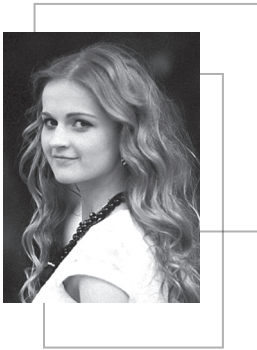


ПРАВА ІНВЕСТОРІВ НА АКТИВИ ПАЙОВОГО ФОНДУ: ДОСЛІДЖЕННЯ ПРАВОВОЇ ПРИРОДИ

УДК 374.4 (477)



І. Я. ОГНИСТА

аспірант,

Львівський національний університет

імені Івана Франка

(Науковий керівник професор О. С. Яворська)

У статті досліджено правову природу прав індивідуальних інвесторів на активи пайового фонду. Висвітлено та проаналізовано наукові погляди щодо юридичної конструкції пайового фонду, базованої на основі інституту спільної часткової власності. Визначено за результатами дослідження законодавства іноземних держав правові конструкції оформлення договірних інвестиційних фондів (в розрізі поставленої мети дослідження). Обґрунтовано, що цінним папером пайового фонду посвідчується зобов'язальне право вимоги інвестора на частку в активах пайового фонду, що є пропорційною до вкладених інвестицій, розмір яких підтверджується інвестиційним сертифікатом.

Ключові слова: *спільне інвестування, пайовий фонд, інвестиційний сертифікат, компанія з управління активами, спільна часткова власність, права інвесторів.*



THE RIGHTS OF INVESTORS TO THE ASSETS
OF MUTUAL (UNIT) INVESTMENT FUND:
RESEARCH OF LEGAL NATURE

Ognista I.

Received: 06 Oct 2014.

Постановка проблеми. В Україні, яка розвивається шляхом ринкових перетворень, відбувається послідовний процес становлення значимих форм інвестиційної діяльності, серед яких на особливу увагу в масштабах світового фінансового ринку заслуговують інститути спільного інвестування (корпоративний та пайовий фонди). Найбільшого поширення в Україні набув пайовий фонд (далі – ПФ), який виконуючи функцію залучення, акумулювання та перерозподілу вільних коштів інвесторів, сприяє зростанню різноманітних сегментів національної економіки.

У механізмі спільного інвестування, що здійснюється через професійного суб'єкта – компанію з управління активами ПФ, – ключову роль покликаний виконувати індивідуальний інвестор, який володіючи необхідними майновими ресурсами, забезпечує фінансування інвестиційних процесів.

Проте аналіз законодавства та реалії практики свідчать, що незважаючи на особливе, визначальне значення інвесторів для розвитку схем колективного інвестування, негативним залишається ступінь здійснення, ефективної реалізації та захисту їхніх прав. Вказане зумовлює потребу у виробленні

належного правового інструментарію забезпечення прав інвесторів ПФ.

Теоретичну основу дослідження склали праці вітчизняних та зарубіжних вчених-правознавців: О. Зайцева, К. Іванової, В. Лебедева, Т. Оксюка, О. Слободяна, Д. Степанова та ін. Нормативну базу дослідження становить чинне законодавство України та іноземних держав, присвячене регламентації відносин спільного інвестування.

Відаючи належне науковим розробкам у сфері функціонування інститутів спільного інвестування, слід зауважити, що питання правової природи прав учасників ПФ не одержали цільового аналізу і потребують подальшого наукового дослідження.

Зважаючи на комплексний характер інституту прав індивідуальних інвесторів ПФ, окреслимо *мету* цієї статті дослідженням правової природи прав інвесторів на активи ПФ, які сформовані за рахунок використання коштів фізичних та юридичних осіб, залучених у процесі емісії інвестиційних сертифікатів.

Виклад основного матеріалу. Участь у механізмі спільного інвестування, що здійснюється через професійного суб'єкта – компанію з управління активами (далі – КУА), – наділяє фізичних та юридичних осіб, чії акумульовані кошти використовуються для формування майнового пулу, низкою прав, дискусійна природа яких продовжує становити предмет зацікавленості дослідників колективних інвестиційних процесів.

