

Ягода ГОЛЯ

ВЕКТОРИ ГАРМОНІЗАЦІЇ СТАНДАРТІВ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ІНВЕСТУВАННЯ У КРАЇНАХ ЄС

Розглянуто проблеми уніфікації стандартів результативності інвестування в країнах ЄС. Досліджено вплив Директиви про керуючих альтернативними інвестиційними фондами на функціонування приватного акціонерного капіталу та хедж-фондів у країнах Європейського Союзу. Окреслено вектори гармонізації нормативно-правових вимог до керуючих альтернативними інвестиційними фондами.

Економічна криза викрила слабкість світової фінансової системи. Вважається, що відчутні на сьогодні наслідки кризи є найбільш серйозними з часу великої кризи 1929 р. [15, 2]. Було виявлено недосконалу структуру фінансового нагляду, колективну нездатність фінансових інституцій виконувати свої основні завдання, а також можливість швидкого перенесення ризику на інші сектори, що дуже негативно впливає на стабільність ринків. Явище кризи викликало безпрецедентну реакцію 19 найбагатших держав світу з Європейським Союзом, що утворюють групу G 20. Члени цієї групи виявили готовність до співпраці для вирішення проблем, які спричинили кризу. Було вжито заходи, спрямовані на поліпшення ситуації в сфері регулювання і нагляду за суб'єктами, які займаються інвестиційною діяльністю, пов'язаною із суттєвим ступенем ризику. Потрібно зазначити, що створення загальної нормативно-правової бази є особливо важливим з позиції транскордонного виміру загрози.

Комісія Європейського Союзу у квітні 2009 р. [14] подала пропозицію розробити комплексний законодавчий документ – Директиву, метою якої є уніфікація нормативно-правових вимог до керуючих альтерна-

тивними інвестиційними фондами (надалі Директива). Проект Директиви остаточно схвалений у листопаді 2010 р., а цілковите впровадження її положень у країнах-членах Європейського Союзу повинно завершитися до 1 січня 2013 р. [7]. Директива є інструментом, що залишає державам-членам ЄС вільний вибір у прийнятті рішень щодо способу гармонізації законодавства країн-членів ЄС до нових регулятивних вимог уніфікованої нормативно-правової бази альянсу.

Керуючі альтернативними інвестиційними фондами володіють активами вартістю понад 2 мільярди євро [2]. З метою організації своєї діяльності, вони утворюють групу суб'єктів, які, застосовуючи різноманітні інвестиційні технології, пропонують фінансові продукти, спрямовані до різних споживачів. У ході обговорення проекту Директиви неодноразово зазначалося, що суб'єкти, які формують групу альтернативних інвестиційних фондів, безпосередньо не відповідають за спричинення кризи. Однак, за даними Європейської Комісії, вони особливо сприйнятливі до різного виду ризику, що може стосуватися інвесторів, які безпосередньо інвестували як в активи альтернативних інвестиційних фондів, так і кредиторів та контрагентів.

Особливою сферою інтересів Комісії є ринок приватного акціонерного капіталу (ПАК) / венчурного капіталу (ВК), а також хедж-фондів. Інвестиції приватного акціонерного капіталу реалізуються в інноваційних фондах, що швидко розвиваються, незважаючи на їх галузеву приналежність. Хедж-фонди за своїми стратегіями здійснюють інвестиції, котрі характеризуються підвищенням, порівняно з традиційним, ступенем ризику, використовуючи похідні фінансові інструменти, які у своїй діяльності використовують кошти фондів із високим ступенем ризику, активують зростання впровадження продуктивних інновацій. Однак, зважаючи на генерування хедж-фондами різноманітних видів ризику, вони можуть спричинити зростання нестабільності на фінансовому ринку.

