

УДК 336.714

**Валерій Полухович,**

кандидат юридичних наук,  
старший науковий співробітник НДІ приватного права  
і підприємництва НАПрН України

## ОСОБЛИВОСТІ ПРАВОВОГО ЗМІСТУ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

*У статті досліджується зміст правового статусу інститутів спільного інвестування на фондовому ринку України.*

**Ключові слова:** інститути спільного інвестування, компанії з управління активами, корпоративні та пайові інвестиційні фонди.

Мета цієї статті — дати характеристику правового статусу інститутів спільного інвестування, розглянути іноземний досвід з цього питання.

У соціально-економічному аспекті інститут спільного інвестування можна визначити як інвестиційний фонд, що представляє собою об'єднання ресурсів фізичних й юридичних осіб. Виходячи із цього основне завдання інвестиційного фонду полягає в управлінні інвестиційним портфелем (тобто розробці та реалізації єдиної концепції інвестування), формування якого здійснюється за умови диверсифікації вкладень (тобто розподілу накопиченого капіталу серед різних джерел інвестування).

Основні принципи регулювання для інститутів спільного інвестування (ІСІ) встановлені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) в своєму програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку» в категорії F:

— регулятивна система повинна встановлювати стандарти діяльності й регулювання тих, хто має намір продавати інструменти ІСІ або управляє ними;

— регулятивна система повинна містити положення, що стосуються юридичної форми й структури ІСІ, а також питання виділення (відокремлення) і захисту активів клієнтів;

— регулятивна система повинна передбачати повне розкриття інформації емітентами інструментів колективного інвестування для того, щоб інвестор мав можливість оцінити доцільність участі в даному ІСІ та величину своєї частки в ньому;

— регулятивна система повинна гарантувати наявність ясного й чіткого методу оцінки чистої вартості активів, визначення ціни й погашення інструментів колективного інвестування [1].

Також є корисним звернутися до досвіду правового регулювання інституційного інвестування за кордоном.

Так, в Євросоюзі основними в цій сфері є Директива Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20.12.1985 р. «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ІСІ)», Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту № 2003/71/ЄС від 04.11.2003 р. «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів і допуску їх до обігу на біржі» та Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21.04.2004 р. «Про ринки фінансових інструментів».

Відповідно до Директиви ЄС 85/611/ЄЕС від 20.12.1985 р. визначено категорію професійних інвесторів як інститути спільного інвестування, що є особами, єдиною сферою діяльності яких є спільне інвестування у цінних паперах, що підлягають обігу, та/або в інших ліквідних фінансових активах, які належать до коштів, позичених у громадян, що працюють на принципі розподілу ризиків та сертифікати яких, на вимогу власників, перепродані або викуплені, прямо або опосередковано, з активів цих інститутів. Такі інститути можуть бути засновані згідно із законодавством, або відповідно до договірного права як спільні фонди, якими управляють керу-

ючі компанії, або як пайові трасти, або згідно зі статутом як інвестиційні компанії. Проте згідно з Директивою термін «спільні фонди» об'єднує також і пайові трасти (пайові довірчі товариства).

Пізніші директиви запровадили ширші за сферою охоплення інститути інвесторів за двома основними категоріями.

1. Інститут кваліфікованого інвестора для цінних паперів, що випускаються за спрощеною процедурою (Директива 2003/71/ЄС від 04.11.2003 р.);

2. Інститут професійного клієнта для визначеного переліку фінансових інструментів європейського ринку цінних паперів і колективних інвестицій (Директива 2004/39/ЄС від 21.04.2004 р.).

Європейський законодавець достатньо широко підійшов до визначення категорії «професійний клієнт». Аналогічний підхід застосовано до визначення кваліфікованих інвесторів, визнаних такими в силу законодавчого акта, та визначивши для двох сегментів правового регулювання фінансового ринку (випуску емісійних цінних паперів та обігу фінансових інструментів) у цілому єдині підходи через вказівку на відкритий перелік компаній, що можуть розглядатися як професійні клієнти чи кваліфіковані інвестори відповідно. Загалом визначені групи співпадають за колом визначених осіб.

Головною особливістю європейської методології є розподіл усіх кваліфікованих інвесторів (професійних клієнтів) на дві категорії.

1. Кваліфіковані інвестори за законом (*de jure*);

2. Кваліфіковані інвестори за визнанням (*de facto*).

Основна відмінність між визначеними категоріями полягає у можливості включення до числа кваліфікованих інвесторів осіб за умови відповідності двом з трьох визначених критеріїв: якщо така особа відповідає певним критеріям щодо величини обсягів та частоти проведення угод (10 угод) на ринках цінних паперів протягом одного року, обсяг портфеля цінних паперів складає більше 0,5 млн євро, а для фізичних осіб — наявність досвіду більше одного року на професійній посаді, що вимагає знань з інвестування в цінні папери.

