

УДК 338.242.2

Наукова спеціальність: 08.00.03 економіка та управління національним господарством

Золковер Андрій Олександрович

Золковер Андрей Александрович

Zolkover Andrii

Київський національний університет технологій та дизайну, асистент кафедри фінансів

Киевский национальный университет технологий и дизайна, ассистент кафедры финансов

Kyiv National University of Technologies and Design, assistant of the Department of Finance

Тел: +38(067)356-6667

E-mail: zaaaaa@ukr.net

Адреса: 02121, Україна, м.Київ, вул. Декабристів, б.12/37, кв.193

**регулювання-як чинник розвитку інститутів спільного інвестування**

## **РЕГУЛИРОВАНИЕ-КАК ФАКТОР РАЗВИТИЯ ИНСТИТУТОВ СОМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

## **REGULATION AS A FACTOR OF DEVELOPMENT, COLLECTIVE INVESTMENT INSTITUTIONS**

**Анотація.** У статті проведено аналіз механізмів регулювання інвестиційних фондів.

**Ключові слова.** Інвестиційні фонди. Взаємні фонди. Саморегулюючі організації.

**Постановка проблеми.** Інститути спільного інвестування займають досить помітне місце на фінансовому ринку в країнах з розвинутими фінансовими ринками. У 2001 році, коли інститути спільного інвестування (подібні тим, що функціонують у світі) тільки з'явилися в Україні, у світі вони вже провадили активну діяльність, так за даними Національної асоціації американських інвестиційних компаній - Інститута інвестиційних компаній на кінець 2001 року у світі налічувалась понад 53 371 взаємних інвестиційних фондів, а їх сумарні активи становили 11 654,87 млрд. дол. США. [1]. За останні 10 років активи інвестиційних фондів у світі зросли більш ніж у 2 рази та на

кінець 2011 року становили 23 779,87 млрд. дол. США, а загальна кількість взаємних фондів сягнула 72 657.

Такий розвиток став можливий через вдало вибрану систему регулювання діяльності цих інституцій. Це обумовлює актуальність даної статті..

**Аналіз останніх публікацій.** Питанням діяльності інвестиційних фондів і у світі, і у США присвячено багато уваги, серед них праці таких відомих науковців як У.Ф Шарп, Г.Дж.Александр, В.Дж.Бейлі, серед українських науковців слід відмітити В.Корнеєва, Д.Леонова, А.Шпанко та інших. Незважаючи на ґрунтовність проведених досліджень, окремі питання щодо аналізу механізмів регулювання інститутів спільного інвестування потребують подальшого розвитку.

**Ціль статті (постановка завдання).** Метою даної статті – є аналіз механізмів регулювання інвестиційних фондів.

#### **Викладення основного матеріалу.**

Розвиток того чи іншого соціального або економічного інституту залежить від багатьох факторів, таких як стан економіки, ментальність та підготовленість населення, наявність інфраструктури, прогностні сценарії розвитку економіки, тощо, але одним з визначальних факторів - є аспекти регулювання цих інститутів на державному й суспільному рівнях й саморегулювання.

Розвиток інститутів спільного інвестування, як й інших економічних інститутів напряду залежить від механізмів та моделей регулювання які застосовуються до цих інституцій.

Міжнародна організація комісій по цінним паперам визначає наступні цілі регулювання ринку капіталів [1]:

1. Захист інвесторів (від шахрайських дій та маніпулювання ринком);
2. Справедливість, ефективність і прозорість ринків (рівність учасників на ринку, рівний і широкий доступ до інформації, попередження нечесної торгової практики);

3. Скорочення системного ризику (ефективне управління ризиками в індустрії цінних паперів).

