підстава для здійснення компенсаційних виплат клієнтам такого учасника, не пов'язані з виконанням зобов'язань такого учасника перед інвесторами. Єдиний, хто залишається в цьому разі у виграші, – це Фонд гарантування інвестицій, що швидко перетвориться на ***самодостатню*** паразитичну структуру фондового ринку, яка працюватиме лише на власне самозбагачення: акумулюватиме внески, однак не робитиме компенсаційних виплат, оскільки не буде правових підстав для таких компенсацій.

Література

1. Проект Закону «Про Фонд гарантування інвестицій». – [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/270/38_4.doc

2. Директива 97/9/ЄС «Про схеми компенсації інвесторам». – Офіційний вісник європейських співтовариств. – 26.03.97. – No L 84/22. – переклад на укр. мову. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://eurodocs.sdla.gov.ua/DocumentView/tabid/28/ctl/Edit/mid/27/ID/10002552/Lang/Default.aspx

3. Директива 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» –

переклад на укр. мову. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.ssmsc.gov.ua/3/6/1/direct.pdf

4. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 №2299-III.

5. Так само, абзац другий ст. 33.

6. Так само, абзац шостий ст. 33.

7. Так само, абзац сьомий ст. 33.

8. Так само, абзац перший ст. 22.

9. Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» від 14.05.92 №2343-XII.

10. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 №3480-IV.