Метою статті є окреслення потенційних сфер, у яких можуть відбуватися істотні зміни, спричинені функціонуванням фондів приватного акціонерного капіталу та хедж-фондів. Зазначимо, що впровадження положень Директиви про суб'єкти керуючих альтернативними інвестиційними фондами спричинить послаблення сектору фондів з високим ступенем ризику у результаті впровадження надмірного ступеню контролю прийнятих інвестиційних стратегій. Крім того, використання законодавцями недостатньо чітких визначень альтернативних інвестиційних фондів повинно бути узгоджене при розробці детальних вступних положень.

Таким чином, ми спробуємо виявити потенційний вплив діючого правового акту на розвиток фондів з високим ступенем ризику, враховуючи вимоги, які регулюють функціонування фондів приватного акціонерного капіталу та їх портфельних компаній. На нашу думку, це дозволить зацікавленим суб'єктам свідомо формувати фондовий ринок приватного акціонерного капіталу та хедж-фондів, опираючись на положення, визначені у Директиві.

У науковій літературі та в практичній діяльності зустрічається кілька термінів для позначення ризикових джерел фінансування – капітал з високим рівнем ризику, приватний акціонерний капітал та венчурний капітал [10, 8]. У різних країнах вони представлені по-різному або ж вживаються, взаємно замінюючи один одного [19, 23], [20, 8]. Зазначимо, що у польській науковій літературі перелічені терміни найчастіше вживаються як тотожні, хоча очевидно є схильність до окремого їх трактування.

Венчурний капітал у класичній економіці трактується як капітал, інвестований на певний час зовнішнім інвестором виключно у малі чи середні підприємства, які пропонують нові інноваційні рішення та впровадження, пов'язані з суттєвим ризиком [19, 20]. Крім цього, у літературі зустрічаються трактування цієї дефініції у вузькому значенні [8, 246]. Так, Польська Асоціація Власників Акцій до приватного акціонерного капіталу зараховує середньо- або довготривалі інвестиції, які не вкладені в суб'єкти господарювання та спрямовані на досягнення понад нормативної величини прибутку від зростання вартості капіталу. Термін “венчурний капітал” запропоновано визначати як капітал, призначений для фінансування інноваційних заходів на ранніх фазах функціонування або на фазі експансії. Господарюючі суб'єкти, що реалізують такі інвестиції, очікують високу дохідність від них, незважаючи на високий рівень ризику [16].

Привертає увагу і той факт, що на сьогодні в літературі нема єдиного трактування терміна “хедж-фонд”. З одного боку, це пояснюється розміром групи, до якої належить поняття, а з іншого – диференціацією інвестиційних стратегій та видів активів, у які ці фонди інвестують фінансові ресурси [21, 2]. Назва групи походить від англійського слова “hedging”, що означає захист інвесторів від змін цін, спричинених змінами

у майбутньому вартості цінностей, оскільки стратегії перших хедж-фондів спрямовувалися на зменшення ризику інвестицій. На сьогодні хедж-фондами називають фонди, що реалізують інвестиції з вищим рівнем ризику, ніж традиційні інвестиції, застосовуючи похідні інструменти у своїх інвестиційних стратегіях [22]. Подібність хедж-фондів із фондами типу приватного акціонерного капіталу та венчурного капіталу зумовлена їх інноваційним підходом до інвестування, застосуванням інструментів фінансової інженерії та складних фінансових технологій.

У фаховій літературі терміном “хедж-фонди” позначаються складні альтернативні інвестиції (*sophisticated alternative investment*), інвестиційні фонди з високою часткою позик (*leveraged investment funds*) та інституції з високою часткою позик (*highly leveraged institutions*) [11].