На фінансовому ринку, в залежності від системи права та моделі регулювання традиційно виділяють дві моделі ринків капіталу, а саме континентальну або німецьку модель, яку ще називають «інсайдерською» чи «капіталізм зв'язків» та англо-саксонську яку називають «ринковою» [2]. Принциповою відмінністю цих двох моделей є форма зовнішнього фінансування підприємств, так у країнах з англо-саксонською фінансовою моделлю, де законодавчі норми забезпечують захист інвесторів – підприємства залучають кошти на фондовому ринку, здебільшого за допомогою випуску акцій та пайових сертифікатів. «...Доступ до фінансування у країнах з такою фінансовою моделлю визначається більшою мірою ринковими цінами фінансових активів, ніж відносинами між кредиторами та позичальниками. Такі фінансові ринки забезпечують великий доступ до споживчого кредиту й сприяють значному фінансовому новаторству...» [3]. У країнах де склалася континентальна модель, в якій норми права значно менше забезпечують захист інвесторів – переважає форма банківського кредиту та випуску боргових інструментів. У цій моделі «...банки зберігають основну частину заощаджень, які створюються в економіці у формі депозитів, що розміщуються фізичними і юридичними особами. У цій моделі компанії та приватні особи самостійно не інвестують напряму кошти, а зазвичай передоручають прийняття рішень про інвестування банкам. Банки не тільки дають кошти в борг, а також виступають основними покупцями акцій та облігацій компаній. Вони володіють акціями і контролюють торгівлю ними, а також домінують на ринку цінних паперів. Структура фінансових продуктів на таких ринках є консервативною...»[4].

Світовий процес глобалізації фінансових ринків нівелює відмінності між континентальною та англосаксонською моделями фінансового ринку. У країнах Західної Європи поступово фондовий ринок починає виконувати функції основного кредитора учасників фінансового ринку (здебільшого молодих та недокапіталізованих компаній). Цей процес змін в системі фінансів

відбувається як на рівні економічних суб'єктів, так і на законодавчому. Так у дев'яності роки у законодавство ЄС були внесені численні зміни, які були направлені на захист міноритарних акціонерів, а саме збільшення інформаційної прозорості, такі як введення вимог щодо щоквартального розкриття інформації про події, які мають істотне значення для інвесторів, введення принципів корпоративного управління (у 1999 році ОСЕР прийняла принципи корпоративного управління, які засновані на англосаксонській моделі фінансових ринків) тощо. Частка банківського сектору у фінансуванні економіки знижується у більшості країн з ринковою економікою, поступаючись ринковому фінансуванню за рахунок коштів інституційних інвесторів. Цей процес отримав назву дезінтермедіація [5].

Як у країнах з англо-саксонською моделлю ринку капіталу так і у країнах з континентальною моделлю однією з головних функцій регулювання – є захист інвесторів. Умовно можна виділити дві моделі регулювання захисту інвесторів, а саме:

1. Регулювання на основі перевірки по суті;
2. Регулювання на основі обов'язкового розкриття інформації.

«Загальновизнаного визначення поняття «регулювання на основі перевірки по суті» не існує. Це поняття визначається по-різному: «звід істотних стандартів»; «дискреційні повноваження», що дозволяють адміністратору «приймати рішення залежно від суті інвестицій, які повинні бути зроблені на основі запропонованого до публічного розміщення випуску цінних паперів»; інструмент, «що дозволяє знизити ризик для інвесторів при інвестуванні коштів в новоутворені компанії»; «оцінка якості випуску цінних паперів, заснована на визначенні відповідності цінності емісії регулятивним стандартам». Значна кількість законів про розгляд по суті дають адміністраторам цілий ряд підстав для відмови, скасування або зупинення дії реєстрації цінних паперів. Зокрема, ці рішення можуть бути прийняті у випадку, якщо є підстави вважати, що пропозиція цінних паперів не є «чесною і справедливою». У положеннях законів, які визначають

такі загальні стандарти, існують численні незначні варіації. Деякі закони вимагають, щоб адміністратор просто визначав чесність пропозиції цінних паперів, у той час як у інших міститься вимога про розгляд пропозиції на предмет чесності «бізнес-плану емітента». Іноді стандарт визначається в негативній формі, в таких випадках закон уповноважує адміністраторів приймати відповідне рішення, якщо пропозиція є «нечесною або несправедливою». У ряді законів містяться загальні стандарти, що говорять про інші фактори, крім справедливості. Наприклад, деякі закони спрямовані на забезпечення «справедливого доходу» покупця.» [6].