Перша група прав, належних інвесторам, окреслюється безпосередньо за результатами придбання інвестиційних сертифікатів, шляхом проведення емісії

яких залучаються кошти фізичних та юридичних осіб. Йдеться про права, інкорпоровані у вказаному бездокументарному цінному папері (інвестиційному сертифікаті), та права на цінний папір, які знаходяться у тісному та нерозривному взаємозв'язку, спричиненому неможливістю переходу до набувача бездокументарного цінного паперу посвідчуваних ним прав без виникнення в особи права власності на такий цінний папір.

Вагомими з точки зору зацікавленості інвесторів є права «із» цінного паперу, тобто права, які посвідчуються цінним папером. У вітчизняній науці цивільного права склалася думка про те, що зміст вказаних прав складають майнові права їх власників [13, 158]. Ця позиція знайшла своє закріплення і в нормах Цивільного кодексу України (далі – ЦК України), приписами ст. 194 якого передбачено, що цінний папір посвідчує «грошове або інше майнове право». Нормативно закріплена можливість посвідчення окремими різновидами цінних паперів лише певних стандартизованих майнових прав обумовила їх поділ на групи згідно з положеннями ст. 195 ЦК України.

До першої групи належать пайові цінні папери, до яких відповідно з приписами п. 1 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. віднесено інвестиційні сертифікати. Аналіз останніх на відповідність ознакам зазначеної групи демонструє їх розбіжність, про що неодноразово наголошувалося в науковій літературі [12, 109]: інвестиційні сертифікати не посвідчують участі їх власника у статутному капіталі емітента, тобто КУА ПФ, не надають власнику права на участь в управлінні емітентом та права на отримання частини майна

емітента (КУА) у разі його ліквідації. Що ж стосується права на отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, то це право поширюється виключно на інвесторів закритого ПФ та не підлягає застосуванню до учасників інших видів цього інституту.

Продовжуючи тезу про ціннісний характер посвідчуваних цінними паперами прав вбачаємо, що згідно з приписами законодавства України інвестиційним сертифікатом, задіяним у механізмі спільного інвестування, засвідчується право власності інвестора на частку у ПФ та право на отримання дивідендів (для закритого ПФ), тобто обумовлюється речова природа «прав з паперу».

Підхід до розбудови відносин спільного інвестування на основі інституту спільної часткової власності задекларував свою неоднозначність та невизначеність стосовно основних концептуальних моментів. Поляризація думок щодо доцільності встановлення та можливості функціонування запропонованого механізму зумовила розподіл дослідників правової природи ПФ на два протилежні табори: прихильників (О. Зайцев, Т. Оксюк, О. Слободян) та противників (К. Іванова, В. Ліпавський, Д. Степанов) моделі закріплення за індивідуальними інвесторами статусу співвласників активів, які у своїй сукупності становлять фонди контрактного типу¹.

¹ Прийнято виділяти три основні форми колективного інвестування: 1) згадувана контрактна (договірна) форма (Contractual form), коли колективні інвестиції є контрактом, відповідно до якого інвестиційний менеджер розмищує кошти від імені інвесторів; 2) корпоративна форма (Corporate form) – колективні інвестиції є окремою корпоративною юридичною особою, а інвестори – акціонерами; 3) форма трасту (Trust form) – йдеться про трастові інвестиційні фонди, що функціонують на нормах англосаксонського права (English Common Law).

Потрібно відзначити, що погляди обох сторін в руслі розглядуваної проблематики характеризуються переважаючою одностайністю в контексті недосконалості застосовуваної щодо ПФ конструкції спільної часткової власності, проте незважаючи на таку очевидність, перша група науковців виправдовує задекларовану модель потребами практики; а в наукових дослідженнях другої групи, як правило, окрім критики, не знаходимо жодних пропозицій для врегулювання назрілої проблеми. Наведене дає підстави для всебічного аналізу існуючих моделей договірних фондів з метою удосконалення процедури їх правового конструювання.

