



Ризик у діяльності інститутів спільного інвестування

Слободян Олександр Анатолійович,
заступник директора ТОВ «КВА РЕДІ-ІНВЕСТ»

УДК 374.4 (477)

Актуальність теми дослідження. Спільне інвестування відіграє важливе соціально-економічне значення, оскільки передбачає залучення вільних коштів індивідуальних інвесторів з наступним їх інвестуванням у різні активи. Завдяки спільному інвестуванню громадяни можуть зберігати і примножувати свої накопичення, стаючи при цьому інвесторами. Проінвестовані ними кошти потрапляють до різних сфер економіки країни, створюють додаткові робочі місця, виступають джерелом фінансування вітчизняних підприємств. І хоч потенційні ризики зазначаються в інвестиційній декларації інституту спільного інвестування (далі – ІСІ), нормативно-правові акти, що регламентують діяльність зі спільного інвестування, не приділяють належної уваги цьому питанню. Враховуючи, що інвестиційні декларації більшості ІСІ однакові за змістом, категорія «ризик» при прийнятті інвестором рішення про вибір інституту, набуває особливої актуальності. Адже акціонерами (учасниками) ІСІ є широке коло осіб, які, зазвичай, не володіють фундаментальними знаннями у сфері фондового ринку, а отже, і не здатні належно оцінити можливі ризики, пов'язані зі спільним інвестуванням.

Мета цієї публікації полягає у визначенні категорії «ризик» як невід'ємної складової діяльності зі спільного інвестування шляхом аналізу чинного законодавства України для подальшого розроблення науково-теоретичних пропозицій, спрямованих на вдосконалення правового регулювання інститутів спільного інвестування. Дослідження ризику як невід'ємної складової діяльності зі спільного інвестування матиме важливе

теоретичне і практичне значення. За допомогою спільного інвестування фізичні та юридичні особи передають грошові кошти професійним управителям з метою їх наступного інвестування в цінні папери, нерухомість тощо. Розроблені теоретичні положення сприятимуть вирішенню практичних питань: впровадженню дієвої моделі захисту прав інвесторів ІСІ, підвищенню конкурентоспроможності ІСІ як фінансового інструменту.

Категорія «ризик» становить предмет дослідження багатьох наук – філософії, економічної науки, юриспруденції, соціології, медицини. Кожна з них розглядає ризик, використовуючи власні підходи і методи, під своїм кутом зору. В юридичній науці категорія ризику присутня в цивільному, господарському, кримінальному, інвестиційному, адміністративному, фінансовому праві та ін. Очевидно, враховуючи новизну і недослідженість спільного інвестування у вітчизняній цивілістиці, вчені продовжують обходити своєю увагою його ризикову природу. В сучасних умовах економічної нестабільності, низької ліквідності та відсутності прозорості вітчизняного фондового ринку процес інвестування стає особливо ризиковим, що додає актуальності дослідженням ризикової природи діяльності зі спільного інвестування.

Свого часу проблематику ризику в юриспруденції досліджували такі відомі вчені, як Граве К.А., Грінберг М.С., Ідельсон В.Р., Зейц А. Г., Магазинер Я.М., Лунц Л.А., Рассудовський В., Омельченко А.І., Райнер Г., Серебровський В.І., Собчак А.А., Брагінський М.І. та інші. Серед сучасних вчених-юристів питанням ризику займалися Заруба О.Д., Біленчук П.Д., Ковалів М.В., Майданик Р.А., Майданик Н.І., Столбовий В.П., Шамрай В.О., Мартьянова Т.С., Спасибо-Фатєєва І.В., Шиминова М.Я., Шелехов К.В., Тімуш І. С.

Поняття «ризик» розглядалось вченими під певним «кутом зору», оскільки з часом виникла необхідність переосмислення правових категорій, бо змінилося співвідношення між об'єктивно існуючими явищами та абстрактними правовими категоріями, покликаними характеризувати сутність цих явищ. Притаманний діяльності зі спільного інвестування ризик спонукав

переосмислити напрацьоване цивілістикою розуміння ризикового (алеаторного) договору.

Ґрунтовно вивчати ризик у цивілістиці розпочали в радянській період. У своїй роботі «Проблема риска в гражданском праве», опублікованій 1972 року, В.А. Ойгензіхт, виходячи з позицій соціалістичної системи господарювання, піддав критиці існування ризику в зобов'язаннях: «невизначенність і ризик – це наслідок ведення безпланового господарювання, економічних криз, які є обов'язковими елементами капіталістичного суспільства» [10, с. 38].

