

ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Проблема захисту прав інвесторів є найголовнішою на фондовому ринку України. Діяльність інституційних інвесторів у небанківському фінансовому секторі суттєво поживалась завдяки прийняттю Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» [1] (далі — Закон) від 15 березня 2001 року. На основі цього Закону в Україні виникла нова індустрія спільного інвестування, яка налічує більше 100 компаній з управління активами. На кінець 2006 року в Україні було зареєстровано 462 фонди, 331 з яких — венчурний. Така структура пояснюється використанням венчурних фондів не за їхнім прямим призначенням — фінансування інновацій і т.п., а для мінімізації податків.

На сьогодні ІСІ є новими учасниками фондового ринку України, які покликані консолідувати грошові кошти дрібних інвесторів у великі суми активів для здійснення інвестицій у довгострокові комерційні проекти, муніципальні програми, великі пакети цінних паперів тощо. При цьому правове забезпечення діяльності ІСІ не можна назвати досконалим. Тому завданням даного дослідження є з'ясування поняття, сутності та видів інститутів спільного інвестування, виявлення прогалин та інших недоліків у їх правовому регулюванні, а також формулювання пропозицій щодо удосконалення вітчизняного законодавства про ІСІ.

Інститутом спільного інвестування відповідно до Закону визнається корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів для отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

Для управління активами ІСІ в Законі передбачене створення спеціальних компаній (Компаній з управління активами).

Компанія з управління активами (далі — КУА) — це господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами ІСІ на підставі ліцензії, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

КУА покликані виконувати функції професійного інвестиційного аналітика і брати на себе відповідальність перед інвесторами за прибутковість і зворотність інвестицій. Така модель «керуюча компанія — фонд» раніше вже була успішно впроваджена в Російській Федерації і довела свою життєздатність. На сьогодні саме російські КУА є найбільшими інвесторами в економіку Росії і найбільшими гравцями на російських фондових біржах.

Для недопущення на ринок несумлінних і непрофесійних управителів Законом передбачений процес ліцензування компаній з управління активами Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку. При ліцензуванні виставляються вимоги до статутного капіталу компанії (200 тис. євро (п. 2.3

ст. 2 Положення про здійснення КУА професійної діяльності з управління активами ІСІ, затверджене Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку від 11 січня 2002 р.) і 300 тис. євро для управління недержавними пенсійними фондами (п. 1 ч. 2 ст. 39 ЗУ «Про недержавне пенсійне забезпечення» [2] від 9 липня 2003 р.), кваліфікації персоналу, матеріально-технічної бази, приміщень та ін.

Найбільша кількість ІСІ зосереджена в м. Києві — 39, а взагалі за станом на 30 вересня 2006 р. ІСІ провадили свою діяльність в 8 областях України.

Загальна сума активів ІСІ (крім венчурних фондів) за станом на 30 вересня 2006 р. становить 1 046 780 345,07 грн, з яких найбільша питома вага припадає на закриті недиверсифіковані фонди — 92% (961 441 238,86 грн). Загальна сума чистих активів ІСІ (крім венчурних фондів) за станом на 30 вересня 2006 р. становить 816 998 609,35 грн. Середня вартість чистих активів одного інвестиційного фонду становить 13 177 396,93 грн, а середня номінальна вартість чистих активів одного інвестиційного фонду — 6 757 212,66 грн. У порівнянні з II кварталом 2006 року загальна сума чистих активів ІСІ збільшилась на 255 729 056,63 грн, або на 46%.

ЗУ «Про інститути спільного інвестування (пайові і корпоративні фонди)» передбачене створення фондів двох видів: корпоративних інвестиційних фондів (КІФ) і пайових інвестиційних фондів (ПІФ).

Корпоративні інвестиційні фонди створюються у вигляді відкритих акціонерних товариств. Управління активами корпоративного інвестиційного фонду на підставі відповідного договору здійснює компанія з управління активами (ч. 3 ст. 11 Закону). Рішення про укладення або розірвання договору з КУА приймають загальні збори акціонерів акціонерного товариства. З моменту укладення такого договору право підпису платіжних документів і прийняття рішень щодо напрямків витрати коштів КІФа переходить до КУА. Договір між КІФом і КУА про управління активами корпоративного інвестиційного фонду, між корпоративним інвестиційним фондом і зберігачем укладається на строк не більш як три роки, і його дія може бути продовжена тільки за рішенням загальних зборів акціонерів фонду (ч. 5 ст. 11 Закону).