Упродовж останніх років можна спостерігати зростання кількості хедж-фондів у світі. Ці динамічні зміни впливають з пошуку інвесторами нових можливостей розподілу надлишків фінансових ресурсів для досягнення дохідності, яка перевищувала б середні норми доходу на вкладений капітал. Вартість активів, якими розпоряджаються “хедж-фонди”, становить близько 1,7 млрд. доларів США [6]. У 2006 р. з метою обмеження системного ризику Європейський Центральний Банк у документі під назвою “Перевірка фінансової стабільності” (*Financial Stability Review*) акцентував увагу на необхідності запровадження правової бази, що визначає рамки функціонування хедж-фондів. Таким чином, на території Європейського Союзу згадана вище Директива була першою спробою гармонізувати законодавче регулювання функціонування хедж-фондів, враховуючи правову базу країн-членів ЄС. Водночас, запровадження нових правових рамок функціонування хедж-фондів відбулося і в США. Відповідно до вимог нової правової

бази, інвестиційні фонди США повинні бути зареєстровані в Американській Комісії з цінних паперів і бірж (Securities and Exchange Commission) (SEC). Крім того, нові вимоги зобов'язують періодично інформувати про свою діяльність та її кінцеві результати. Одночасно особи, що керують хедж-фондами, зобов'язані зареєструватись і дотримуватись норм Закону про інвестиційні консультації (Investment Advisers Act) [4].

Отже, зважаючи на відсутність уніфікованих дефініцій фондів приватного акціонерного капіталу / венчурного капіталу та хедж-фондів, Директива про керуючих альтернативними інвестиційними фондами, доповнена вступними положеннями, подає точний опис критеріїв, яким повинні відповідати ці суб'єкти.

Їхнє функціонування сприяє створенню нових робочих місць, економічному зростанню та підвищенню ефективності європейських ринків. Наприклад, за останні роки фонди приватного акціонерного капіталу інвестували мільярди євро в проекти, що стосуються відновлювальних джерел енергії, підтримуючи таким чином прагнення Євросоюзу до покращення навколишнього середовища [14, 6]. Крім того, вони відіграють важливу роль в умовах посткризового періоду, оскільки забезпечують необхідними фінансовими ресурсами суб'єкти господарювання, які виходять з кризового стану. За оцінками експертів, на території Європейського Союзу діє 1 785 фондів приватного акціонерного капіталу та 664 хедж-фонди, де зайнято майже 40 тис. працівників – відповідно 27,3 та 12,4 тис. осіб. Розподіл фондів приватного акціонерного капіталу / венчурного капіталу та хедж-фондів залежно від вартості активів відображено в табл. 1. Зазначимо, що ці фонди відіграють важливу роль не лише як роботодавці, а й як суб'єкти реального сектору, які генерують, насамперед, податкові надходження до бюджетів окремих країн-членів ЄС.

Таблиця 1

Кількість фондів приватного акціонерного капіталу / венчурного капіталу та хедж-фондів у Європейському Союзі у 2008 р.*

Вартість активів	Кількість фондів ПАК/ВК	Кількість хедж-фондів
Менше 25 млн. доларів США	249	188
25 млн. доларів – 100 млн. доларів США	604	163
100 млн. доларів – 250 млн. доларів США	404	124
250 млн. доларів – 500 млн. доларів США	236	70
500 млн. доларів – 750 млн. доларів США	98	34
750 млн. доларів – 1 млрд. доларів США	30	10
1 млрд. доларів – 2,5 млрд. доларів США	73	48
2,5 млрд. доларів – 5 млрд. доларів США	37	12
5 млрд. доларів – 10 млрд. доларів США	19	9
Більше 10 млрд. доларів США	35	6
Разом	1 785	664

* Складено на основі: [14,35–36].

Відповідно до досліджень, які здійснювала організація “Відкрита Європа” (Open Europe) у 2008 р., хедж-фонди сплатили 4 176 млн. євро податків, а фонди приватного акціонерного капіталу – 4 989 млн. євро [14, 5–17; 12].

На думку економістів-практиків Європейського Союзу, активність керуючих альтернативними інвестиційними фондами впливає на підвищення ризику інвесторів, що розміщують свої кошти в альтернативних інвестиційних фондах, контрагентів, фінансових ринків та економіки загалом. Види ризику, що генеруються окремими ринковими гравцями (керуючими альтернативними інвестиційними фондами), відрізняються залежно від прийнятої інвестиційної стратегії і застосовуваних технік поведінки на ринку, на якому вони функціонують. Однак можна виокремити типи ризику, спільні для окремих категорій керуючих альтернативними інвестиційними фондами (табл. 2).

