

# КОМПАРАТИВНИЙ АНАЛІЗ ПАРАДИГМИ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ ТА ЄС

*Здійснено дослідження розвитку інвестиційних фондів в ЄС та в Україні, факторний аналіз процесів формування моделей регулювання діяльності інвестиційних фондів, порівняльний аналіз основних компонентів нової моделі державного регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні та відповідних норм в законодавстві ЄС, визначено очікувані наслідки запровадження з 2014 року нової редакції Закону України «Про інститути спільного інвестування».*

Діяльність інституційних інвесторів є сьогодні невід'ємною складовою сучасних розвинених ринкових економік. Саме присутність інституційних інвесторів є сигналом стабільності економічного середовища та прийняттого рівня інвестиційних ризиків як в національних економіках так і на світових фінансових ринках. Трансформуючи індивідуальні накопичення та тимчасово вільні фінансові ресурси окремих фізичних та юридичних осіб в інвестиційний капітал, інституційні інвестори формують системні підвалини інвестиційних процесів. При цьому, широкий спектр інвестиційних послуг, які пропонуються інституційними інвесторами при залученні коштів своїх клієнтів дозволяє охопити найширші кола потенційних індивідуальних інвесторів. Проте, вагомий вплив діяльності інституційних інвесторів на соціально-економічні процеси викликає потребу в адекватному її регулюванні та постійному нагляді за цією діяльністю з боку держави з метою забезпечення стабільності як фінансового сектору так і економіки в цілому. Слід зазначити, що в Україні сьогодні не сформовано ані єдиної цілісної державної політики розвитку фінансового сектору національної економіки, ані науково обґрунтованих підходів до формування умов діяльності інституційних інвесторів. Регуляторна база в цьому напрямку визначається фрагментарністю та

різним ступенем розгалуженості для інституційних інвесторів різних видів. Як наслідок, потенціал інституційних інвесторів щодо системного формування та використання інвестиційних ресурсів в національній економіці використовується не в повній мірі. В свою чергу, це призводить до недооцінки на рівні держави важливості формування сприятливих умов функціонування інституційних інвесторів.

Слід зазначити, що за обсягами інвестиційних операцій серед інституційних інвесторів (до основних видів яких у світовій та вітчизняній практиці відносять насамперед банки, інвестиційні фонди, пенсійні фонди та страхові компанії) інвестиційні фонди в багатьох розвинених країнах стабільно займають провідні позиції, здебільшого випереджаючи банки та страхові компанії. Діяльність цих інститутів різнобічно досліджували як зарубіжні так і вітчизняні дослідники, зокрема З. Боді, Р. Брейлі, Дж. Гелбрейт, А.Каммел, С. Майерс, Г.Марковіц, Р. Мертон, Дж. Стігліц, Дж. Тобін, Ф. Фабоцці, Дж.Фрідман, Г. Харрісон, У. Шарп, Д.Міловидов, М.Белкін, В.Бутузов, Ю.Кваленко, В.Корнеєв, Д.Леонов, С.Львовичкін, О. Мозговий, С.Хоружий, О.Онуфрієнко, О.Жадан, А.Пересада, В.Рудой, Д.Смахтіна, Н.Торопіна, А.Федоренко, А. Шпанко та інші. Проте, євроінтеграційний вектор розвитку України вимагає не тільки фор-

**Армін Дж. Каммел**  
доктор права,  
Голова з Правових питань та міжнародних зв'язків Австрійської асоціації компаній з управління інвестиційними фондами (VCI), координатор програм Danube University Krems (Австрія)

**Дмитро Леонов**  
к.е.н.,  
Головуючий Ради Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), професор кафедри фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

ФІНАНСОВІ  
ІНСТИТУТИ

мування сприятливих умов інвестиційної діяльності, але й гармонізації системи державного регулювання в цій сфері з європейським законодавством, зокрема в частині регулювання діяльності таких інвестиційних інститутів як інвестиційні фонди<sup>1</sup>. Ця проблематика до цього часу досліджувалася у вітчизняній науковій літературі не досить широко та, здебільшого, не містила розгорнутого компаративного аналізу. Проте, сучасні зміни у правовому регулюванні діяльності інвестиційних фондів, які паралельно відбуваються як в Україні так і в ЄС практично призводять до суттєвої втрати актуальності наявних досліджень в цій сфері.

У 2014 році в Україні набуває чинності новий закон, який регулюватиме діяльність інвестиційних фондів<sup>2</sup>. Це є значним кроком у розгалуженні та урізноманітненні діяльності цих фінансових установ на фінансовому ринку України. З іншого боку, Європейська нормативна база щодо інвестиційних фондів зараз зазнає мабуть найбільш серйозної реструктуризації за всю свою історію у зв'язку із національним впровадженням країнами ЄС Директиви про менеджерів альтернативних інвестиційних фондів (далі - AIFMD) та численних змін та доповнень до Директиви про організацію колективного інвестування у оборотні цінні папери (далі UCITS).

Отже завдання цієї статті, яке полягає у проведенні компаративного аналізу розвитку систем регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні та ЄС, має як наукове, так і практичне значення для подальшого розвитку цих фінансових інститутів на фінансовому ринку України так і подальшого вдосконалення системи регулювання їх діяльності.

Для оцінки розвитку систем регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні та ЄС, насамперед слід здійснити ретроспективний аналіз вітчизняного та європейського законодавства в цій сфері.