З урахуванням задекларованого вітчизняним законодавцем підходу до трактування правового режиму активів ПФ цілком логічним є поширення на інвесторів, як співвласників майна, дії норм глави 26 ЦК України, що покликані регулювати відносини спільної часткової власності. Проте як видається, окрім прямої законодавчої вказівки про названий режим, не знаходимо жодного юридичного факту, що веде до його встановлення.

У науковій літературі висловлювалися різноманітні позиції щодо підстав виникнення спільної часткової власності на активи ПФ. На думку В. Белова, формування спільної власності на пайові інвестиційні фонди (ПІФ – скорочене найменування пайового інвестиційного фонду за законодавством Російської Федерації та раніше чинним Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. відбувається без досягнення згоди між пайовиками, за допомогою укладення кожним з них з управляючою компанією договору

довірчого управління майном, яке внесене у фонд [1, 95]. Т. Оксюк [9, 136], якого підтримує О. Зайцев [3, 121], навпаки у приєднанні установника управління до умов договору довірчого управління вбачає факт досягнення пайовиками згоди як підстави виникнення права спільної часткової власності на майно ПФ (іншою підставою вважають норми Закону Російської Федерації «Про інвестиційні фонди» [8]).

Проекція наведених позицій на законодавство України дає можливість констатувати, що між КУА та інвесторами, об'єднані інвестиції яких передаються в управління, не існує жодних договірних зв'язків, окрім як прямої законодавчої вказівки про те, що активи ПФ перебувають в управлінні КУА.

Не вдаючись до детального аналізу (оскільки це виходить за межі нашого дослідження), зауважимо, що спірною з урахуванням норм діючого законодавства видається позиція, згідно з якою внаслідок укладення договору про придбання інвестиційних сертифікатів відбувається укладення договору управління ПФ. «Приєднуючись до ПФ, учасники погоджуються з умовами єдиного договору управління. Умови цього договору містяться в проспекті емісії цінних паперів ПФ» [12, 57].

Проспект емісії цінних паперів є документом, що містить інформацію про розміщення цінних паперів та інші відомості, які визначають особливості розміщення певних видів цінних паперів (ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). За своїм призначенням він не спрямований на посвідчення інших даних, наприклад тих, які стосуються прав та обов'язків сторін за договором

управління, вимог до управлінської політики КУА, відповідальності управителя за наслідками недобросовісної поведінки тощо. Таку роль покликаний виконувати Контракт фонду (або договір фонду) відповідно до ст. 26 Федерального Закону Швейцарії «Про моделі колективного інвестування» [17], ст. 235А Акту про фінансові послуги та ринки Великобританії [16] або Правила управління фонду згідно зі ст. L214-8-1 Монетарного та фінансового кодексу Франції [15], тобто спеціально розроблені для вказаної мети документи.

Проспект емісії цінних паперів таким не є, а відтак, його дія повинна обмежуватися сферою розміщення інвестиційних сертифікатів.

Таким чином, між КУА як емітентом та індивідуальним інвестором існує виключно правовий зв'язок щодо придбання інвестиційних сертифікатів. У процесі укладення договору про придбання інвестори не взаємодіють між собою, їхні дії не спрямовані на набуття спільної часткової власності. «Видається, що з позицій учасника ПФ навіть не простежується жодного інтересу на встановлення такого режиму щодо об'єднаних активів з метою саме спільного інвестування, а не з будь-якою іншою» [14].

Отже, пропонований в Законі України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 р. (далі – Закон України «Про ІСІ») механізм дає змогу стверджувати про зв'язок – КУА – інвестор, опосередкований інвестиційним сертифікатом, та про відсутність будь-яких взаємовідносин між самими інвесторами, що ставить під сумнів можливість формування моделі ПФ на основі інституту спільної часткової власності.

Правова оболонка, використана законодавцем для оформлення об'єднання майна з метою здійснення спільного інвестування через професійного суб'єкта, навряд чи може вважатися адекватною: взявши за основу інститут спільної часткової власності законодавець відсік від нього усе «зайве», при цьому «зайвими» виявилися сутнісні ознаки зазначеного інституту.