Ризик є невід'ємною складовою людського буття. Він супроводжує практичну діяльність людини незалежно від суспільного ладу та економічної формації. В сучасну епоху проблематика ризику набуває актуального значення для світової спільноти. Так, з метою вивчення і попередження ризиків у фінансовій сфері у 1996 р. була створена Глобальна Асоціація Професіоналів Ризик Менеджменту (GARP). Вона об'єднує понад 100 тис. професіоналів в усьому світі, має близько 100 регіональних директорів, які представляють близько 40 країн світу. Важливим є той факт, що у 2009 році ця міжнародна організація заявила про створення в Україні свого відділення, завданням якого має стати підтримка розвитку фінансового ринку України завдяки впровадженню новітньої практики і забезпеченню обміну досвідом між Україною та іншими державами. Як слушно відзначив Альгін А.П., без ризику «неможлива ініціатива, новаторство, підприємництво» [1, с. 8]. Щодо останнього, то ризиковий характер підприємницької діяльності вважається однією з головних її ознак, що безпосередньо відображено в законодавстві.

З розвитком економічного обороту набувають поширення нові правовідносини з притаманним їм фактором невизначеності настання зустрічного надання в зобов'язанні, виникають нетипові правові конструкції. Разом з тим, для однієї зі сторін зобов'язання іноді ризик обумовлюється низьким ступенем її правового захисту, недосконалістю механізму відповідальності, відсутністю цивілізованих ринкових механізмів контролю. Цивільне право регулює майнові відносини, переважна більшість яких має еквівалентно-оплатний характер. Воно не взмозі усунути ризики економічного

обороту. Використовуючи потенціал свого інструментарію, цивільне право покликане розподілити ризики між сторонами зобов'язання, збалансувати права і обов'язки з відповідальністю сторін у зобов'язанні. Адже «право є не що інше як система розподілу ризику, яка змінює і виправляє їх розподіл, що відбувається на основі природних законів економіки» [3, с. 136].

Загалом ризикові (алеаторні) зобов'язання важко назвати новим явищем для вітчизняної цивілістики. Вони були предметом наукових досліджень в юридичній літературі [4; 11]. Серед сучасних українських видань особливої уваги заслуговує книга «Аномалії в цивільному праві» за редакцією доктора юридичних наук, професора Р.А. Майданика [2]. У цьому ґрунтовному дослідженні системно аналізуються поняття «ризик», «ризикові зобов'язання», питання еволюції і порівняльної характеристики ризикових зобов'язань за законодавством України та зарубіжних країн, висвітлюються проблеми ризику в цивільному праві, досліджуються зобов'язання професійного ризику, аналізуються зобов'язання рентного ризику (рента, довічне утримання, спадковий договір), зобов'язання спекулятивного ризику (біржові спекулятивні правочини, правочини РЕПО, розрахунковий форвардний контракт, інші договори валютного дилінгу), ігрового ризику (договори гри і парі, лотереї, розіграшу) і зобов'язань страхового ризику (пенсійний контракт недержавного пенсійного фонду, договори страхування пенсії і пенсійного депозитного рахунку), інноваційного алеаторного ризику (договір про створення науково-технічного творчого результату, ризиковий сервісний контракт) та ін. Очевидно, враховуючи новизну і недослідженість інститутів спільного інвестування у вітчизняній цивілістиці, вчені продовжують обходити своєю увагою ризикову природу спільного інвестування.

Перш ніж розпочати її дослідження, нагадаємо, що являють собою вітчизняні ІСІ. Інститутом спільного інвестування є корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд (ст. 3 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III (далі – Закон «Про ІСІ») [5]. За цим Законом, корпоративний інвестиційний фонд (далі – КІФ) – це ІСІ, який

створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить виключно діяльність зі спільного інвестування. Натомість пайовий інвестиційний фонд (далі – ПФ) – це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами (далі – КУА) та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності. ПФ не є юридичною особою.

Важко заперечити той факт, що вітчизняний фондовий ринок характеризується високим ступенем ризику, який практично неможливо наперед спрогнозувати. Це позначається на діяльності ІСІ. На роботу його впливають об'єктивні чинники (кон'юнктура фондового ринку, політична ситуація, нестабільність вітчизняного законодавства, глобальна економічна ситуація тощо). Яскравим свідченням ризиковості вітчизняних ІСІ стала минала фінансово-економічна криза, негативні результати якої досі позначаються на роботі деяких із них.

Практика діяльності окремих вітчизняних ІСІ яскраво демонструє високий ступінь ризику їх роботи. Зокрема, як вбачається з даних, розміщених на сайті ТОВ «КУА «ПІОГЛОБАЛ Україна», станом на 16 жовтня 2010 р. вартість чистих активів на одну акцію ВАТ «ЗНКІФ Преміум-фонд Металургія-Машинобудування» складала 217,29 грн. при номінальній вартості акцій 1 000,00 грн., а дохідність КІФ з 9 квітня 2008 р. становила -78,27%.