Враховуючи транскордонний характер діяльності керуючих альтернативними інвестиційними фондами, можемо припустити, що багато серед вказаних видів ризику можуть мати транснаціональний характер.

Керуючі альтернативними інвестиційними фондами оперують на міжнародних ринках та інвестують в активи суб’єктів господарювання, розміщені у різних країнах, впливаючи на ціни активів і ліквідність на конкретному ринку. Це означає, що вплив згаданого раніше Директиви на діяльність керуючих альтернативними інвестиційними фондами також буде мати трансєвропейський вимір.

Директива про керуючих альтернативними інвестиційними фондами (КАІФ) має на меті створення єдиних правових положень на європейському ринку. На нашу думку, наявна існуюча нормативно-правова база у країнах-членах Європейського Союзу істотно відрізняється і враховує, головним чином, специфіку кожної країни, нівелюючи транскордонний характер усього сектору. Крім того, прийняті на її основі рішення спричиняють обмеження можливостей здійснення нагляду і контролю в межах управління ризиком. Зауважимо, що послідовний механізм нагромадження, збору та аналізу інформації щодо загроз, пов’язаних із діяльністю у сфері управління альтернативними інвестиційними фондами, повинен бути впроваджений до національних пра-

Потенційні види ризику, пов'язані з діяльністю хедж-фондів та фондів приватного акціонерного капіталу*

Потенційне джерело ризику	Хедж-фонди	Приватний акціонерний капітал
Ризик на макрорівні		
Використання фінансового важеля	X	
Ефект групової поведінки	X	
Ризик на мікрорівні		
Маркетинговий ризик	X	X
Ризик ліквідності (плинності)	X	
Ризик контрагентів	X	
Операційний ризик	X	X
Захист інвесторів		
Потенційне розкриття інформації щодо інвесторів	X	X
Конфлікти інтересів, помилки в управлінні фондом	X	X
Ефективність ринків та інтеграція	X	
Застосування короткого продажу/інших технік	X	
Вплив на ринок через корпоративний контроль		X
Використання активізуючої стратегії	X	
Відповідальність за придбання та управління підприємствами через керуючих альтернативними інвестиційними фондами		

* Складено на основі: [2,7–8].

вових систем країн-членів ЄС вже до кінця 2012 р. для сприяння комплексному захисту й ефективній відповіді на загрози, що матеріалізуються у сфері діяльності керуючих альтернативними інвестиційними фондами.

Отже, метою здійснюваних реформ є встановлення гармонізованих, правових вимог, що є спільними для усіх країн-членів Європейського Союзу, стосуватимуться моніторингу та нагляду за усіма типами ризиків для учасників фінансового ринку, відповідно, і для його загальної стабільності. Зауважимо, що Директива повинна також забезпечити згаданим суб'єктам управління можливість функціонувати і на внутрішньому ринку, а її запровадження дасть змогу розмежувати функції зберігання активів і функції управління, відокремити активи управління від активів інвесторів та виділити функції управління портфельним ризиком [5]. Крім

того, Директива контролює діяльність фондів, які функціонують на теренах ЄС та не контролюються Директивами європейського парламенту і ради щодо регулювання діяльності підприємств колективного інвестування в обігові цінні папери [1].

Форми ризику, їх обмеження чи способи ліквідації чітко визначені у Директиві і стосуються ризиків на мікро- та макрорівнях, причому характер та ступінь інтенсивності того чи іншого типу ризику може відрізнятися залежно від прийнятої моделі функціонування інституції. Наприклад, ризик, пов'язаний з управлінням портфельними інвестиціями, притаманний фондам приватного акціонерного капіталу. Європейська Комісія вважає, що для них є характерним обмежений доступ до іноземних зовнішніх джерел фінансування, а також незадовільне фінансове становище цих

портфельних компаній. Із хедж-фондами ототожнюється ризик фінансового важеля.