В юридичній науковій літературі розгорілася дискусія навколо питання повноцінності функціонування правового режиму активів ПФ у зв'язку з відмовою від права привілеєвої купівлі частки.

Відмова інвесторів від права переважної купівлі частки (інвестиційного паю) в спільному майні ПФ порушує основоположний принцип права спільної власності і підтверджує припущення, що співвласники ПФ не являють собою ніякої спільності [5, 131].

Переважне право купівлі майна, на думку Н. Майданик, є видом правового привілею, зміст якого полягає в забезпеченні визначеному колу осіб привілею на придбання певного майна [7, 35].

Крізь призму приписів ст. 362 ЦК України право переважної купівлі частки полягає в тому, що на продавця, який має намір вчинити правочин купівлі-продажу, покладається обов'язок запропонувати майно привілеєваним особам, і лише після їх відмови відчужувач вправі пропонувати товар іншим учасникам обороту. Порушення права привілейованої купівлі породжує вимогу про переведення на співвласника прав покупця; в результаті цього умови договору купівлі-продажу зберігають свою чинність, але змінюється суб'єктний склад договору.

Право привілейованої купівлі покликане, перш за все, захищати інтереси учасників спільної часткової власності, яким не байдуже, хто замінить співвласника, що вибуває, маючи на увазі, що правомочності володіння та користування спільним майном здійснюються за згодою всіх співвласників (ч. 1 ст. 358 ЦК України), у зв'язку з чим особистість набувача частки має для них важливе значення. Право на відчуження частки будь-якому учаснику обороту може ввести в спільну справу сторонню особу, яка надасть спільному майну небажане використання або спільній чи іншій діяльності – небажаний напрям.

Переважає більшість дослідників, які обстоюють позицію визнання інвесторів співвласниками активів ПФ схильні виправдовувати відмежування права переважної купівлі частки від загальноприйнятої моделі спільної часткової власності необхідністю забезпечення ліквідності цієї частки (інвестиційного паю) чи можливістю швидкого перетворення цінного паперу в грошові кошти [2, ком. до ст. 11].

Погоджуючись, що ліквідність частки (паю) є важливою перевагою ПФ як механізму інвестування, Е. Суханов пропонує все ж таки закріпити для учасників інтервальных й закритих ІСІ право переважної купівлі частки, хоча б тоді, коли пайовики позбавлені можливості придбавати паї в управлінській компанії [10, 373].

Не поділяючи точки зору щодо поширення режиму спільної часткової власності на активи ПФ, вважаємо неприйнятним спотворення закріпленої нормами ЦК України моделі зазначеного інституту приписами Закону України «Про ІСІ». ЦК України як основний акт цивільного законодавства, що складає основу приватно-правової сфери

суспільного життя, регулює відносини спільної часткової власності нормами Глави 26. Він не визначає особливостей поширення розглядуваного режиму на активи ІСІ, не містить вказівки про можливість відступлення від задекларованої законодавцем моделі для регламентації прав інвесторів як співвласників цих активів. Проголошуючи нормами ст. 362 ЦК України право співвласника на привілейовану купівлю частки, законодавець поширює його дію на всі випадки продажу частки у праві спільної часткової власності за винятком продажу з публічних торгів. Таким чином, права інвесторів, як співвласників майна ПФ, не підпадають під обмеження зазначених приписів, а отже, мали б включати і право переважної купівлі частки.

Аналогічно вважаємо ситуацію і з правом на виділення частки в натурі, передбаченого нормами ст. 364 ЦК України.

Виділ частки в натурі можливий лише у випадку, коли не існує обмежень в законі або це не є неможливим відповідно до ч. 2 ст. 183 ЦК України у зв'язку з неподільністю речі.

