О. А. СЛОБОДЯН

ПРАВОВІ АСПЕКТИ СТАНОВЛЕННЯ ПАЙОВИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ

У статті висвітлено правові аспекти становлення пайових інвестиційних фондів. Основна увага приділена характеристиці законодавства про пайові інвестиційні фонди та аналізу субєктів управління пайовим інвестиційним фондом.

© *СЛОБОДЯН Олександр Анатолійович* – здобувач Інституту держави і права ім. В.М. Корецького НАН України

Ключові слова: *пайовий інвестиційний фонд, суб'єкти управління пайового інвестиційного фонду.*

В статье рассмотрены юридические аспекты становления паевых инвестиционных фондов. Основное внимание уделено характеристике законодательства о паевых инвестиционных фондах и анализу субъектов управления паевым инвестиционным фондом.

Ключевые слова: *паевой инвестиционный фонд, субъекты управления паевого инвестиционного фонда.*

This article is about Mutual Fund institutional establishment. The main emphasis in the article is upon the legislative characteristics of the Mutual Funds and analysis of its management structure.

Key words : *Mutual Fund, legislative characteristics of the Mutual Funds, management structure*

Вперше інститут пайового інвестиційного фонду зявився у вітчизняному законодавстві 16 березня 2001 році. Він був закріплений Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (Закон «Про ІСІ»).

Відповідно до ст. 22 даного Закону 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. В цій же статті конкретизується, що пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою.

Вітчизняний механізм спільного інвестування був запроваджений Указом Президента «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» ще в 1994 році, але з плином часу постала необхідність щодо більш широкого визначення поняття інститутів спільного інвестування[1]. Спільне інвестування завдячує своїй появі масовій приватизації. Попередниками інститутів спільного інвестування («ІСІ») виступили інвестиційні фонди та компанії, створення яких на даний час заборонено прикінцевими положеннями Закону «Про ІСІ». Вони займались переважно вкладенням приватизаційних майнових сертифікатів і виступили інструментом концентрації власності.

Прикінцеві положення Закону «Про ІСІ» визначили механізм перетворення «старих інвестиційних фондів» в ІСІ. Так, закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені у встановленому законодавством порядку до набрання чинності Законом «Про ІСІ», мали здійснювати свою діяльність відповідно до «Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19 лютого 1994 р., протягом строку, на який вони були створені. У разі закінчення строку діяльності таких інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній вони повинні були ліквідуватися або прийняти рішення про реорганізацію в пайовий або корпоративний інвестиційний фонд шляхом приведення своїх установчих документів та діяльності у відповідність з вимогами цього Закону. Відкриті інвестиційні фонди та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені у встановленому законодавством порядку до набрання чинності Законом «Про ІСІ», зобов'язані були ліквідуватися або привести свою діяльність у відповідність з вимогами цього Закону протягом двох років з дня набрання чинності Законом «Про ІСІ».

Цілком закономірно, що впровадження ІСІ потребувало розробки комплексу заходів для їх ефективної діяльності. Найбільш актуальні питання розвитку ІСІ на етапі їхнього впровадження знайшли своє відображення в «Основних напрямах розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки», схвалених Указом Президента України від 26 березня 2001 р. N198/2001, відповідно до яких розвиток ІСІ потребував: приведення українського законодавства про ІСІ у відповідність із законодавством країн Європейського Союзу, визначення діяльності з управління активами ІСІ як виключної, проведення моніторингу трансформації (ліквідації, реорганізації, перетворення) інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній, оперативне реагування на проблеми, які виникатимуть під час такої трансформації, здійснення заходів щодо формування у населення позитивного сприйняття діяльності нових ІСІ.

Протягом 2001–2005 рр. кількість ПІФ збільшувалась достатньо повільно. Так, скажімо, у 2003 році ДКЦПФР видано 27 ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів, а саме, діяльності з управління активами ІСІ, зареєстровано 28 ПІФ.

Справа в тому, що в тогочасному українському суспільстві назрівала потреба реформування фондового ринку. Розвитку ПІФ перешкоджав правовий вакуум. Так, скажімо, Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» було прийнято ще в 1991 р. Верховною Радою УРСР. Він був неспроможний забезпечити належне правове регулювання нових економічних відносин.