Директива охоплює регулювання, що стосуються альтернативних інвестиційних фондів, метою яких є колективне інвестування в активи. Згідно зі ст. 5 Директиви європейського парламенту і ради щодо регулювання діяльності підприємств колективного інвестування в обігові цінні папери вони не потребують дозволу на здійснення діяльності в питаннях координації статутних, виконавчих та адміністративних положень. Зокрема, положення згаданого нормативного акта стосуються керуючих альтернативними інвестиційними фондами з місцезнаходженням в одній із країн-членів ЄС, що керують альтернативними інвестиційними фондами на території Європейського Союзу та поза його межами, а також інституцій, розміщених поза територією європейської спільноти, але керують альтернативними інвестиційними фондами на території будь-якої країни-члена ЄС [17, 6]. При цьому у Директиві зазначається, що широкий діапазон регулювань не відповідає стандартному підходу щодо впровадження основних положень, а також роз'яснень та положень, пристосованих до конкретних видів керуючих альтернативними інвестиційними фондами.

Варто зазначити, що Директива враховує винятково мінімальну допомогу для керуючих невеликими портфелями активів (фонди з вартістю активів, що не перевищує 100 млн. євро і 500 млн. євро – для керуючих альтернативними інвестиційними фондами), які не застосовують фінансових важелів та не передають інвесторам права на ремісію упродовж 5 років від дати утворення цього альтернативного інвестиційного фонду, адже їхня діяльність характеризується відносно низькою ймовірністю впливу на стабільність фінансової системи. Крім того, це впливає також із застосуван-

ня вимог, які фінансово дуже обтяжують згаданих суб'єктів і стосуються необхідності дотримання мінімальних розмірів їх власного капіталу [17].

Директива передбачає, що за виникнення ризику відповідають суб'єкти, котрі відіграють ключову роль у процесах прийняття рішень, які виникають під час управління альтернативними інвестиційними фондами. Таким чином, увага зосереджується на процесі прийняття рішень, а керуючі (Суб'єкти) інституції матимуть можливість узгоджувати використання коштів акціонерних інвестиційних фондів галузевими інвесторами, що дозволить спрямовувати пропозиції керуючих альтернативними інвестиційними фондами до інвесторів, які, завдяки вмінню оцінити ризик, зможуть приймати фахові рішення.

Усі структурні підрозділи керуючих альтернативними інвестиційними фондами, що займаються діяльністю на території Європейського Союзу, зобов'язані мати відповідну кваліфікацію та її документальне підтвердження. Вони будуть також зобов'язані надавати певну інформацію щодо запланованої діяльності [17]. Інвестиційна стратегія суб'єкта (чи інституції), який керує альтернативними інвестиційними фондами, визначається в рекомендаціях. Директива встановлює мінімальний обсяг інформації, яку керуючий альтернативними інвестиційними фондами повинен передавати інвесторам перед укладенням угоди та пізніше – через визначені інтервали часу. Він містить опис інвестиційної політики, адміністративних процедур за допомогою оцінок, управління ризиком, ризиком внесків і витрат, пов'язаних з інвестицією, а також цілі фонду і діяльність фірми, яка отримувала інвестиції; заплановану для використання інвестиційну техніку; види ризику, пов'язані з інвестицією; можливості застосування фінансового важеля, інвестиційних об-

межень; а також опис управління ризиком втрати ліквідності цього альтернативного інвестиційного фонду. Крім того, керуючі альтернативними інвестиційними фондами зобов'язані регулярно передавати відповідним органам інформацію щодо основних інвестиційних територій, концентрації ризику, фінансових результатів та особливостей, що стосуються управління ризиком для кожного з акціонерних інвестиційних фондів. Керуючі альтернативними інвестиційними фондами повинні, згідно з положеннями Директиви, надавати річні звіти – окремо для кожного керованого ними альтернативного інвестиційного фонду, які підлягають детальному вивченню.