Пайові інвестиційні фонди створюються за ініціативою КУА шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів (ч. 1 ст. 23 Закону). Для створення пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами має розробити та зареєструвати в Комісії регламент інвестиційного фонду. Пайовий інвестиційний фонд вважається створеним з дня його реєстрації у реєстрі ІСІ. ПІФ не є юридичною особою, за своєю сутністю він являє собою лише грошовий рахунок, відособлений від власних активів КУА.

ІСІ залежно від порядку здійснення його діяльності може бути відкритого, інтервального і закритого типу.

ІСІ належить до відкритого типу, якщо він або КУА бере на себе зобов'язання здійснювати викуп власних цінних паперів у будь-який час на вимогу інвестора, тобто повернути інвесторові вкладені гроші з отриманим на момент повернення прибутком.

ІСІ належить до інтервального типу, якщо він або КУА бере на себе зобов'язання здійснювати викуп своїх цінних паперів на вимогу інвесторів протягом установленого строку, але не рідше одного разу на рік.

ІСІ належить до закритого типу, якщо він або КУА не бере на себе зобов'язань щодо викупу своїх цінних паперів до моменту ліквідації або реорганізації ІСІ.

Існування таких видів ІСІ дає можливість вибору потенційним інвесторам рівня ризику при інвестуванні.

З погляду законодавця фонди відкритого типу в більшій мірі захищають інтереси інвесторів. Однак закордонна практика показує протилежну практику — найбільш захищені інвестиції в закритих фондах, тому що на них у меншій мірі впливає ринкова паніка. Наприклад, у випадку виникнення політичної нестабільності населення схильне більше довіряти тумбочці у себе дома, ніж фінансовій системі, у тому числі й ІСІ. У цьому випадку фонд відкритого типу змушений швидко виходити з відкритих інвестиційних позицій на не вигідних для себе умовах для забезпечення можливості викупу власних цінних паперів. Таким чином, частіше виникають ситуації, коли відкриті фонди, а отже, і їхні інвестори несуть збитки. Дана ситуація менш ймовірна у випадку створення інтервального або закритого фонду, що мають можливість перечекати депресію, не виходячи з відкритих позицій, і дочекатися нормалізації ринкової ситуації.

ІСІ можуть бути строковими і безстроковими. Строкові ІСІ створюються на певний строк, після закінчення якого, ліквідуються або реорганізуються. Безстрокові ІСІ створюються на невизначений строк. ІСІ закритого типу може бути тільки строковим.

Закон висуває вимоги до розміщення активів ІСІ. За цією класифікацією існують диверсифіковані, недиверсифіковані і венчурні фонди.

Найбільш суворі вимоги пред'являються до диверсифікованих фондів, тому що тільки ці фонди мають право залучати в ролі інвесторів фізичних осіб. Законодавцями вони розглядаються як альтернатива банківським депозитам. З цієї причини прийняття ЗУ «Про інститути спільного інвестування (пайові і корпоративні фонди)» зустріло опір «банківського лобі». Однак банки мають ряд переваг у залученні засобів населення. По-перше, КУА не має права обіцяти інвесторові ставку прибутковості його інвестицій, маючи можливість тільки продемонструвати йому результати попередньої діяльності. По-друге, і це головне, у населення існує недовіра до різного роду довірчих товариств.

Відповідно до вимог щодо структури активів диверсифікованих фондів не менше 80% загальної вартості активів ІСІ повинні становити кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств і облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, допущені до торгів на фондовій біржі або в торгово-інформаційній системі (ст. 4 Закону). Таких цінних паперів на українському фондовому ринку дуже небагато. Таким чином, склалася ситуація, коли різні диверсифіковані фонди мають практично однаковий «кошик» цінних паперів і, як наслідок, схожу прибутковість, що залежить від стану (росту або спаду) фондового ринку.

Найбільш популярними ІСІ на Україні на сьогодні є венчурні фонди. У класичній фінансовій теорії венчурні фонди покликані інвестувати в активи з високим рівнем ризику, розраховуючи на більш високі ставки прибутку. За рахунок венчурного інвестування, як правило, інвестується розвиток інноваційних технологій, впровадження нових продуктів і т.п. У Законі ця думка реалізована у вигляді найменших вимог до структури активів ІСІ. Формально ІСІ вважається венчурним, якщо більше 50% його активів вкладені в цінні папери, що не обертаються на організованих фондових ринках (біржах, у торгово-інформаційних системах). Однак, крім того, венчурним фондам дозволяється набувати за рахунок активів у нерухомості похідні цінні папери, заборонені в диверсифікованих і недиверсифікованих фондах, а також видавати позики.