**Розвиток законодавчого регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні.** Фінансовий ринок України почав активно розвиватися після розпаду СРСР та набуття країною незалежності у 1991 році. В процесі ринкових перетворень національної економічної моделі не останню роль зіграв прийнятий в тому ж році Закон України «Про цінні папери та фондову біржу»<sup>3</sup>. Цим законом було закладено системне підґрунтя становлення та розвитку національного ринку цінних паперів як невідомої складової її фінансового ринку та фінансової системи в цілому. Проте, перші роки становлення в Україні ринку цінних паперів не визначалися бурхливим розвитком. Більшість економіки перебувала в державній власності, прошарок підприємств приватного сектору, сформований в останні роки перебудови економіки СРСР, здебільшого був обмежений підприємствами малого та середнього бізнесу, для яких випуск цінних паперів не був прийнятним механізмом фінансового менеджменту. Кількість середніх та крупних приватних емітентів цінних паперів обмежувалася десятком підприємств. Держава організаційно ще не була готова до виходу на ринок з борговими інструментами. Проте, у 1992 році було відновлено обіг комерційних цінних паперів (векселів). Це надало поштовх насиченню ринку цінних паперів фінансовими інструментами. Саме на цей час припадає створення перших в Україні інвестиційних фондів та інвестиційних компаній. Однак, з огляду на вузькість національного ринку, протягом 1992-1994 років функціонувало менше десяти таких фінансових інститутів. Спеціального законодавчого регулювання їх діяльності в Україні не було. Переламним моментом в історії індустрії інвестиційних фондів в Україні став 1994 рік. В 1994 році відбулися дві системоутворюючі для ринку цінних паперів події: по-перше, держава запропонувала на ринок облігації

<sup>1</sup> - у вітчизняному законодавстві мають узагальнюючу назву «інститути спільного інвестування», а в законодавстві ЄС «інститути колективного інвестування»

<sup>2</sup> Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012, №5080-VI, набуває чинності 01.01.2014.(далі в посиланнях Закон №5080-VI)

<sup>3</sup> - Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18.06.1991 № 1201-XII.- [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1201-12>

внутрішньої державної позики; по-друге, в Україні розпочалася масова приватизація підприємств державного сектору з використанням механізму їх акціонування та подальшого аукціонного продажу громадянам в обмін на видані їм державою приватизаційні папери (приватизаційні майнові сертифікати). Загальнодержавний характер процесу приватизації та неготовність більшості громадян приймати обґрунтовані інвестиційні рішення спонукали державу до залучення у цей процес фінансових інститутів в якості посередників між державою та громадянами при придбанні акцій колишніх державних підприємств. Одним з видів фінансових установ, які були допущені до обслуговування інвестиційних операцій громадян стали інвестиційні фонди. Це спричинило необхідність правового впорядкування їх діяльності та запровадження системи державного нагляду та контролю за нею. В 1994 році був прийнятий Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії»<sup>4</sup>, яким було затверджено «Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» (далі Положення 1994). Це Положення стало першим актом законодавства України в сфері діяльності інвестиційних фондів. Юридична конструкція цих фінансових інститутів відповідала практиці їх діяльності, яка склалася протягом 1992-1993 років та включала дві моделі. Перша модель інвестиційний фонд (як окрема юридична особа закритої акціонерної товариства), який для залучення коштів інвесторів випускав цінні папери спеціального виду інвестиційні сертифікати. Управління цим інвестиційним фондом здійснювалося інвестиційною компанією (фінансовою установою з ліцензією на торгівлю цінними паперами). Друга модель взаємний фонд (як відокремлений підрозділ інвестиційної компанії), для залучення інвесторів в який інвестиційні сертифікати випускала сама інвестиційна компанія, яка такий фонд створила. Ця ж

інвестиційна компанія здійснювала подальше управління взаємним фондом. Кількість взаємних фондів, які могла створити одна інвестиційна компанія, а також кількість інвестиційних фондів, які вона могла обслуговувати, не обмежувалась. Щодо діяльності інвестиційних та взаємних фондів то Положенням встановлювалися основні організаційні засади цих інститутів, їх взаємовідносини з інвесторами та інвестиційною компанією, обмеження на обсяги залучених інвестиційними фондами приватизаційних цінних паперів у співвідношенні до їх власного капіталу, а також вимоги до диверсифікації інвестицій фонду. Слід зазначити, що вже на той час базові вимоги до диверсифікації вже визначалися Положенням з урахуванням існуючої практики в країнах ЄС (щодо обмеження інвестування в цінні папери одного емітента як з огляду на загальний обсяг випуску цих цінних паперів так і з огляду на частку цієї інвестиції в активах фонду). Державний нагляд за діяльністю цих інститутів здійснювали Міністерство фінансів (яке згодом, у 1996 році, передало цю функцію новоствореній Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку), Фонд державного майна України (в частині здійснення операцій інвестиційного (взаємного) фонду з приватизаційними цінними паперами) та Антимонопольний комітет України (в частині контролю за економічною концентрацією через інвестиції фондів). Діяльність фондів в сфері приватизації виявилася доволі ефективною і їх кількість за період 1994- 1996 років зросла до 191 інвестиційних та 280 взаємних фондів, якими управляли 148 інвестиційних компаній<sup>5</sup>. Обсяг зареєстрованих емісій цінних паперів фондів на кінець 1997 року складав загалом 1,47 млрд.грн.<sup>6</sup>. Проте інвестиційна діяльність цих фінансових інститутів здебільшого обмежувалася інвестуванням на ринку акцій приватизованих державних підприємств. Диверсифікація портфелів фондів за

<sup>4</sup> - Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.1994 № 55/94.- [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/55/94>

<sup>5</sup> - Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 1996 рік.: К., 1996.- с.25,64,65

<sup>6</sup> - Інститути спільного інвестування// Цінні папери України від 4 червня 1998 р, № 6, с.3

іншими видами фінансових інструментів залишалася на низькому рівні. Суттєві вади організаційної моделі інвестиційних фондів та неврегульованість системи бухгалтерського обліку їх операцій призводили до ускладнення систем обліку та фінансової звітності, а також викривлень окремих показників їх діяльності<sup>7</sup>. Станом на кінець 1999 року інвестиційними фондами та взаємними фондами інвестиційних компаній було залучено та вкладено в акції приватизованих підприємств приватизаційні майнові сертифікати понад 19,146 млн. громадян України<sup>8</sup>.

В 1999 році майже одночасно із кризою на світових фінансових ринках в Україні завершилася масова приватизація. Це призвело до колапсу в діяльності інвестиційних фондів, які сформували свої портфелі з акцій приватизованих підприємств, але не мали можливість активно ними керувати через неліквідність українського ринку з якого, внаслідок кризи, пішли іноземні капітали. Інвестиційні фонди, взаємні фонди та інвестиційні компанії почали згортати свою діяльність. За постприватизаційний період (1999 – 2001 роки) кількість інвестиційних фондів суттєво зменшилася та становила на кінець 2001 року 64 інвестиційних та 78 взаємних фондів, загальна вартість чистих активів яких складала загалом 352,43 млн.грн.<sup>9</sup>

Це вимагало модернізації українського законодавства щодо діяльності інвестиційних фондів та його переорієнтації на роботу фондів із грошовими ресурсами замість приватизаційних цінних паперів громадян. Робота над

новим Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», розпочата ще у 1996 році, тривала до його прийняття в 2001 році<sup>10</sup>. Саме цей Закон (зі змінами та доповненнями) сьогодні є правовою основою діяльності інвестиційних фондів в Україні та базовою моделлю для тексту нового Закону України «Про інститути спільного інвестування» (який прийнятий в 2012 році та набуде чинності з 2014 року)<sup>11</sup>.