Повноцінно функціонувати ПІФ почали після розробки і прийняття Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку («ДКЦПФР») за сприяння учасників фондового ринку нормативно-правової бази (близько декількох десятків нормативно-правових актів), вкрай необхідної для створення і подальшої діяльності ПІФ.

23 лютого 2006 р. Верховна Рада України прийняла Закон «Про цінні папери та фондовий ринок», який впорядкував та законодавчо визначив питання функціонування фондового ринку в цілому та ПІФ зокрема. В ракурсі діяльності ПІФ даний Закон врегулював особливості здійснення професійної діяльності з управління ПІФ, правовий режим цінних паперів ПІФ, розмежував емісії цінних паперів ПІФ на публічне і приватне розміщення, визначив недобросовісну емісію цінних паперів і поняття інсайдерської інформації, порядок розкриття інформації ПІФ та ін.

Протягом 2006 року спостерігалась позитивна динаміка розвитку ПІФ: збільшувалась дохідність, кількість працюючих ПІФ, вартість активів, що перебували в їхньому управлінні.

Вагомим для українських ПІФ став 2007 рік. Основний фондовий індикатор ринку – індекс ПФТС за 2007 рік зріс більш ніж на 130%, що свою чергу позитивно позначилося на кількісних та якісних параметрах діяльності ПІФ. Додав позитиву і ріст доходів юридичних і фізичних осіб, пов'язаний із сприятливою макроекономічною ситуацією, інвестори отримали можливість вкладати вільні кошти в ПІФ. Компанії з управління активами залучали банки, що володіли достатньо розвинутою філіальною мережею, до продажу населенню цінних паперів ПІФ.

Негативна динаміка вітчизняного фондового ринку в 2008 р. несприятливо позначилась на діяльності ПІФ. Для поліпшення ситуації був прийнятий Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування» № 693-VI від 18 грудня 2008 року, серед істотних нововведень якого слід

відзначити наступні: удосконалення норм диверсифікації активів ПІФ, продовження діяльності строкових ПІФ, можливість фізичним особам стати інвесторами венчурних ПІФ, вдосконалення порядку внесення ПІФ до реєстру ІСІ та розрахунку винагороди за управління ПІФ та ін.

Після прийняття Закону України «Про ІСІ» правові норми про ПІФ стали набувати системного характеру. Наразі ці норми містяться в Законах України «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом», «Про інвестиційну діяльність», «Про оподаткування прибутку підприємств» та інших законах і нормативно-правових актах.

Законодавство про ПІФ містить норми, що визначають правові та організаційні основи створення, діяльності ПІФ, склад і структуру активів ПІФ, правовий режим цінних паперів ПІФ, особливості управління активами ПІФ, особливості зберігання активів ПІФ, порядок та обсяг розкриття інформації ПІФ, порядок припинення і ліквідації ПІФ.

На даному етапі правовий режим ПІФ регламентується здебільшого спеціальними нормативно-правовими актами. Кодифіковані правові акти містять загальні положення про власність, цінні папери та ін., не конкретизуючи специфіку ПІФ. Так, скажімо, Цивільний кодекс України містить норми щодо режиму спільної часткової власності, застосованої законодавцем при формуванні конструкції ПІФ, регулює відносини з управління майном, не виділяючи при цьому ПІФ як окремий обєкт правового регулювання.

При детальному аналізі правових норм, що регламентують різні аспекти ПІФ, стає очевидною єдність цих норм. В силу того, що законодавство про ПІФ становлять норми цивільного, адміністративного права, інвестиційного права, господарського права, криінального права, воно має комплексний характер. Іншими словами, дані правові норми формуються у комплексну групу, що обумовлюється особливістю предмета правового регулювання ПІФ.

Спільне інвестування «відносно молода» сфера права в сенсі рівня кодифікації. У звязку з тим, що законодавство про ПІФ не має чіткої загальної концепції, одні й ті самі правові відносини можуть регулюватися нормами різних нормативно-правових актів, що, в свою чергу, негативно позначається на розвитку цивільно-правового обороту. Так, наприклад, відповідно до ст. 23 Закону «Про ІСІ» нерухоме майно, що становить активи ПІФ, реєструється в установленому порядку на ім'я компанії з управління активами (надалі – «КУА») з обов'язковим зазначенням реквізитів такого ПІФ. В той же час законодавство про державну реєстрацію прав на нерухоме майно не досконало регламентує реєстрацію прав на майно ПІФ. Дані розбіжності ускладнюють процес реєстрації нерухомості ПІФ.