З'ясувавши поняття та сутність ІСІ, можна переходити до аналізу проблем у застосуванні законодавства в цій галузі. Перша проблема полягає в тому, що спеціальне законодавство про ІСІ не дає самого визначення поняття «управління активами», хоча визначення активів ІСІ в Законі надається. Ними є сукупність майна, корпоративних прав та вимог, сформована за рахунок коштів спільного інвестування. Ми знаємо лише, що поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів забороняється (ч. 3 ст. 29 Закону). Слід припустити, що «управління активами» — це будь-яке використання активів ІСІ для забезпечення належного функціонування відповідного ІСІ (набуття та відчуження майна, одержання позик та кредитів, розміщення цінних паперів тощо). Отже, управління активами є не чим іншим, як вчиненням компанією з управління активами правочинів щодо майна та майнових прав ІСІ (ст. 190 ЦК України). При цьому важливо пам'ятати, що управління активами ІСІ може полягати не лише в операціях з переходу прав на реальні об'єкти (цінні папери та інше майно), але й у віртуальних операціях з доходністю, вартістю тощо цінних паперів.

Наступне, пов'язане з попереднім, питання полягає у тому, чи є управління активами пайового інвестиційного фонду компанією з управління активами відносинами довірчої власності. Закон відповіді на це питання не дає. На жаль, легальне визначення довірчої власності надається лише щодо іпотечних активів у ЗУ «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» [3] від 19 червня 2003 року. Відповідно до ст. 26 цього Закону довірчою власністю є особлива форма договірних майнових відносин, яка регулює розпорядження платежами за іпотечними активами, переданими установником у володіння, користування і розпорядження управителю.

На нашу думку, управління активами корпоративного інвестиційного фонду компанією з управління активами не можна визнавати довірчою власністю, оскільки відповідно до ч. 4 ст. 11 Закону компанія з управління активами у відносинах з третіми особами повинна діяти від імені та в інтересах корпоративного інвестиційного фонду на підставі договору про управління активами. Довірчий власник набуває юридично повне право власності з одночасною втрактою цього правового титулу установником (фідуціантом), який передає належ-

не йому на праві власності майно для досягнення конкретно встановлених цілей в інтересах визначених осіб. Тому довірчий власник виступає у відносинах щодо переданого йому установником майна від власного імені.

Також, судячи із змісту ч. 1 ст. 22 Закону, відповідно до якої пайовий інвестиційний фонд — це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, КУА пайового інвестиційного фонду не є довірчим власником активів фонду. Крім того, Закон прямо називає компанію з управління активами розпорядником нерухомого майна, що становить активи пайового інвестиційного фонду, а не його власником (ч. 7 ст. 23 Закону).

Наступне спірне питання стосується буквального тлумачення ч. 1 ст. 22 ЗУ «Про інституту спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)», яке призводить до курйозних ситуацій, які потребують виправлення. Виявляється, що за Законом внесений капітал інвестора у пайовий інвестиційний фонд автоматично подвоюється. Це пов'язано з тим, що у ч. 1 ст. 22 цього Закону зазначається: «Пайовий інвестиційний фонд — це активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності». На практиці зазначене положення закону призводить до того, що у інвестора, який внесе до фонду певну суму грошей (наприклад, 10 грн), виникає право спільної часткової власності на активи фонду та право власності на сертифікат номіналом на таку саму суму (отже, у нашому прикладі, на 10 грн). Таким чином, інвестор у результаті такої операції має грошовий актив у 10 грн в інвестиційному фонді плюс майновий актив у 10 грн у вигляді цінного паперу, що дорівнює вже 20 грн.

Однак законодавство про діяльність ІСІ має не лише недоліки, але й позитивні риси. Так, переваги використання ІСІ при здійсненні інвестування полягають у тому, що відповідно до п. 4.2.8 ЗУ «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28 грудня 1994 р. прибуток ІСІ не відноситься на валовий оподатковуваний прибуток, тобто звільняється від сплати 25-процентного податку на прибуток, що дає можливість реінвестувати отриманий прибуток у повному обсязі. Податок на прибуток сплачує інвестор, після викупу фондом своїх цінних паперів.

У п. 3.2.1 ст. 3 ЗУ «Про податок на додану вартість» від 3 квітня 1997 р. зазначається, що діяльність з управління активами не є об'єктом оподаткування податком на додану вартість (ПДВ). Тому пайові і корпоративні інвестиційні фонди не сплачують ПДВ з операцій придбання/відчуження активів фонду. Відповідно і компанії з управління активами пайових інвестиційних фондів не розглядаються податковими органами як платники ПДВ.

Література

1. Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.
2. Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 47-48. — Ст. 372.
3. Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 1. — Ст. 1.