Насамперед, законом 2001 року було виокремлено новий вид професійної ліцензованої діяльності на ринку цінних паперів діяльність з управління активами (яка провадиться компанією з управління активами як виключний вид діяльності). Законом детально прописані вимоги до компаній з управління активами та обмеження які накладаються на їх діяльність, порядок ліцензування, визначення винагород за надані фондам послуги та відповідальність компаній з управління активами в разі завданих фонду збитків. Таким чином було скасовано поєднання діяльності з управління активами та брокерського обслуговування операцій фонду, яке до цього одночасно здійснювали інвестиційні компанії. З 2001 року брокери, які обслуговують фонди визначаються окремо з кола ліцензованих торговців цінними паперами.

Слід зазначити, що з першого ж акту законодавства, яким було впорядковано діяльність інвестиційних фондів в Україні в 1994 році, під державне регулювання та нагляд потрапили всі різновиди інвестиційних фондів без винятків<sup>12</sup>. Організаційні форми фондів

<sup>7</sup> - зокрема: Д.А.Леонов. Особенности функционирования инвестиционных фондов и компаний в Украине // Инвестиционный бизнес: профессионально - профессионалам. - Часть. II. - К.: Украинская Ассоциация Инвестиционного Бизнеса, 1995. С.59-155

Леонов Д.А. Проблемы бухгалтерского учета ценных бумаг и оценки чистых активов инвестиционных фондов // Финансовая Украина. 1996. - № 31- с.50; № 32- с.50

Леонов Д.А. Особливості бухгалтерського обліку операцій інвестиційних фондів // Бухгалтерський облік і аудит. 1997.- № 9. - С. 19-26.

<sup>8</sup> - Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 1999 рік.: К., 2000.- с.26

<sup>9</sup> - Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2001 рік.: К., 2002.- с.54

<sup>10</sup> - Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 № 2299-III. — [Електронний ресурс].- доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>

<sup>11</sup> - Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012, №5080-VI.- [Електронний ресурс].- доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

<sup>12</sup> - на відміну від законодавства ЄС, яке до 2010 року встановлювало вимоги та забезпечувало регулювання лише однієї групи інвестиційних фондів (UCITS), які здійснюють інвестування в цінні папери що обертаються на біржовому ринку

з прийняттям Закону 2001 року залишилися дещо подібними початковим формам, які існували з 1994 року, але із суттєвими коригуваннями. Сучасні інвестиційні фонди в Україні поділяються за організаційною формою на корпоративні інвестиційні фонди (створені у вигляді акціонерних товариств) та пайові інвестиційні фонди (створені як відокремлена сукупність активів при компанії з управління активами).

При цьому чітко розмежовані види цінних паперів, які випускають фонди корпоративні фонди випускають лише акції, для пайових фондів компанія з управління активами випускає інвестиційні сертифікати (для кожного фонду окремо). Це дозволило чітко визначити однакові права та обов'язки для всіх інвесторів корпоративного або пайового фондів та уникнути недоліків функціонування моделі фондів яка існувала протягом 1994-2001 років<sup>13</sup>.

Окремими розділами закону для корпоративних та пайових інвестиційних фондів були детально описані відповідні для кожної організаційної форми фонду: процедури створення, вимоги до внутрішніх документів, реєстрації, вимоги до цінних паперів фонду, обмеження діяльності фонду, системи управління та компетенції органів управління, припинення діяльності та розподілу активів фонду при його ліквідації.

Спеціальний розділ закону присвячено особливостям емісії та обігу цінних паперів фондів: впорядковано вимоги до проспекту емісії, реєстрації проспекту та внесення змін до нього, розміщення та викуп цінних паперів фонду, обіг цінних паперів фонду тощо.

Слід зазначити, що лише з 2001 року в українському законодавстві з'явилися норми щодо розгорнутої класифікації інвестиційних фондів по типах (в залежності від режиму обігу цінних паперів фонду відкриті, інтервальні, закриті) та видах (в залежності від дотримання вимог диверсифікації активів диверсифіковані та недиверсифіковані). Відкриті фонди зобов'язані на вимогу інвесторів викупувати випущені цими фондами цінні папери, проте ці

цінні папери не можуть обертатися у вільному обігу (не можуть перепродаватися інвесторами нікому окрім самого фонду). Інтервальні фонди зобов'язуються викупувати випущені цими фондами цінні папери у визначені в проспекті емісії строки (інтервали), проте між інтервалами викупу ці цінні папери можуть обертатися у вільному обігу (перепродаватися інвесторами іншим особам). Закриті фонди не беруть на себе зобов'язання викупувати випущені цими фондами цінні папери до моменту припинення діяльності фонду, проте ці цінні папери можуть обертатися у вільному обігу (перепродаватися інвесторами іншим особам). Дивіденди виплачуються лише по цінних паперах закритих інвестиційних фондів.

Фонди закритого типу можуть бути лише строковими (але, при цьому, диверсифікованими або не диверсифікованими). Відкриті та інтервальні фонди можуть бути лише диверсифікованими (але при цьому, строковими чи безстроковими). Окремо, в складі закритих фондів недиверсифікованого типу, які здійснюють виключно приватне розміщення своїх цінних паперів, визначено як групу венчурні фонди (з найменшими законодавчими обмеженнями щодо складу та диверсифікації їх активів).

Також з 2001 року було значно посилено вимоги до складу та диверсифікації активів диверсифікованих фондів.