Для кожного керованого акціонерного інвестиційного фонду визначений так званий оцінювач, що встановлюватиме вартість активів, придбаних суб'єктами, які управляють альтернативними інвестиційними фондами, та вартість паїв у цьому альтернативному інвестиційному фонді, а також оцінювати активи пайовиків щонайменше один раз на рік та після кожного випуску чи скасування їх участі в альтернативному інвестиційному фонді.

Для створення системи моніторингу і виміру усіх типів ризику, насамперед ризику ліквідності, пов'язаного з окремими інвестиційними стратегіями альтернативного інвестиційного фонду, Директива зобов'язує керуючих впроваджувати систему управління ризиком [4]. Крім того, на вимоги Директиви керуючі суб'єкти зобов'язані переглядати систему управління ризиком принаймні раз на рік та вносити необхідні зміни.

Враховуючи класичне визначення фондів приватного акціонерного капіталу, що здійснюють фінансування структур підприємницького сектору, можна констатувати, що вони не повинні бути предметом Директиви. Із суб'єктивних причин [4], поліпшення на них її дії може настати на під-

ставі досягнення цінових порогів згідно зі ст. 2 Директиви. Певні кола парламентарів ставлять під сумнів доцільність такої деталізації вказаного правового документа. У зв'язку з цим, розгорнулася дискусія серед певних політичних груп, зокрема, Групи Прогресивного Альянсу Соціалістів і Демократів у Європарламенті висловили побажання відмовитися від цінових порогів. Однак ця позиція не була врахована, оскільки могла б спричинити суттєве підвищення інвестиційних витрат (а також витрат, понесених портфельними компаніями фондів приватного акціонерного капіталу), публікування інформації, що викликає втрату конкурентної переваги, а щодо суб'єктів сектору малого та середнього підприємництва – збільшення документообороту. Зрозуміло, що це вимагало б детального звітування Польської Комісії Фінансового Нагляду (КФН), що суттєво ускладнило б її роботу. Крім того, представники фондів приватного акціонерного капіталу в Європі наголошують, що зростання витрат може спричинити небажання його інвестувати у заходи, які викликають інтерес з точки зору високого ступеня інноваційності [18] та високої норми прибутку. На думку практиків, причиною обмеження сфери діяльності хедж-фондів і приватних альтернативних фондів можуть стати також жорсткіші вимоги щодо обсягу інформації, яку вони повинні надавати інвесторам та іншим зацікавленим в інвестованому особам заході.

Учені вважають, що з метою удосконалення Директиви, в контексті урахування усіх фондів, зокрема *підприємств для колективного інвестування* у обігові цінні папери, потрібно у її положеннях чіткіше відобразити основну відмінність між окремими акціонерними інвестиційними фондами [13] у вступних положеннях [12]. Важливо, щоб національні правові положення, що впроваджують вимоги Директиви, враховували поняття фінансового важеля із зазначенням

рівня його коефіцієнта, який зможе істотно впливати на рівень фінансової стабільності. В іншому випадку це спричинятиме труднощі з визначенням фінансового важеля у керуючих альтернативними інвестиційними фондами. На думку представників Центрального Європейського Банку, керуючих альтернативними інвестиційними фондами можна використати для підтримки ліквідності та підвищення ефективності фінансових ринків. У зв'язку з цим, учені запропонували визначати межі фінансового важеля, який може бути застосований до конкретного альтернативного інвестиційного фонду, враховуючи відповідний вид ризику.

У 2009 р. організація "Відкрита Європа" (Open Europe) здійснювала дослідження на тему потенціального впливу Директиви на діяльність хедж-фондів та приватного акціонерного капіталу. Серед його найважливіших висновків слід назвати ймовірність негативного впливу на результати діяльності фондів приватного акціонерного капіталу, зростання витрат усіх учасників ланцюга вартості [14, 5–7], втрату конкуренції для фондів, неохоплених правовим регулюванням. До основних недоліків Директиви відносять: протекціонізм, застосування неточних дефініцій, надмірний обсяг нормативних вимог та визначень певних інвестиційних стратегій, додаткові вимоги до менеджерів фондів приватного акціонерного капіталу, пов'язані із виключеннями [14, 5–6].