Інститути, які створені для акумуляції капіталів приватних інвесторів та здійснення надзвичайно важливих для вітчизняного народного господарства інвестицій, практично ізольовані від потенційних інвесторів і значно обмежені у можливостях інвестування[2].

Прийняття спеціального законодавства про захист прав та законних інтересів учасників ПіФ зробить їх більш конкурентноспроможними. Як показує вітчизняна практика, надзвичайно актуальним є забезпечення належного державного захисту прав і законних інтересів учасників ПІФ, визначення порядку і форм відшкодування шкоди, спричиненої діями або бездіяльністю КУА та інших учасників фінансового ринку.

Що ж до подальшого розвитку законодавства про ПІФ, то у зв'язку з інтеграцією України до Європейського Союзу (ЄС) актуальною тенденцією розвитку законодавства про ПІФ має стати приведення його у відповідність до вимог ЄС з врахуваннням специфіки національних правових традицій.

Заслуговує на увагу в даному контексті також досвід країн СНД: Беларусі, Казахстану, країн Прибалтики, Російської Федерації.

В цілому законодавство про ПІФ формувались шляхом рецепції зарубіжного законодавства. При розробці правової моделі ПІФ використовувався досвід таких країн як Великобританія, Німеччина, Росія, Франція, США та ін.

В світовій практиці інвестиційні фонди виявилися складним правовим явищем, що спричинило виникнення неоднозначних тлумачень їхньої правової природи. Існували різні позиції стосовно того, чим є право участі в інвестиційному фонді – цінним папером; правом на участь в інвестиційному фонді й одержання частини його доходів і майна, або ж контрактом між інвестиційним фондом (або його представником) і інвесторами. Ускладнена особливостями правових систем країн, ця ситуація спричинала формування трьох основних юридичних моделей (структур) інвестиційних фондів – корпоративної, трастової і контрактної.

Національні правові традиції та законодавче обмеження окремих країн щодо створення трастів спричинило появу контрактних фондів. Здебільшого мова йде про країни романо-германської системи права. За такої форми юридичними власниками активів фонду є або управляюча компанія, або інвестори колективно. Номінальним зберігачем активів вважається кастодіан (зберігач). Відмежування функцій управління активами від зберігання активів здійснюється за допомогою контролю зі сторони регуляторних органів. Інвестори одержують дохід від росту активів інвестиційного фонду, в тому числі шляхом одержання дивідендів. Але здебільшого не мають істотного впливу на діяльність інвестиційного фонду.

Провідне місце в структурі субєктів управління вітчизняних ПІФ належить КУА, що здійснює управління його активами на підставі ліцензії ДКЦПФР. Згідно із ст. 29 Закону України «Про ІСІ» КУА є господарське товариство у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, що створюється відповідно до законодавства України. Відносини між учасниками ПІФ (юридичними або фізичними особами, які придбали інвестиційні сертифікати ПІФ) та КУА регламентуються переважно проспектом емісії цінних паперів ПІФ.

Активи ПІФ у формі цінних паперів мають обліковуватись на рахунку у цінних паперах у зберігача. Надання послуг щодо зберігання цінних паперів ПІФ та обліку прав власності на них, а також обслуговування операцій ПІФ здійснюються зберігачем на підставі відповідної ліцензії ДКЦПФР відповідно до договору з КУА. Зберігач здійснює контроль за діяльністю КУА стосовно порядку розрахунку вартості чистих активів ПІФ, розміщення та викупу цінних паперів ПІФ, напрямів використання прибутків, отриманих на активи ПІФ.

Депозитарій відповідно до договору з КУА ПІФ здійснює депозитарні операції, в тому числі, зберігання цінних паперів і обслуговування випущених КУА ПІФ цінних паперів.

З метою перевірки і підтвердження правильності річної фінансової звітності КУА повинна щорічно залучати аудитора (аудиторську фірму) для встановлення відповідності зазначеної звітності результатам своєї діяльності з активами ПІФ.

Згідно зі ст. 52 Закону України «Про ІСІ» грошові кошти ПІФ зараховуються на окремий рахунок КУА у банку окремо від власних коштів КУА, коштів інших ПІФ та відповідно до умов договору про обслуговування ІСІ.