Доцільним також є звернення до досвіду регулювання в цій галузі передових

країн на пострадянському просторі — Російської Федерації та Казахстану.

Російський законодавець постійно декларує про необхідність уніфікації правового регулювання статусу кваліфікованого інвестора з європейськими аналогами. Хоча певне споріднення має місце, але наявні суттєві відмінності, що характерні для російського інституту кваліфікованого інвестора [2], які корисно враховувати при здійсненні відповідних заходів державного регулювання в Україні. Коротко відзначимо основні з них.

Перше — це встановлення єдиного інституту інвестиційних фондів [3] для всього фінансового ринку, при цьому можливість розширити закритий перелік кваліфікованих інвесторів є лише при внесенні змін до законодавства, а не через акти фінансового регулятора. У сьогоdnішній ситуації це оптимальне рішення, що дозволяє на нерозвинутому російському ринку почати апробацію світових стандартів регулювання ринку фінансових послуг, але не обтяжувати правову систему безліччю близьких інститутів, що розмиватиме сам зміст правового регулювання. Відповідно також неможливо кваліфікувати в якості інвесторів таких важливих суб'єктів інвестиційного процесу, як іноземні банки, інвестиційні компанії й інші іноземні інвестиційні інститути, що є, по суті, одним із заходів щодо захисту ринку.

Друге — це відсутність у законодавчому акті конкретних кількісних показників за угодами, активами і обігом провідних інвестиційних фондів та досвіду роботи на фондовому ринку. Такий підхід також цілком логічний, оскільки делегування даної функції фінансовому регулятору дозволить останньому більш оперативно, ніж законодавцю, реагувати на поточний стан вітчизняного фондового ринку.

Аналогічний підхід реалізовано і в законодавстві Республіки Казахстан [4].

З огляду на зазначене доцільним є розглянути регулювання інститутів спільного інвестування чинним законодавством України. В Україні інститути спільного інвестування існують у вигляді корпоративних або пайових інвестиційних фондів відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 р. № 2299-III.

Зазначимо, що застосування законо-

давцем терміна «інститут» щодо спільного інвестування надав змогу об'єднати під однією назвою та спільним правовим регулюванням різні організаційно-правові форми інвестиційної діяльності, адже корпоративні та пайові інвестиційні фонди мають схожу назву, але різні принципи як організації, правового режиму активів, так і діяльності.

Основною характеристикою правового статусу корпоративного інвестиційного фонду (КІФ) є те, що він існує як відкрите (публічне) акціонерне товариство, юридична особа із виключним видом діяльності, що самостійно залучає компанію з управління активами (КУА) на підставі відповідного договору про управління активами. КІФ виступає самостійним суб'єктом правовідносин, а КУА надає йому послуги за плату. Відповідно і в абз. 5 ст. 11 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» зазначено, що «у відносинах з третіми особами компанія з управління активами повинна діяти від імені та в інтересах корпоративного інвестиційного фонду на підставі договору про управління активами». Керівний орган КІФ — загальні збори акціонерів — має обов'язок повноважень, що співпадає з визначеними Законом України «Про акціонерні товариства» повноваженнями загальних зборів акціонерів акціонерних товариств з урахуванням специфіки діяльності КІФ. При порівнянні системи управління в КІФ та публічному акціонерному товаристві можливо зазначити, що базова відмінність між ними (окрім вищезазначеної виключної спеціалізації КІФ) є відсутність виконавчого органу в КІФ, роль якого виконує управитель активами — КУА, а відповідно відносини КІФ з КУА регулюються не безпосередніми рішеннями загальних зборів акціонерів КІФ, а укладеним на їх основі договором з КУА, що надає останній більше можливостей для оперативного прийняття рішень у процесі діяльності. А тому і відсутність виконавчого органу в КІФ зумовлює той факт, що повноваження наглядової ради КІФ порівнянно з повноваженнями наглядової ради акціонерного товариства значно вузьчі і зводяться до нагляду за діяльністю КУА.

Навпаки, основною особливістю правового статусу пайового інвестиційного фонду (ПІФ) є те, що він існує лише як

відокремлений комплекс активів КУА, створюється за її ініціативою та не має статусу юридичної особи. Таким чином, КУА при створенні ПІФ, на відміну від випадку з КІФ, є єдиною уповноваженою особою, яка визначає напрями провадження діяльності з управління активами — розроблює та затверджує регламент пайового інвестиційного фонду.