У більшості країн регулювання на основі перевірки по суті застосовується вибірково через те, що регулювання ринку цінних паперів взагалі та інститутів спільного інвестування зокрема не має передбачати захист інвестора від втрат інвестицій або обмеження інвестицій у ризиковані проекти. Такі дії сприяли би зменшенню економічної активності та гальмуванню інноваційної діяльності. Інвестори при прийнятті рішення, щодо інвестування у ті чи інші активи несуть ризик, заздалегідь не знаючи, чи буде вигідна така інвестиція. Більшою мірою отримало розвиток регулювання на основі обов'язкового розкриття інформації. Інвестор маючи точну і достовірну інформацію має самостійно приймати рішення щодо доцільності інвестицій й прийнятного для нього рівню ризику, а регулятор має забезпечити захист інвесторів від шахрайських та злочинних дій. «Система регулювання США, як і система регулювання більшості країн ЄС, робить наголос на розкритті повної інформації як засобі досягнення своєї мети - захистити інвесторів від шахрайської діяльності, пов'язаної з випуском цінних паперів. Зокрема, мається на увазі федеральна система регулювання ринку цінних паперів, існуюча в США. Більшість штатів у США мають свої власні органи регулювання, і багато штатів при реєстрації випусків цінних паперів здійснюють їх «перевірку по суті», тобто з позицій того, чи можуть вони взагалі розміщуватися серед інвесторів. Канадська, австралійська і японська системи регулювання також засновані на принципі розкриття інформації,

хоча канадська система включає елементи регулювання на основі «Перевірки по суті» випусків цінних паперів» [7].

Інформація, яка має розкриватися, зазвичай встановлюється на законодавчому рівні. У багатьох країнах основним документом, де емітент має розкрити інформацію про цінні папери є проспект емісії. Цей документ підлягає оприлюдненню, а порушення умов, які прописані у проспекті емісії передбачає накладення санкцій. У країнах з англо-саксонським правом такі вимоги діють понад 80 років, так у Великобританії такі вимоги для компаній, які публічно розміщали цінні папери діяли з XIX століття, у США ці вимоги прописані у Законі про цінні папери від 1933 року. У країнах з континентальною системою права довгий час були відсутні такі вимоги, але у 1989 році була прийнята Директива про проспект запропонованого до розміщення випуску цінних паперів, яка визначала обов'язковим публікацію проспекту емісії цінних паперів, незалежно від того котирувались вони на фондовій біржі чи ні. [8]. Українське законодавство також вимагає від емітентів, у тому числі й інститутів спільного інвестування, реєстрації проспекту емісії. Так Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)» встановлює, що проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду або емісії акцій корпоративного інвестиційного фонду подається до Комісії під час реєстрації емісії має бути в обов'язковому порядку зареєстрований та оприлюднений, у разі публічного розміщення цінних паперів.

Забезпечити реалізацію цілей поставлених Міжнародною організацією комісій по цінних паперах має регулююча інфраструктура, до якої можна віднести:

а) Державні регулюючі органи (комісія по цінних паперах; міністерство фінансів; комісія з регулювання ринків фінансових послуг, Національний банк, тощо)

б) саморегулюючі організації та/або фондові біржі, яким Держава делегує регулюючі повноваження;

в) Законодавчо-нормативна інфраструктура (Закони, правила, стандарти, порядки тощо)

г) Неформальні правила поведінки на фондовому ринку.