Оцінка нерухомого майна ПІФ під час його придбання або відчуження здійснюється незалежним оцінювачем майна, яким є суб'єкт оціночної діяльності відповідно до договору, що укладається між ним та КУА.

Реєстр власників іменних цінних паперів ПІФ, випущених у документарній формі, в більшості випадків веде реєстратор за договором з КУА ПІФ з урахуванням вимог законодавства.

Розміщення та викуп розміщених цінних паперів ПІФ здійснюються КУА безпосередньо та/або через торговців цінними паперами ПІФ, з якими КУА уклала відповідні договори.

Таким чином, структура суб'єктів управління ПІФ являє собою систему договірних правовідносин КУА ПІФ з відносно незалежними субєктами, що беруть участь в діяльності ПІФ. Вищезазначені субєкти на відміну від КУА не беруть безпосередньої участі в інвестиційній діяльності. Їх роль, як правило, полягає в контролі за діяльністю КУА.

Вся організаційна структура ПІФ, що являє собою групу незалежних одна від іншої компаній, створена таким чином, щоб уникати будь-яких можливих зловживань зі сторони КУА[3]. З іншої сторони, подібна «багатосубєктність» структури управління ПІФ має істотні недоліки:

1. *Вразливість структури субєктів управління ПІФ.* Проблеми з правосубєктністю хоча б одного учасника можуть «паралізувати» роботу ПІФ. Так, наприклад, анулювання ліцензії зберігача ПІФ унеможливлює проведення операцій з цінними паперами ПІФ. Для уникнення подібних ситуацій пропонується розробити відповідне законодавство, яке би передбачало обовязок державних органів, що видають дозвільні документи обслуговуючим ПІФ підприємствам, завчасно повідомляти КУА про випадки можливого зупинення, анулювання ліцензій, сертифікатів, свідоцтв та ін.

2. *Розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок ПІФ.* Відповідно до Рішення ДКЦПФР № 196 від 02.07.02. «Про затвердження Положення про склад і розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів інституту спільного інвестування» за рахунок активів ІСІ (в тому чилі ПІФ) сплачуються винагорода: КУА ІСІ, зберігачу ІСІ, реєстратору ІСІ, аудитору ІСІ, оцінювачу майна ІСІ, торговцю цінними паперами та ін. Загалом склад витрат включає близько двадцяти позицій, а розмір витрат не повинен перевищувати 5 відсотків середньорічної вартості чистих активів ІСІ протягом фінансового року, розрахованої відповідно до нормативно-правових актів ДКЦПФР (крім винагороди та премії КУА, податків та інших обов'язкових платежів, передбачених чинним законодавством). Разом з тим більшість із цих витрат є оплатою за послуги відповідних субєктів, що забезпечують ефективне функціонування ПІФ і не можуть бути зменшені.

Істотну питому вагу у витратах ПІФ займає винагорода КУА. Інвестор, ставши учасником ПІФ хоч і не особисто, але за рахунок активів ПІФ, змушений нести додаткові витрати. На нашу думку, раціональною і економічно обгрунтованою була би така система оплати послуг КУА, при якій КУА сплачується мінімальна винагорода за управління активами, проте виплачується премія за результатами фінансового року у відсотках від прибутку, отриманого понад прибуток, запланований на рік.

Таким чином, незважаючи на свою «новизну», впродовж останнього десятиліття ПІФ розвивалися досить інтенсивно. Разом з тим інститут ПІФ потребує подальшого вдосконалення. Обєктивна реальність ставить перед законодавством

про ПІФ комплекс задач щодо впровадження нових правил гри для учасників ринку спільного інвестування та приведення правового поля ПІФ у відповідність до світових стандартів з врахуванням специфіки вітчизняного правопорядку.

1. *Сельський В.* Стан та проблеми розвитку інститутів спільного інвестування як ефективного механізму залучення інвестицій в економіку України // Підприємництво, господарство, право. – 2007. – № 1. – С. 137. **2.** *Бутузов В.М.* Правові та організаційні засади функціонування інститутів спільного інвестування в Україні: Автореф. дис. … канд. юрид. наук. – К., 2000. – С. 3. **3.** *Гинатулин А.Р.* Паевые инвестиционные фонды как одна из форм привлечения инвестиций // Право и экономика. – 2001. – № 6. – С. 47.