Придбання інвесторами інвестиційних сертифікатів ПІФ шляхом укладення з компанією з управління активами договору про приєднання до ПІФ надає їм обмежені можливості впливати на діяльність з управління активами порівняно з акціонерами КІФ. Учасники ПІФ мають право втручатися у діяльність КУА лише у випадках, прямо передбачених законом. Щодо органів управління, то учасники лише такого ПІФ, коштом спільного інвестування якого залучені шляхом приватного (закритого) розміщення інвестиційних сертифікатів, можуть утворювати наглядову раду для нагляду за виконанням інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів, проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінці майна фонду. Проте компетенція наглядової ради ПІФ навіть у випадку її створення дуже звужена. Законом встановлено окремі вимоги до створення компанії з управління активами пайових інвестиційних фондів, проте в будь-якому випадку відповідальною особою, розпорядником активів є виключно КУА. Так, при веденні господарської діяльності з активами ПІФ, укладаючи договори за рахунок його активів КУА діє від свого імені, з обов'язковим зазначенням у таких договорах реквізитів такого пайового інвестиційного фонду. Нерухоме майно, що становить активи ПІФ, реєструється в установленому порядку на ім'я КУА з обов'язковим зазначенням реквізитів такого ПІФ. КУА є розпорядником цього нерухомого майна.

Наведена характеристика дає змогу визначити основні правові ознаки, що виділяють інвестиційні фонди з-поміж інших учасників фондового ринку.

По-перше, це особлива організаційна структура, яка у загальному вигляді складається з відокремленого комплексу активів, сформованого внесками фізичних й юридичних осіб, та керуючої компанії, що здійснює безпосереднє управління та роз-

порядження активами з метою інвестування на ринку цінних паперів.

По-друге, для залучення коштів, активів зазначених суб'єктів інвестиційними фондами випускаються емісійні цінні папери — акції та інвестиційні сертифікати, які можна визначити як цінні папери інвестиційного характеру.

По-третє, інвестування є в даному випадку виключним видом підприємницької діяльності, здійснюваної на професійній основі.

По-четверте, для ефективного колективного інвестування законодавством передбачений механізм розподілу функцій з акумулювання коштів, управління ними та їхнього зберігання. Безпосередньо управлінням і диверсифікацією активів займається КУА, функція зберігання цінних паперів ІСІ покладена на зберігача, який веде облік власників й угод із цінними паперами, емітентом яких є КУА або КІФ. Останні здійснюють залучення коштів шляхом випуску паїв і акцій, розробкою інвестиційних декларацій, на основі яких укладаються договори з інвесторами, КУА, зберігачем.

По-п'яте, конкретний зміст діяльності інвестиційних фондів і вимог, пропорованих до них, залежать від типової та видової специфіки, тобто сутність інвестиційного фонду варто аналізувати стосовно до його окремого типу та виду.

По-шосте, виходячи із професійної природи діяльності інвестиційних фондів і здійснення інвестування через залучення коштів первинних інвесторів, як наслідок впливає наявність особливої системи вимог. Дану систему вимог можна згрупувати за такими критеріями: організаційні; майнові; інформаційні; вимоги до складу й структури активів інвестиційних фондів, вимоги до осіб, що забезпечують діяльність.

*Безумовно, межі статті занадто вузькі для здійснення всеохоплюючої характеристики інституційного інвестування на фондовому ринку, але вважаємо, що наведені приклади свідчать про необхідність встановлення меж розумної достатності при імплементації норм законодавства Євросоюзу, використання досвіду країн СНД, адже нерозвинутий фондовий ринок України потребує чіткого нормативного регулювання, а встановлення аморфних та надто широких меж регулювання знижує якість регулюючого впливу, дає змогу розвиватися негативним тенденціям тіньового характеру на ринку. Вважаємо, що розвиток правового регулювання інституційного інвестування повинен реалізуватися задля досягнення двох основних цілей: забезпечення гарантій та прибутків задля інвесторів та сприяння розвитку економіки країни в цілому та фондового ринку зокрема.*

#### ПРИМІТКИ

1. Objectives and Principles of Securities Regulation [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

2. Жук Е. Кваліфікований інвестор у Євросоюзі, США і РФ / Е. Жук // Фінансовий ринок України. — 2008. — № 6 (56). — С. 27—30.

3. Об инвестиционных фондах : Закон Российской Федерации от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.consultant.ru/popular>.

4. Об инвестиционных фондах: Закон Республики Казахстан от 07.07.2004 г. № 576-2 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.pavlodar.com/zakon>.

#### **Полюхович Валерий. Особенности правового содержания институтов совместного инвестирования.**

*В статье рассматриваются вопросы правового обеспечения деятельности институтов совместного инвестирования на фондовом рынке Украины.*

**Ключевые слова:** институт совместного инвестирования, компании по управлению активами, корпоративные и паевые инвестиционные фонды.

#### **Polyukhovych Valeriy. Features of legal content of institutes of joint investment.**

*The article considers questions of legal maintenance of activity of institutes of joint investment in the share market of Ukraine.*

**Key words:** institute of joint investment, the company on management of actives, corporate and share investment funds.