Інституційне забезпечення регулюючої інфраструктури може базуватися на двох моделях. Перша модель заснована на концентрації основних функцій регулювання - державним регулюючим органом. Така модель діє у більшості країн континентальної Європи-Франція, Німеччина, Іспанія, Люксембург, Швеція, тощо. У другій моделі - регулювання розподілене між Державою та саморегулюючими організаціями, а також біржами, позабіржовими торговими системами тощо, які наділені функціями регулювання. Така модель діє у більшості країнах з англо-саксонським правом - США, Канада, Нова Зеландія тощо.

У більшості розвинутих країн основні функції регулювання сконцентровані на державних регуляторах. «У Австралії, Канаді, Японії і США, а також у більшості країн Європи - Бельгії, Франції, Італії та Іспанії - головними регуляторами є урядові або передбачені законом установи. У Канаді ринок цінних паперів регулюється органами провінцій, в той час, як у Японії регулятором виступає Міністерство фінансів, яке також виконує інші функції. У США головним регулятором на федеральному рівні є Комісія з цінних паперів і бірж, яка також здійснює нагляд за фондовими біржами, позабіржовими ринками і різними саморегулювальними організаціями професійних учасників ринку цінних паперів.

Відповідно до базового документу Міжнародної організації комісій по цінним паперам «Цілі та принципи регулювання в галузі цінних паперів» регулятори мають відповідати наступним принципам:

1. Відповідальності регулятора повинна бути чітко визначена і затверджена.

2. Регулятор має бути операційно незалежний поряд з тим, що він повинен мати підзвітність у виконанні своїх обов'язків і повноважень.

3. Регулятор повинен мати адекватні повноваження, належні ресурси і здатність виконувати свої функції і здійснювати свої повноваження.

4. Регулятор повинен забезпечити ясний, послідовний і несуперечливий регулятивний процес.

5. Співробітники регулятора повинні дотримуватися найвищих професійних стандартів, включаючи відповідні стандарти конфіденційності.

Саморегулівні організації, якщо вони передбачені в системі регулювання, наділяються регулюючими та контролюючими функціями й звітують перед регулятором про виконання делегованих їм повноважень. «Саморегулівні організації представляють собою асоціації професійних учасників галузі, які погоджуються, в якості умови вступу до організації, добровільно підкорятися загальним правилам і вимогам. Прихильники саморегулювання стверджують, що експертний і оперативний характер саморегулювання часто є самим доцільним і практичним засобом регулювання. Коли об'єкти регулювання стають фактичними учасниками регулятивного процесу, вони краще розуміють мету регулювання та свою зацікавленість у ньому. У деяких областях саморегулівні організації можуть сприяти дотриманню етичних стандартів (крім тих, які можуть бути встановлені законом). Таким чином, теоретично саморегулювання дозволяє професійним учасникам, які працюють в галузі і мають в силу цього необхідні практичні підстави, встановлювати і виконувати найбільш ефективні та дієві правила. Безперечно, саморегулювання є економічно доцільним, оскільки воно сприяє ефективності правил і звільняє урядові структури від дорогого тягаря нагляду. Крім того, при саморегулюванні учасники самі зацікавлені в оприлюдненні правил, у той час як у урядових службовців такої зацікавленості немає. Саморегулювання також мало піддається впливу політичних змін.» [9]

В Україні діє модель регулювання, де повноваження розподілені між Державним регулятором та саморегулівними організаціями й заснована на



функціональному признаку (управління активами, торгівля цінними паперами, депозитарна діяльність).

Державним регулюючим органом у сфері цінних паперів, включаючи інститути спільного інвестування – є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а саморегулювальною організацією компаній з управління активами – Українська асоціація інвестиційного бізнесу.