Проблема ускладнюється тим, що аналогічні випадки поступово переростають в тенденцію розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування.

Певною мірою категорія ризику є критерієм поділу вітчизняних ІСІ на види (диверсифіковані, недиверсифіковані). Так, ІСІ вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає таким вимогам: кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 відсотків загального обсягу цінних паперів відповідного випуску; сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ в кількості, більшій, ніж 5 відсотків загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40 відсотків вартості чистих активів ІСІ; не менш як 80 відсотків загальної вартості активів

ІСІ становлять грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, допущені до торгів на фондовій біржі. ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ, є не диверсифікованими (ст. 4 Закону «Про ІСІ»).

За операційною структурою ІСІ поділяються на відкриті, закриті та інтервальні. Інвестор відкритого ІСІ вправі продати (купити) його цінні папери в будь-який робочий день. Законодавство містить високі вимоги до оборотоздатності активів таких ІСІ. Внаслідок цього відкриті ІСІ – найменш ризикові з-поміж ІСІ. Проміжне місце між відкритими та закритими займають інтервальні ІСІ. Так, ІСІ належить до інтервального типу, якщо він (або КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу). Проспект емісії ІСІ інтервального типу повинен передбачати порядок визначення дати початку та закінчення інтервалу, періодичність інтервалу (не рідше одного разу на рік та не частіше одного разу в квартал), тривалість інтервалу (не менше десяти робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу) (частина третя ст. 4 Закону «Про ІСІ»). Порівняно з відкритими інтервальні ІСІ мають менш зарегульовану структуру активів. Найбільш ризиковими є закриті ІСІ, цінні папери яких мають обмежену ліквідність.

ІСІ вирізняється детальною правовою регламентацією, що обумовлюється диверсифікацією (мінімізацією і розподілом) ризиків. Вона здійснюється в інтересах акціонерів (учасників) ІСІ і має на меті унеможливити порушення їхніх прав. Ризик визначається напрямами інвестиційної діяльності ІСІ. У свою чергу інвестиційна діяльність ІСІ обумовлюється його інвестиційною декларацією – документом, що є складовою частиною регламенту та додатком до договору з КУА, в якому характеризуються основні напрями та обмеження інвестиційної діяльності ІСІ.

Ризик, що виник у певному періоді діяльності ІСІ і зменшив вартість його активів, зазвичай, одразу не позначається на майновому становищі інвестора

ІСІ. Вартість цінних паперів ІСІ, що викуповуються ІСІ у інвесторів, визначається, виходячи з розрахункової вартості цінного паперу, встановленої на день подання інвестором заявки на викуп цінних паперів ІСІ. Ризик в управлінні ІСІ зумовлюється фактором розриву в часі укладення договору та досягнення його мети. Для інвестора наслідки настання ризикової події в діяльності ІСІ пов'язані із завершенням інвестором процесу інвестування, який супроводжується подачею заявки, укладенням відповідного договору, вчиненням інших дій, необхідних для здійснення викупу цінних паперів.

Законодавче обмеження придбання цінних паперів ІСІ органами державної влади та місцевого самоврядування також можна пояснити ризиковістю правовідносин з управління ними, а не майновою відокремленістю державної та комунальної власності від майна фінансових установ. Адже облігації місцевих позик та державні цінні папери можуть входити до складу активів ІСІ.

Цілком зрозуміло, що ризиковість діяльності зі спільного інвестування не могла не знайти свого відображення у чинному законодавстві. На законодавчому рівні спроба врегулювати ризикові відносини з управління ІСІ була здійснена в Законі України «Про рекламу» від 3 липня 1996 р. № 270/96-ВР, відповідно до ст. 25 якого рекламодавцям реклами цінних паперів заборонялось вказувати розмір доходу, який передбачається одержати за цінними паперами, крім випадків, коли це необхідно вказувати та використовувати інформацію про дохід за цінними паперами або величину отриманого емітентом у минулому прибутку без вказівки на те, що цей прибуток не є гарантією отримання доходів у майбутньому [7]. Дана норма закріплена, насамперед, для врегулювання реклами цінних паперів ІСІ. До її прийняття непоодинокими були факти зазначення в рекламі ІСІ розміру доходу, який передбачається одержувати в майбутньому [12].