Було також врегульовано питання обмежень щодо складу та структури активів фондів, питання оцінки активів фонду та визначення вартості цінного паперу фонду. Окремі нормативи інвестування встановлені для кожного виду цінних паперів та інших дозволених фондам для інвестування активів. Диверсифіковані фонди мають жорстко дотримуватися всіх встановлених нормативних обмежень. Звичайні не диверсифіковані фонди можуть недотримуватися всіх обмежень щодо нормативів інвестування, а венчурні фонди мають також встановлені можливості недотримуватись і обмежень щодо складу активів (інвестую-

<sup>13</sup> зокрема: Леонов Д.А. Проблемы бухгалтерского учета ценных бумаг и оценки чистых активов инвестиционных фондов // Финансовая Украина. 1996. - № 31- с.50; № 32- с.50

чи в певні види активів додатково визначених законом).

Суттєвими новелами закону 2001 стали норми якими комплексно впорядковувалася система обслуговування діяльності фонду зовнішніми фінансовими та допоміжними інститутами (зберігачем активів, аудитором, оцінювачем майна). При цьому встановлені компетенції кожної з цих установ та їх відповідальність, а також обмеження щодо афілійованості цих установ між собою. Значна увага в законі також приділена порядку та обсягам розкриття інформації фондами.

Після прийняття закону 2001 року, інвестиційні та взаємні фонди та інвестиційні компанії створені згідно законодавства 1994 року отримали можливість реорганізуватися в фонди за законом 2001 року (відкриті фонди старого типу – протягом 2 років після прийняття нового закону, а закриті, після закінчення строку своєї діяльності) або ліквідуватися. З огляду на низьку ліквідність сформованих під час приватизації портфелів, більша частина фондів реорганізувалася. Проте невелика кількість закритих фондів продовжує діяльність за старим Положенням 1994 року й зараз.

Найбільшої активності діяльність інвестиційних фондів за законом 2001 набула після закінчення перехідного періоду у 2004 та тривала до початку 2009, коли активне зростання фондів було перервано світовою фінансовою кризою. За цей час кількість фондів зросла до 888 фондів (в тому числі 153 корпоративних та 735 пайових). Кількість компаній з управління активами за той самий період зросла до 409 на кінець 2008 року. Сумарні чисті активи інвестиційних фондів на кінець 2008 року склали 63,265 млрд.грн.<sup>14</sup>

Такі показники діяльності фондів визначалися тенденціями розвитку галузей економіки України, ринків окремих фінансових інструментів та кон-

курентністю послуг фондів відносно інших форм здійснення заощаджень громадян. Зокрема, значний обсяг активів венчурних фондів (за різними оцінками до 70% активів цієї групи фондів) фактично обслуговував обіг корпоративних облігацій, випущених будівельними компаніями для фінансування житлового будівництва. Ця галузь переживала протягом 2006-2008 років швидкий підйом. З іншого боку, публічні фонди, орієнтовані на залучення заощаджень громадян (переважно відкриті та інтервальні) хоча й зростали відносно швидко, проте не могли за 4 роки свого розвитку скласти суттєву конкуренцію банківському сектору, який ніколи не припиняв свого існування на території України. Зрозуміло, що світова фінансова криза, яка почалася з іпотечного ринку дала сигнал до запровадження більш гнучкого регулювання інвестиційної діяльності фондів з метою провадження антикризових інвестиційних стратегій.

Тому найбільш суттєвих змін Закон 2001 року зазнав наприкінці 2008 року. Цьому передувала не тільки систематизація практики функціонування фондів за попередні роки<sup>15</sup> та нестабільність ринку корпоративних цінних паперів, але й ґрунтовне вивчення досвіду ЄС у розвитку регулювання діяльності інвестиційних фондів.<sup>16</sup>

З метою надання учасникам ринку можливості використання більш широкого переліку ліквідних інструментів фондового ринку було удосконалено норми диверсифікації активів фондів та структури їх активів, зокрема: підвищено норми інвестування у банківські продукти; в державні цінні папери, цінні папери органів місцевого самоврядування; виключено обмеження щодо інвестування активів фонду в акції та облігації українських емітентів, при цьому збережено обмеження щодо інвестування активів фонду в цінні папери одного емітента; для венчурних

<sup>14</sup> - Дивись [http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71\\_4.pdf](http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf)

<sup>15</sup> Леонов Д.А., Торопіна Н.Є. Бухгалтерський облік діяльності інститутів спільного інвестування. - К.: УІРФР, 2006. 30 с.

Леонов Д.А., Лібанов М.О., Зверяков М.І. та ін.. Діяльність з управління активами інституційних інвесторів (запитання та відповіді) Одеса: «Фаворіт», 2008. - 332 с.

<sup>16</sup> - зокрема: Леонов Д.А., Львовичкін С.В., Хоружий С.Г.; за заг. наук. ред. Федосова В.М. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції. К.: УІРФР, 2008. 848 с.

фондів дозволено формувати активі повністю об'єктами нерухомості, тощо. Також була дозволена участь у венчурних фондах фізичних осіб-крупних інвесторів (з інвестицією в фонд не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат) та запроваджено погодження рекламних матеріалів інвестиційних фондів в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Проте, зміни, які в 2008 році відбулися в Законі 2001 вже не змогли суттєво вплинути на стабілізацію діяльності інвестиційних фондів, оскільки набули чинності надто пізно в 2009 році.

Протягом 2009-2011 років інвестиційні фонди намагалися стабілізувати свою діяльність в умовах посткризового спаду національного фондового ринку. При падінні на початку кризи українських біржових індексів понад 75%, падіння вартості активів фондів вдалося в середньому зупинити на рівні 35%<sup>17</sup>. Це довело інвесторам ефективність існуючої моделі фондів як інститутів спільного інвестування. Загальна кількість інвестиційних фондів на початок 2012 року становила 1090 фондів, в яких було зосереджено активів на загальну суму 132,12 млрд.грн.<sup>18</sup> Проте недостатність вільних коштів у внутрішніх інвесторів (як фізичних так і юридичних осіб), а також відтік іноземного капіталу з українського фондового ринку створило несприятливі умови для подальшої діяльності інвестиційних фондів. Крім того, значний обсяг грошових активів, які фондам вдалося врятувати від втрати на зруйнованому ринку цінних паперів були заморожені в банківській системі та згодом частково втрачені внаслідок банкрутства банків. Ще одним фактором стала низка дефолтів по корпоративних облігаціях, спричинених як кризою так і спробами емітентів скористатися загальними економічними умовами для приховування коштів від кредиторів. За цих умов активи фондів не тільки знецінювались але й втрачались або втрачали