Як приклад, звернемося до вже згаданого Закону Російської Федерації «Про інвестиційні фонди», нормами ст. 11 якого передбачено, що учасники пайового інвестиційного фонду не мають права на поділ і виділ частки в натурі з майна, що є спільним майном власників інвестиційних паїв і належить їм на праві спільної часткової власності. Подібних застережень українським законодавством у сфері спільного інвестування не визначено, але і не створено правового поля для реалізації індивідуальними інвесторами права на виділ частки в натурі. Відтак, необхідно констатувати незастосовність до інвесторів, як

співвласників активів ПФ, права на виділення у натурі частки з майна, що є у спільній частковій власності.

Як слушно зазначає В. Ліпавський, «право на поділ майна і на виділення із нього частки в натурі – невід'ємні риси спільної часткової власності як речово-правової конструкції. Вони являють собою трансформовану (стосовно спільної власності) ознаку права власності безпосередньо впливати на річ. Без цих правомочностей не можна говорити про наявність права спільної часткової власності» [6, 49].

Незважаючи на спільні правові начала, на думку К.Іванової, відносини, опосередковані спільною частковою власністю, значною мірою відрізняються від взаємовідносин власників інвестиційних паїв. «Спільна власність пайовиків не відповідає конструкції права спільної часткової власності» [4, 8–9].

Одностайного вираження набула позиція вчених [4, 106; 10, 376] про те, що норми, які регулюють момент переходу частки у праві спільної часткової власності (ст. 363 ЦК України), не підлягають застосуванню в рамках механізму спільного інвестування, здійснюваного через професійного суб'єкта, оскільки право власності на інвестиційні сертифікати, у зв'язку з тим, що останні існують виключно у бездокументарній формі, переходить до депонента – нового власника – з моменту зарахування прав на ці цінні папери на його рахунок у цінних паперах у депозитарній установі, а не з моменту укладення договору про придбання, як цього вимагають приписи ст. 363 ЦК України.

Недосконала за своїм змістом конструкція ПФ стає ще більш проблематичною з

огляду на задекларовану законодавцем можливість зосередження усіх цінних паперів ІСІ в «руках» однієї особи (п. 5 ч. 2 ст. 4 Закону України «Про ІСІ»). Якщо увесь обсяг інвестиційних сертифікатів, розміщених згідно з відповідним проспектом емісії, буде придбано однією фізичною або юридичною особою, то чи доцільно у такому випадку говорити про

поширення на активи режиму спільної часткової власності? Очевидно, що ні. До того ж, сформовані за рахунок залучених інвестицій активи у своїй сукупності не підпадатимуть під законодавче визначення пайового фонду, а відтак, на них не повинні поширюватися й інші норми, що регулюють діяльність цього різновиду ІСІ.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ:

1. *Белов В. А.* Имущественные комплексы. Очерк теории и опыт догматической конструкции по российскому гражданскому праву / В. А. Белов. – М. : Центр ЮрИнфоР, 2004. – 240 с.
2. *Доронина Н. Г.* Комментарий к Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» / Н. Г. Доронина, Н. Г. Семилютина. – М. : Юстицинформ, 2003. – 320 с.
3. *Зайцев О. Р.* Договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом : монография / О. Р. Зайцев. – М. : Статут, 2006. – 507 с.
4. *Иванова Е. В.* Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Е. В. Иванова ; Московская академия экономики и права. – М., 2009. – 192 с.
5. *Лебедев В. Н.* Особенности гражданско-правового положения инвестиционных фондов в Российской Федерации : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / В. Н. Лебедев. – М., 2002. – 200 с.
6. *Липавский В.* Правовые проблемы статуса паевых инвестиционных фондов / В. Липавский // Хозяйство и право. – 2004. – № 5. – 44–51 с.
7. *Майданик Н. І.* Право переважної купівлі майна: Поняття і порівняльна характеристика / Н. І. Майданик // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 02/2007. – № 2. – С. 35–44.
8. *Об инвестиционных фондах* : Федеральный закон Российской Федерации от 29.11.2001 N 156-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157068/
9. *Оксюк Т. Т.* Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевыми инвестиционными фондами : дис. ... канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 / Т. Т. Оксюк. – М., 2005. – 212 с.