Згідно із п. 1.20 р. 5 Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1227 від 2 листопада 2006 р., КУА під час провадження діяльності з управління активами ІСІ не має

права запевняти учасників ІСІ у беззаперечному отриманні доходу від придбаних цінних паперів ІСІ (чи його певного розміру) або у відсутності збитків від інвестування в цінні папери, робити заяви, які можуть бути розцінені як гарантії зазначеного [6].

Відповідно до ст. 3 Закону «Про ІСІ» діяльність зі спільного інвестування – діяльність, яка провадиться в інтересах і за рахунок учасників (акціонерів) ІСІ шляхом емісії цінних паперів ІСІ з метою отримання прибутку від вкладення коштів, залучених від їх розміщення у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи, дозволені законами України та нормативно-правовими актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Тобто у визначенні діяльності зі спільного інвестування взагалі відсутня вказівка на ризиковий характер цього виду діяльності.

Не містить принципу розподілу ризиків визначення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, подане у ст. 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23 лютого 2006 р., згідно з якою діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника фондового ринку – КУА, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів [9].

Про важливість принципу розподілу ризиків свідчить його закріплення в європейському законодавстві. Зокрема, ст. 1 (2) Директиви Ради 85/611/ЄЕС «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ІСІ)», визначаючи поняття інвестиційного фонду, прямо вказує на принцип розподілу ризиків [8].

На нашу думку, принцип розподілу ризику повинен знайти своє відображення у чинному законодавстві України при визначенні понять «діяльність із спільного інвестування», «ІСІ», «діяльність з управління активами інституційних інвесторів».

Проведений аналіз свідчить про ризиковий характер діяльності зі спільного інвестування та дає підстави стверджувати про необхідність

посилення уваги до категорії ризику з боку законодавця при розробці та прийнятті правових актів, що регламентують діяльність ІСІ. У зв'язку з цим виникає необхідність з'ясувати місце «ризиків» в управлінні ІСІ, розкрити його правову природу, детально розглянути різновиди ризику, притаманні управлінню ІСІ, що має стати предметом окремих наукових досліджень.

Список використаних джерел:

1. *Альгин А.П. Новаторство, инициатива, риск. – Л.: Лениздат, 1987. – 64 с.*
2. *Аномалії в Цивільному праві України: Навч.-практ. посібник. – 2-ге видання., перероб та доп. / за заг. ред. Р.А. Майданика. – К.: Юстініан, 2010. – 1008 с.*
3. *Магазинер Я.М. Общая теория права на основе советского законодательства. (Продолжение) // Правоведение. – М.: Изд-во С.-Петербург. ун-та, 1999. – № 1. – С. 128–138.*
4. *Майданик Н.І. Цивільно-правове регулювання договорів гри та парі в Україні: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / НАН України; Інститут держави і права ім. В.М. Корецького. – К., 2006. – 215 с.*
5. *Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>*
6. *Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 2 листопада 2006 р. № 1227 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>*
7. *Про рекламу: Закон України від 3 липня 1996 р. № 270/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>*
8. *Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ІСІ): Директива Ради 85/611/ЄЕС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>*

9. *Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>*
10. *Ойгензихт В.А. Проблема риска в гражданском праве. – Душанбе, 1972.– 224 с.*
11. *Тімуш І.С. Цивільно-правове регулювання ризикових (алеаторних) договорів: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. – К., 2004. – 197 с.*
12. *Украинскую инвесткомпанию накажут за рекламные обещания [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://economic-ua.com/articles/41542>*

Слободян О.А. Ризик у діяльності інститутів спільного інвестування

У даній статті категорія «ризик» розглядається як невід’ємна складова діяльності інститутів спільного інвестування. Автором здійснено аналіз чинного законодавства, на основі якого робиться висновок про необхідність відображення категорії ризику при розробці та прийнятті правових актів, що регламентують діяльність вітчизняних інститутів спільного інвестування.

Ключові слова: інститути спільного інвестування, ризик, управління активами інституційних інвесторів.

Слободян А.А. Риск в деятельности институтов совместного инвестирования

В настоящей статье категория «риска» рассматривается как неотъемлемая составляющая деятельности институтов совместного инвестирования. Автором осуществлен анализ действующего законодательства, на основе которого делается вывод об отображении категории «риска» при разработке и принятии правовых актов, регламентирующих деятельность отечественных институтов совместного инвестирования.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования, риск, управление активами институциональных инвесторов.

Slobodyan O.A. The «risk» category in regulate mutual investment institutions.

In this paper, the category of «risk» is considered as an integral part of mutual investment institutions. Based on the research of current legislation the author makes conclusions about the «risk» category in developing and adopted legal acts that regulate domestic mutual investment institutions.

Key words: mutual investment institutions investment, risk, asset management, institutional investors.