Директива впроваджує обов'язковість одержання дозволів та реєстрацій для керуючих альтернативними інвестиційними фондами, що знаходяться на території Європейського Союзу. Суб'єкти управління змушені будуть дотримуватися певних оперативних та організаційних вимог, звертатися до процесуальних кодексів і засад, що стосуються транспарентності, вони теж будуть підлягати нагляду і санкціям відповідних органів держав-членів ЄС і Євро-

пейського наглядового органу за біржами та цінними паперами, що повинно спричинити збільшення інформації щодо сектору фондів високого ризику, на основі якої у майбутньому можна буде вносити поправки у положення Директиви. Для забезпечення ефективності Європейська Комісія стежитиме за впровадженням та виконанням Директиви, щоб у разі необхідності запропонувати необхідні зміни до неї.

Отже, Директива про керуючих альтернативними інвестиційними фондами з'явилася з метою врегулювання європейського фінансового ринку. Експерти, які брали участь в розробці її положень та обговоренні документа, погоджуються, що необхідно впроваджувати єдину правову базу, адже загальні та неточні визначення можуть стати причиною ситуації, при якій застосування положень Директиви буде ускладнено. Занадто детальна звітність для інституцій нагляду за діяльністю керуючих альтернативними інвестиційними фондами може бути приводом для комунікаційного хаосу, а також суттєвого зростання витрат на функціонування суб'єктів управління альтернативними інвестиційними фондами.

Для удосконалення Директиви, доцільно, на нашу думку, врахувати наявність національних моніторингових інституцій, щоб у такий спосіб не паралізувати їх діяльності й не перешкоджати включенню до обов'язкової звітності тих даних, які можуть мати важливе значення для моніторингу фінансової стабільності.

Водночас погоджуємося, що занадто жорсткі вимоги щодо звітності можуть спричинити ліквідацію керуючих альтернативними інвестиційними фондами, які займаються діяльністю в межах приватного акціонерного капіталу в незначних обсягах та призвести до консолідації ринку. Тому потрібно виважено поставитися до вимог, що висуюються до одиниць управління та

не відіграють важливої ролі з точки зору стабільності фінансового ринку. Акціонерні інвестиційні фонди, які мають більші витрати, будуть зацікавлені у фінансуванні лише тих інвестицій, які принеситимуть прибуток вище середньої норми при дотриманні рівня ризику, який рекомендується наглядовими органами, забезпечуючи таким чином доступ до цього джерела фінансування малим і середнім підприємствам.

Без сумніву, необхідно формувати національну нормативно-правову базу, що впроваджує положення Директиви для всіх країн-членів ЄС так, щоб усі неточності було з'ясовано і конкретизовано, що дасть змогу створити гармонізовані та єдині правові документи, сприятиме врегулюванню фінансового ринку, обмежуючи одночасно вплив окремих видів ризику, які з'являються на ньому. У свою чергу це дасть змогу моніторити загальний стан ринку та проаналізувати можливості і загрози, які на ньому виникають. Практичність упровадження детальних засад щодо управління ризиком і готівкою, зростання транспарентності діяльності фондів та моніторинг ефекту фінансового важеля, а також можливість інтервенції регулюючих органів сприятимуть зростанню безпеки інвесторів. Для хедж-фондів та приватного акціонерного капіталу згадана Директива не становитиме загрози лише тоді, коли заходи протекціонізму не суперечитимуть умовам раціонального функціонування суб'єктів фінансового ринку.