ліквідність. Розвиток інвестиційних стратегій навіть новостворених фондів стримувався також застарілими жорсткими та негнучкими вимогами до диверсифікації активів, які вже не відповідали посткризовій структурі національного ринку цінних паперів. При цьому, в умовах нестабільності ринку поширилися спекулятивні операції досвідчених інвесторів з цінними паперами фондів. Оскільки розрахунок вартості цінного паперу фонду визначався за результатами оцінки активів фонду на основі біржових торгів за попередній день, деякі інвестори мали можливість «грати» проти інвестиційних фондів, наражаючи на збитки інших учасників цих фондів. Додатковим навантаженням на діяльність корпоративних інвестиційних фондів, які створені в формі акціонерних товариств стало набуття чинності прийнятим в 2008 році Законом України «Про акціонерні товариства». Прогресивне з точки зору вдосконалення національної системи корпоративного управління нове законодавство про акціонерні товариства викликало появу значної кількості правових колізій із Законом 2001, який впорядковував діяльність інвестиційних фондів. Багато складних та довготривалих процедур, запроваджених законодавством про акціонерні товариства у відносини між акціонерним товариством та акціонерами не відповідали сутності діяльності корпоративних інвестиційних фондів та вимогам мобільності інвестиційної діяльності та обігу акцій цих фондів. Загалом ці фактори спричинили нагальну необхідність модернізації національного законодавства про інвестиційні фонди, завершену з прийняттям у 2012 році нового Закону України «Про інститути спільного інвестування»<sup>19</sup>.

#### ***Розвиток законодавства ЄС в сфері спільного інвестування (1985-2012).***

Європейська нормативно-правова база спільного інвестування має тривалі та успішні традиції, розвиток яких триває з моменту створення нормативно-

<sup>17</sup> - за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу. Див. [www.uaib.com.ua](http://www.uaib.com.ua)

<sup>18</sup> - Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання. Звіт Державної комісії з цінних паперів за 2011 рік // Ринок цінних паперів України, №11. 2012, с. 45-47

<sup>19</sup> - Закон України «Про інститути спільного інвестування».- [Електронний ресурс].- доступний за: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

правової бази для існування фондів UCITS (далі - UCITS)<sup>20</sup> у 1985 році<sup>21</sup>.

Слід зазначити, що на теренах країн ЄС такі фінансові інститути як UCITS розвивалися доволі швидко. Зокрема за період з 1992 по 2011 роки загальна кількість UCITS в ЄС зросла з 9,2 тисяч до 36,1 тисяч фондів, а сукупна вартість їх чистих активів з 0,817 млрд. євро до 5,64 млрд.євро<sup>22</sup>.

До цієї бази вже вносилися значні зміни та доповнення з метою врахування у регулюванні постійних інновацій щодо інвестиційних продуктів в цій галузі. Перше покращення цієї нормативної бази, відоме як редакція UCITS III<sup>23</sup>, відбулося у 2001 та набуло чинності на початку 2002 року<sup>24</sup>. UCITS III запровадила нові характеристики продуктів для UCITS, а також визначила обов'язки управляючої компанії та ввела Спрощений проспект.<sup>25</sup> За таких умов, визначення «Європейського паспорту» для UCITS сприяло успіху нормативно-правової бази за межами Європи.<sup>26</sup>

Хоча UCITS III і зробила внесок у розширення бази UCITS, індустрія вирішила, що ця нормативна база не дозволяє реалізувати потенціал щодо їх ефективності. Емпірично це підтвердив «Звіт Хайнемана»<sup>27</sup>, який показав, що Європейська індустрія фондів не могла повністю скористатися економією масштабів, зокрема у порівнянні з рин-

ком США. Відповідно, отримані висновки були повідомлені Європейській комісії, яка розпочала процедуру типових консультацій для розробки повного пакету присвячених ефективності норм під назвою UCITS IV, який вийшов навесні 2009 року.

З практичної точки зору, UCITS IV має шість складових, а саме: покращена процедура повідомлення, яка прискорить повідомлення UCITS і зробить його дешевше в інших країнах-членах, можливість транскордонного злиття фондів, запровадження так званих залежних структур (master-feeder structures), новий паспорт управляючої компанії, введення Ключової інформації для інвестора (КІІ) замість Спрощеного проспекту (який виявився не ефективним), а також посиленої співпраці в сфері нагляду.<sup>28</sup>

Хоча редакція UCITS IV повинна була увійти в дію влітку 2011 року, Європейська комісія розпочала паралельні слухання з питання нової редакції UCITS V, яка вражаюче відрізнялася від редакції UCITS IV, оскільки являла собою реакцією регулятора на фінансову кризу та, зокрема, банкрутство «Леман Бразерз» та «скандал Медоффа». З липня 2012 року Європейська комісія опублікувала законодавчу пропозицію<sup>29</sup>, три основні аспекти якої включали майбутню роль та відповідальність депозитарію, введен-

<sup>20</sup> Дивись детальну інформацію на Веб-сайті Європейської Комісії [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits-directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits-directive/index_en.htm).

<sup>21</sup> - Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), *OJ L 375, 31.12.1985, p. 318*

<sup>22</sup> Докладнішу інформацію можна отримати на [www.efama.org](http://www.efama.org)

<sup>23</sup> Слід зазначити, що редакція UCITS II не була введена в дію з політичних причин.

<sup>24</sup> - Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, *OJ L 41, 13.2.2002, p. 2034*

Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, *OJ L 41, 13.2.2002, p. 3542*

<sup>25</sup> Детальну інформацію про UCITS III можна отримати зокрема в *Forstinger*, ЦВА 2002, 987ff.

<sup>26</sup> Гарним прикладом тут є Гонконг.

<sup>27</sup> Дивись [www.investmentuk.org/news/research/2004/topic/european/Heinemannpaper.pdf](http://www.investmentuk.org/news/research/2004/topic/european/Heinemannpaper.pdf).

<sup>28</sup> Більше інформації про UCITS IV можна, зокрема, побачити в *Kammel*, ЦВА 2009, 567ff або *Kammel/Schredl*, ЦВА 2011, 556ff. Детально законодавчу базу можна подивитися на [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits-directive/index\\_en.htm#maincontentSec2](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits-directive/index_en.htm#maincontentSec2).