10. *Право собственности. Актуальные проблемы* / О. А. Беяева, Ф. О. Богатырев, М. И. Брагинский [и др.]; отв. ред. В. Н. Литовкин, Е. А. Суханов, В. В. Чубаров; Ин-т законод. и сравнит. правоведения. – М.: Статут, 2008. – 731 с.
11. *Про інститути спільного інвестування*: Закон України від 5 липня 2012 р. № 5080-VI (з наступними змінами і доповненнями) / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради України. – 2013. – № 29. – Ст. 337.
12. *Слободян О. А.* Цивільно-правове регулювання управління пайовим інвестиційним фондом: дис. ... канд. юрид. наук: спец. 12.00.03 / О. А. Слободян. – К., 2013. – 213 с.
13. *Цивільне право України: підручник у 2-х кн.* / Д. В. Боброва, О. В. Дзера, А. С. Довгерт [та ін.]; за ред. О. В. Дзери, Н. С. Кузнецової. – К.: Юрінком Інтер, 2001. – Кн. 2. – 864 с.
14. *Яворська О. С.* Правовий статус суб'єктів спільного інвестування [Електронний ресурс] / О. С. Яворська. – Режим доступу: file:///C:/Users/User/Downloads/Шаау_2013_2_34.pdf
15. *Code Monétaire et Financier* / Dernière modification: 20 septembre 2014 / France [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>
16. *Financial Services and Markets Act 2000 / the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.assemblee-nationale.fr/14/projets/pl1467-ei.asp>
17. *Swiss Federal Act on Collective Investment Schemes (Collective Investment Schemes Act, CISA) / of 23 June 2006 (Status as of 1 January 2014)* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.finma.ch/c/regulierung/gesetze/pages/kollektive-kapitalanlagen.aspx>

Стаття надійшла до редакції: 06.10.2014.

Рекомендовано кафедрою цивільного, господарського права та процесу

THE RIGHTS OF INVESTORS TO THE ASSETS OF MUTUAL (UNIT) INVESTMENT FUND: RESEARCH OF LEGAL NATURE

Ognista I.

Abstract: The legal nature of the rights of individual investors in assets of mutual (unit) investment fund is being researched. The author analyses scientific views concerning the legal construction of mutual (unit) investment fund, based on the joint share ownership institute (tenancy in common). It is being substantiated that there is no effective legal mechanism of joint share ownership implementation by the individual investors of mutual (unit) investment fund. Based on the study of the laws of foreign countries, legal structures of contractual investment funds designing (in terms of the goal of research) are being analyzed. The author

– after thorough analysis of the Law of Ukraine “On Mutual Investment Undertakings” – suggests that there is legal relation only between investor and asset management company through investment certificates; meanwhile there is no prescribed by the legislation connection between investors of mutual (unit) investment fund. It is being proved that the investment security of mutual (unit) investment fund certifies contractual claim of investor to the assets of the fund which is proportional to the amount of invested assets and is confirmed by the investment certificate.

Keywords: mutual investment, mutual (unit) investment fund, investment certificate, asset management company, a joint share ownership, the rights of investors.



**ПРАВА ИНВЕТОРОВ НА АКТИВЫ ПАЕВОГО ФОНДА:
ИССЛЕДОВАНИЕ ПРАВОВОЙ ПРИРОДЫ**

Огниста І.

Резюме: В статье исследована правовая природа прав индивидуальных инвесторов на активы паевого фонда. Освещены и проанализированы научные взгляды относительно юридической конструкции паевого фонда, основанной на основе института общей долевой собственности. Определено по результатам исследования законодательства иностранных государств правовые конструкции оформления договорных инвестиционных фондов (в разрезе поставленной цели исследования). Доказано, что ценной бумагой паевого фонда удостоверяется обязательственное право требования инвестора на долю в активах паевого фонда, пропорционально вложенным инвестициям, размер которых подтверждается инвестиционным сертификатом.

Ключевые слова: совместное инвестирование, паевой фонд, инвестиционный сертификат, компания по управлению активами, общая долевая собственность, права инвесторов