Література

1. Baffi E., Lattuca D., Santella P., *Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit Derivatives, and Short Selling*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1792993, s.5 [10.04.2011]
2. *Commission Staff Working Document, Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC Impact Assessment {COM(2009) 207} {SEC(2009) 577} Brussels, 30.4.2009*
3. *Debaty: Zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, środa 10 listopada 2010 r. – Bruksela, tekst przyjęty P7_TA(2010)0393*, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=//EP//TEXT+CRE+20101110+ITEM-016+DOC+XML+V0//PL> [17.04.2011]
4. *Directive on Alternative Investment Fund Managers ('AIFMD'): Frequently Asked Questions, MEMO/10/572, Brussels, November 11, 2010*, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm#proposal [11.04.2011]
5. *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniająca dyrektywę 2004/39/WE i 2009/.../WE* http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_pl.pdf; dalej: *Dyrektywa o ZAFI*;
6. *Eizenberg J., Data just in – Managed Futures End 2010 as hedge fund strategy with most assets under management*, 16.02.2011, <http://managed-futures-blog.attaincapital.com/2011/02/16/data-just-in-managed-futures-end-2010-as-hedge-fund-strategy-with-most-assets-under-management/> [17.04.2011]
7. *European Commission statement at the occasion of the European Parliament vote on the directive on hedge funds and private equity, MEMO/10/573 11.11.2010*, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/573&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> [16.04.2011]
8. *Gryko J. M., Rola funduszy Venture Capital w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, [W]: K. Jajuga, M. Łyszczak (red.), *Finanse, bankowość i ubezpieczenia, Prace Naukowe*

Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 899, tom 1, Wrocław 2001

9. Instrukcja wypełniania biznes planu dla projektu w zakresie działania 1.4. Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka 2007 – 2013, www.parp.gov.pl, 2011

10. Jantoń – Drozdowska E., *Prawne i księgowo-
we aspekty zarządzania kapitałami firmy*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości w Poznaniu, Poznań 1999

11. Kozioł B., *Fundusze Hedge. Opis Działalności*, HOSSA ProCapital, <http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/referaty/Fundusze%20hedge%20-%20Bartosz%20Koziol.pdf> [04.04.2011]

12. Kunkiel-Kryńska A., *Implementacja dyrektyw opartych na zasadzie harmonizacji pełnej na przykładzie dyrektywy o nieuczciwych praktykach handlowych* http://www.monitorprawniczy.pl/index.php?cid=20&id=2004&mod=m_artykuly [27.03.2011]

13. *Opinia Europejskiego Banku Centralnego z dnia 16 października 2009 r. w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i 2009.../WE (CON/2009/81) (2009/C 272/01)*;

14. Person M., *The EU's AIFM Directive: Likely impact and best way forward*, *Open Europe*, wrzesień 2009, www.openeurope.org.uk, [29.03.2011]

15. *Plan działań Unii Europejskiej na rzecz reformy sektora finansowego*, Komisja Europejska,

Dyrekcja Generalna ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, 2010,

16. *Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych*, <http://www.psik.org.pl/new/slowniczek.php> [10 listopada 2008 r.]

17. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending directives 2003/41/EC and 2009/65/EC - Text agreed in the trilogue on 26 October 2010*, Interinstitutional File: 2009/0064 (COD), Brussels, 27 October 2010, 15053/1/10 REV 1, EF 140 ECOFIN 634 CODEC 1069, www.aima.org [17.04.2011]

18. *Tykająca bomba z Unii*, *Puls Biznesu*, 2009-07-06 <http://www.ppea.org.pl/new/napisali.php?art=434>

19. Wrzeński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006

20. *Venture Capital and Private Equity Industry Performance Survey of South Africa covering the 2006 calendar year*, SAVCA – report KPMG, maj 2007 s. 8, [10 stycznia 2008, www.savca.co.za]

21. Wymeersch E., *The regulation of private equity, hedge funds and state funds*, *Financial Law Institute, Universiteit Gent* kwiecień 2010, <http://ssrn.com/abstract=1685202>,

22. Zienko M., *Regulacje funduszy hedgingowych w Unii Europejskiej i USA*, *Polskie Towarzystwo Ekonomiczne*, www.pte.pl/katowice