<sup>29</sup> Див. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/ucits-directive/20120703-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucits-directive/20120703-proposal_en.pdf).



ня спеціальної політики щодо винагороди управляючим компаніям та більш гармонізований підхід до механізмів застосування санкцій. Зараз триває обговорення редакції UCITS V, а її національне транспонування очікується протягом двох найближчих років.

Крім того, 26 липня 2012 року Європейська комісія розпочала інше громадське обговорення, присвячене можливій редакції UCITS VI<sup>30</sup> з численних питань, що виникають у сфері діяльності інвестиційних фондів. Хоча обговорення зосереджувалося на фондах грошового ринку та їхньому майбутньому регулюванні, а також практиках договорів кредитування цінними паперами та договорів РЕПО, також воно торкнулося питань роботи UCITS з позабіржовими деривативами. Крім того, були включені до обговорень питання застосування керуючими UCITS широко розповсюджених технік ефективного управління портфелем (EPM), що включають угоди кредитування та викупу, а також управління заставами, оскільки вони вважаються суттєвим інструментом генерування додаткових доходів для фонду та його інвесторів. Також, обговорення UCITS VI торкнулися майбутнього проблемного питання так званих довгострокових інвестицій, які в ЄС на даний час не гармонізовані. Незважаючи на те, що в першу чергу ця ініціатива торкається інвестицій в інфраструктурні продукти, вона також може підсилити дебати з питання Європейського пенсійного продукту, яке в минулому вже підіймалося Європейською індустрією інвестиційних фондів (так званий Європейський персональний пенсійний рахунок (EPPA)<sup>31</sup>. Зараз Європейська комісія працює над отриманою інформацією, та очікується, що за декілька місяців буде опублікована відповідна заява та наступні політичні ініціативи.

*Європейська нормативно-правова база альтернативних інвестиційних*

*фондів.* Хоча нормативно-правова база UCITS і є добре відпрацьованою, численні різновиди інвестиційних фондів поки ще залишаються не врегульованими на рівні законодавства ЄС. Це може пояснюватися тим фактом, що UCITS в основному працюють як відкриті роздрібні інвестиційні фонди, та що в минулому спроби гармонізувати інші види фондів на Європейському рівні не були успішними.

Слід зазначити, що інвестиційні фонди, які не відносяться до категорії UCITS (які до 2009 року у статистиці зазначалися як «non-UCITS») та, здебільшого, обслуговували інвесторів-юридичних осіб в країнах ЄС за своєю кількістю розвивалися в півтора рази повільніше ніж UCITS. Так за період з 1992 по 2011 рік кількість фондів non-UCITS збільшилася з 6,7 тисяч до 17,4 тисяч. Проте за темпами залучення активів фонди non-UCITS випереджали фонди UCITS майже вдвічі (за період з 1992 по 2011 рік загальна вартість чистих активів фондів non-UCITS зросла з 0,187 млрд.євро до 2,32 млрд євро)<sup>32</sup>.

Однак, ситуація докорінно змінилася через фінансову кризу, оскільки в квітні 2009 року Європейська комісія опублікувала проект Положення про альтернативні інвестиційні фонди (AIF)<sup>33</sup> як безпосередню відповідь на політичні домовленості Саміту G-20 в Лондоні, що відбувся менш ніж за місяць до того.

Через поспішну публікацію, проект положення містив багато недоліків та був цілком та повністю підданий жорсткій критиці. Більш того, півтора роки та 1600 поправок знадобилося для того, щоб зробити цей проект положення став хоча б придатним для роботи. Лише у жовтні 2010 року був досягнутий компроміс щодо затвердження повного введення в дію Директиви про менеджерів альтернативних інвестиційних фондів (далі - AIFMD)<sup>34</sup> у 2018

<sup>30</sup> Детально див. на [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2012/ucits\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/ucits_en.htm)

<sup>31</sup> Більш детальну інформацію про EPPA можна отримати на [www.efama.org/Publications/Public/Long-Term\\_Savings\\_and\\_Pension\\_Steering\\_Committee/eppareport.pdf](http://www.efama.org/Publications/Public/Long-Term_Savings_and_Pension_Steering_Committee/eppareport.pdf).

<sup>32</sup> Докладнішу інформацію можна отримати на [www.efama.org](http://www.efama.org)

<sup>33</sup> Дивись: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf).

<sup>34</sup> - Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010

році після декількох процедур перегляду, хоча від країн-членів і вимагається формальне впровадження цієї нормативної бази в національному законодавстві до липня 2013 року.<sup>35</sup>

Як зазначено у компромісній угоді, нормативна база AIFMD містить багато складнощів, починаючи вже зі сфери дії. На перший погляд зрозуміло лише те, що до сфери її дії не входять UCITS, що означає, що AIFMD застосовується до всіх видів фондів, крім UCITS, що становить головну розбіжність між двома базами. Крім того, та на відміну від нормативно-правової бази UCITS, AIFMD є директивою, що стосується продуктів, а не керуючих, оскільки база регулює менеджера AIF, а не сам AIF. Однак, це не зовсім чітко зрозуміло, оскільки як на Рівні 1, так і на Рівні 2, вона містить певні риси продуктів, внаслідок чого базу AIFMD краще за все слід охарактеризувати як гібридну конструкцію<sup>36</sup>, що робить її розуміння ще більш проблематичним.

Це підкреслює і той факт, що AIFMD не розрізняє випадки внутрішнього управління AIF та залучення зовнішніх управляючих, оскільки ключовим аспектом з точки зору регулювання є діяльність з управління інвестиційним портфелем. Це означає, що взагалі всі підприємства, які здійснюють управління інвестиційними портфелями на регулярній основі, повинні розглядатися як керуючий альтернативним фондом (AIFM). В зв'язку з цим немає різниці, чи є AIF відкритим або закритим, яку він має організаційно-правову форму, та чи є AIFM в лістингу фондової біржі. Також, нормативна база передбачає лише деякі відносні обмеження стосовно інвестиційного капіталу та кількості інвесторів, що відображає політичні наміри щодо застосування AIFMD до якомога більшої кількості структур фондів.

Структуруючи сферу дії AIFMD в цілому, можна знайти три основні напрямки застосування:

- Усі європейські AIFM, які здійснюють управління одним або більше європейських або неєвропейських AIF.