Регулювання діяльності інвестиційних фондів у різних країнах значно відрізняється. Так є країни, де діяльність інвестиційних фондів регулюється первинним законодавством, у той час у інших країнах повноваження по регулюванню діяльності цих фінансових інститутів відносяться до компетенції регулятора. Зважаючи на різноманіття форм спільного інвестування та особливостей законодавства кожної країни у питаннях регулювання діяльності інвестиційних фондів, Міжнародна організація комісій по цінних паперах розробила 10 базових принципів на яких базуються основні характеристики системи регулювання схем спільного інвестування [10], а саме:

1. створення інвестиційних фондів у будь яких формах, які не відповідають встановленим законодавством має бути заборонене;

2. активи фондів мають знаходитись під управлінням компанії з управління, зберігатися у спеціалізованому депозитарії та бути відокремленими від активів компанії з управління та активів інших інвестиційних фондів;

3. посадові особи компаній з управління та спеціалізованих депозитаріїв мають дотримуватись обов'язкових встановлених вимог та стандартів поведінки;

4. функції, які делегують компанії з управління іншим організаціям, мають виконуватись повною мірою, при цьому основна відповідальність компанії з управління перед інвесторами не має бути передана кому або;

5. єдиний орган регулювання має у рамках своїх повноважень здійснювати нагляд за діяльністю організацій, які пов'язані з діяльністю інвестиційних фондів;

6. конфлікт інтересів організацій, які пов'язані з діяльністю інвестиційних фондів має завжди вирішуватись на користь інвесторів фондів;

7. вартість цінних паперів інвестиційних фондів має бути прив'язана до вартості чистих активів фонду, а система оцінки активів фонду має бути однаковою для усіх категорій інвесторів, які входять, виходять або продовжують залишатися у фонді;

8. інвестиції інвестиційних фондів мають відповідати вимогам диверсифікації та ліквідності;

9. інтереси інвесторів не повинні будь-як уцімлюватися, мають бути враховані при прийнятті стратегічних рішень, які впливають на долю фонду, захищатися регулятором або іншим незалежним органом, інвестори повинні мати право продажу своїх цінних паперів інвестиційних фондів на вторинному ринку;

10. існуючі та потенційні інвестори повинні мати можливість ознайомлення зі всією інформацією, яка необхідна їм для прийняття зважених інвестиційних рішень.

Отже, можна зробити висновки, не зважаючи на багаторічну практику діяльності інвестиційних фондів, у світі не вироблено єдиної системи регулювання цих інституцій, кожна країна окрема обирає систему регулювання в залежності від моделі фінансових ринків, зважаючи на принципи та рекомендації міжнародної організації комісій по цінних паперах.

### **Перспективи подальших досліджень.**

У подальших дослідженнях, на нашу думку, науковцям слід більше уваги приділяти питанням, що пов'язані з моделюванням перенесення різноманітного світового досвіду регулювання інститутів спільного інвестування на український фондовий ринок.

### **Література:**

1. International Organization of Securities Commissions (IOSCO). .Objectives and Principles of Securities Regulation., September 1998.

2. Зингалес Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков - создание богатства и расширение возможностей / Пер. с англ. - М.: Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004. - 492 с.
3. David M.C.Lewis, book review of .The Law Structure of the International Financial System: Regulation in the United States, EEC, And Japan., by John H. Friedland (Westport, Connecticut: Quorum Books, 1994), 200 pp. in 19 MD J. INT.L. & TRADE 331-332 (1995).
4. Asian Development Bank, .Capital Market Development in Selected Developing Member Countries of the Asian Development Bank., (undated report of study), pp. 4-5.
5. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б.. Современный экономический словарь. — 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М. 479 с. 1999.
6. Mark A. Sargent, .Report on State Merit Regulation of Securities Offerings., 41 BUS. LAW. 785, 791-792, 795-796, 805-807 (1986) (footnotes omitted).
7. Report of a Working Party of the International Organization of Securities Commissions, entitled .Comparative Analysis of Disclosure Regimes. 2-3 (1991) (.CADRE Report.).
8. EU Council Directive 89/298, 1989 O.J. (L 124) 8.
9. Celia R. Tailor, .Capital Market Development in The Emerging Markets: Time to Teach An Old Dog Some New Tricks., 45 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 71, 73-79 (Winter 1997).
10. Веб сайт Міжнародної організації комісій по цінних паперах: <http://www.iosco.org>