- Усі неєвропейські AIFM, які здійснюють управління європейським AIF, незалежно від того, чи здійснюється їх дистрибуція їх інвестиційних продуктів в ЄС.

- Усі неєвропейські AIFM, які здійснюють дистрибуцію інвестиційних продуктів європейських або неєвропейських AIF в ЄС.

Ці три основні напрямки застосування дозволяють побачити, що нормативна база AIFMD, як і численні нормативні документи США, застосовує принцип екстратериторіальності. Це пояснює, чому нормативна база AIFMD отримала багато уваги поза межами ЄС вже на стадії обговорень. Однак, таке екстратериторіальне застосування AIFMD зараз є предметом глибокого вивчення до повного впровадження у дію цієї Директиви у 2018 році.

AIFMD майже нічого не зазначає стосовно випадків незастосування цієї Директиви та обмежує їх, головним чином, холдинговими компаніями, установами, що підпадають під регулювання Директиви IORP, наднаціональними установами, центральними банками, а також національними та регіональними установами, що здійснюють управління фондами соціального страхування або пенсійної системи. Крім того, AIFMD дає можливість не застосовувати норми Директиви до AIF, чиї активи в управлінні є нижче певних нормативів.<sup>37</sup> Однак, такі «малі» AIF можуть добровільно обирати нормативно-правову базу AIFMD.

Не вдаючись у подробиці AIFMD, слід взяти до уваги, що на відміну від нормативно-правової бази UCITS, AIFMD в першу чергу регулює самі інвестиційні фонди. Враховуючи той факт, що в багатьох країнах-членах ЄС інвестиційні продукти AIF розповсюджуються також серед роздрібних інвесторів, AIFMD містить так зване «роздрібне положення»<sup>38</sup>, яке надає країнам-членам можливість розповсюджувати AIFM серед роздрібних інвесторів. Країни-члени можуть встановлювати жорсткіші регулятивні вимоги з цього

<sup>35</sup> Більш детальна інформація про ці формальні аспекти надається в *Kammel*, ЦВА 2011, 18ff.<sup>36</sup> Дивись *Kammel*, ЦВА 2011, 20 ff.

<sup>37</sup> Дивись Art.3, par. 2 AIFMD (L1).

<sup>38</sup> Дивись Art. 41, par. 1 AIFMD (L1).

питання порівняно з вимогами до дистрибуції інвестиційних продуктів AIF серед професійних клієнтів.

*Аналіз подальшого розвитку законодавства щодо регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні в контексті гармонізації із законодавством ЄС.*

Діяльність української галузі управління активами та ринку спільного інвестування незабаром регулюватиме новий системний закон «Про інститути спільного інвестування», прийнятий всередині 2012 року (далі - закон 2012)<sup>39</sup>, який замінить чинний закон «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», який з урахуванням практики функціонування фондів та вимог посткризового розвитку потребував модернізації. Враховуючи значний обсяг додаткових норм, які були запропоновані до тексту закону 2001 було прийнято рішення прийняти закон в цілому в новій редакції 2012 року.

Під час розробки нового закону протягом 2010-2012 років враховувався більш як десятилітній досвід діяльності в Україні інвестиційних фондів за законом 2001 року, а також зміни у регуляторній базі країн ЄС<sup>40</sup>. У повному обсязі Закон 2012 почне діяти з 1 січня 2014 року. До цього часу має бути підготовлена відповідна нормативно-правова база Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

З набранням чинності нового закону очікується, що інвестори, як фізичні, так і юридичні особи, отримають більш широкі можливості для ефективного інвестування своїх коштів, а інвестиційні фонди зможуть суттєво урізноманітнити як лінійку своїх продуктів для інвесторів, так і структурувати та розширити коло цих інвесторів. Закон 2012 змінить також порядок придбання і викупу цінних паперів фондів що унеможливить спекулятивні операції досвідчених інвесторів, які наражали на збитки інших учасників фонду. Загалом, більш гнучкі умови здійснення інвестиційної діяльності сприятимуть

зниженню ризиків та стабілізації ринку послуг зі спільного інвестування, що дасть змогу збільшити обсяги надходжень інвестиційних ресурсів в економіку України.

Серед основних новацій розширення видів інститутів спільного інвестування. Крім поділу на диверсифіковані чи недиверсифіковані, фонди можуть бути також спеціалізованими або кваліфікаційними.

До спеціалізованих належатимуть фонди грошового ринку, державних цінних паперів, облігацій, акцій, індексні фонди та фонди банківських металів. Склад та структуру активів спеціалізованих фондів визначено прямими нормами законодавства. При виборі фонду інвестор заздалегідь знатиме, в які активи будуть вкладені кошти та зможе оцінити рівень ризику та доходності такої інвестиції.

Кваліфікаційними вважатимуться фонди, які інвестують активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не мають жодних вимог до структури активів. До кваліфікаційних класів активів належатимуть: об'єднаний клас цінних паперів, клас нерухомості, клас рентних активів, клас кредитних активів, клас біржових товарних активів, а також інші класи активів, приналежність яких до кваліфікаційних визначатиме Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Ще одним різновидом фондів мають стати біржові фонди, цінні папери яких підлягають обов'язковому обігу на визначеній проспектом емісії цінних паперів фонду фондовій біржі із залученням андерайтера. Оплата цінних паперів такого виду фондів може здійснюватися, крім грошових коштів, також іншими активами, визначеними в інвестиційній декларації. Оплата цінних паперів всіх інших фондів при їхньому придбанні здійснюватиметься виключно за гроші.

Запровадження таких видів фондів відповідає сучасному розвитку сфери спільного інвестування та надає учас-

<sup>39</sup> - Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012, №5080-VI.- [Електронний ресурс].- доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

<sup>40</sup> - зокрема: *Леонов Д.А.* Гармонізація регулювання діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні із законодавством ЄС: проблеми імплементації вимог MiFID // Ринок цінних паперів України. 2010.- № 9-10.- С.53-68.

никам ринку можливість використання більш широкого переліку інструментів для інвестицій.

Змінилася і процедура розрахунків з учасниками фондів при ліквідації фонду. Якщо діючий закон 2001 року передбачає можливість розрахунку іншими, ніж грошові кошти, активами фонду виключно з учасниками венчурних фондів, то новий закон надає таку можливість всім фондам, які здійснювали приватне розміщення своїх цінних паперів за умови, що така норма є у регламенті фонду та всі учасники фонду надали свою згоду на такий розрахунок.

У законі 2012 передбачена чітка послідовність дій при створенні корпоративних та пайових інвестиційних фондів та при проведенні процедури розрахунків з інвесторами під час ліквідації.

Важливою для розвитку корпоративних інвестиційних фондів, які створюються у формі акціонерних товариств, але суттєво відрізняється від них, є виведення їх з-під юрисдикції закону «Про акціонерні товариства» (прийнятого в 2008 році). Їхня діяльність, в тому числі й корпоративне управління, буде регулюватися виключно законом про інститути спільного інвестування (закон 2012).

Встановлює закон і вимоги щодо іменної форми випуску цінних паперів інститутів спільного інвестування та існування таких цінних паперів виключно в бездокументарній формі.

Закон 2012 змінить також порядок придбання і викупу цінних паперів що унеможливить спекулятивні операції досвідчених інвесторів, які наражали на збитки інших учасників фонду. Зараз ціна цінного паперу фонду визначається на день подачі інвестором заявки на купівлю/продаж, при цьому розрахунок вартості базується на результатах біржових торгів за попередній день. Оскільки розрахунок вартості базується на результатах біржових торгів за попередній день, деякі інвестори мали можливість «грати» проти інвестиційних фондів, наражаючи на збитки інших учасників цих фондів. Для запобігання цьому, з 2014 року буде запроваджено новий порядок обрахунку ціни цінного паперу фонду. Новий за-

кон встановлює, що ціна цінного паперу фонду, визначатиметься на день проведення фактичного розрахунку за відповідною операцією при купівлі, а при викупі - на день зарахування викуплених у інвестора цінних паперів на рахунок фонду у зберігача. У заявці на придбання цінних паперів фонду буде визначатися тільки сума коштів, яку інвестор хоче сплатити. Кількість паперів, які отримає інвестор буде визначатися у залежності від розрахункової вартості одного інвестиційного сертифікату чи акції - на день зарахування коштів на рахунок фонду. У заявці на викуп інвестор визначатиме кількість цінних паперів, а сума, яку він отримає, залежатиме від вартості цих цінних паперів на день отримання викуплених цінних паперів фондом. У новому законі 2012 також скасовано можливість придбавати цінні папери фондів у розстрочку.

Серед інших новацій - удосконалення системи розкриття інформації про діяльність інститутів спільного інвестування, зокрема, оприлюднення інформації про компанію з управління активами та її фонди на власному веб-сайті компанії. Офіційну інформацію про зареєстровані інвестиційні фонди можна буде отримати на Інтернет-сторінці національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, де буде оприлюднюватися Реєстр інвестиційних фондів. Це сприятиме підвищенню надійності функціонування суб'єктів спільного інвестування, ефективності інвестиційної діяльності фондів, захищеності коштів, вкладених у цінні папери фондів.

**Відповідність Закону України «Про інститути спільного інвестування» (Закон 2012) вимогам законодавства ЄС.** Розглядаючи відповідність нового Закону України «Про інститути спільного інвестування» стандартам європейського законодавства, слід підкреслити, що, оскільки Україна не є членом ЄС, вона не зобов'язана впроваджувати європейську нормативно-правову базу. Однак, з точки зору євроінтеграційних процесів, можна побачити зростаючу зацікавленість у відповідності законодавства, що регулює діяльність інвестиційних фондів в Україні, європейським стандартам.

Також, Закон 2012 про інститути спільного інвестування (ІСІ), що набуває чинності, відображає новий законодавчий підхід до регулювання фондів в Україні. Порівнюючи нові правила з діючим законом, можна побачити поступову еволюцію у напрямку регулювання фондів у європейському стилі.

Щодо суттєвих аспектів нового законодавства, слід наголосити на декількох ключових аспектах, які стосуються: класифікації фондів, мінімальних обсягів інвестування, корпоративних ІСІ, визначення вартості чистих активів, конвертації цінних паперів ІСІ, зберігання активів ІСІ та прозорості їх діяльності. Ці аспекти є важливими індикаторами для визначення відповідності європейським стандартам та будуть розглянуті саме в такому контексті.

*Класифікація фондів.* Стосовно класифікації фондів, новий закон додає три нових категорії до вже існуючих. Іншими словами, до категорій відкритих/ інтервальних/ закритих фондів<sup>41</sup>, диверсифікованих/ не диверсифікованих, строкових/ безстрокових, а також пайових/ корпоративних фондів додаватимуться так звані *спеціалізовані ІСІ*<sup>42</sup> (серед яких фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облігацій, фонди акцій, індексні фонди, фонди банківських металів), *кваліфікаційні ІСІ*<sup>43</sup> (до їх численних класів активів належать нерухомість, цінні папери та біржові товарні активи) та біржові фонди<sup>44</sup>.

В європейських нормативно-правових базах відсутня схема законодавчої класифікації, хоча різні визначення та категорії фондів існують як в нормативній базі UCITS, так і в нормативній базі AIFMD. Це пояснює чому Європейська асоціація фондів та управляю-

чих активами (EFAMA) розробила власну класифікацію - Класифікацію європейських фондів (КЄФ)<sup>45</sup>, яка запроваджується у деяких країнах-членах.

*Мінімальні обсяги інвестування.* Новацією є встановлення мінімального обсягу інвестування для роздрібних інвесторів. З цього питання Закон 2012 передбачає різні вимоги для венчурних та кваліфікаційних ІСІ. Венчурні ІСІ встановлюють мінімальний обсяг у розмірі 1500 мінімальних заробітних плат, що є еквівалентом приблизно 165.000 євро, в той час як мінімальних обсяг для кваліфікаційних ІСІ становить лише 100 мінімальних заробітних плат, що є еквівалентом приблизно 11.000 євро.

Український підхід щодо встановлення мінімального обсягу інвестування для роздрібних інвесторів є унікальним, та нормативно-правові бази ані UCITS, ані AIFMD не містять подібних положень. Регулятивний підхід насправді є повністю протилежним і полягає у встановленні до роздрібно інвестора мінімального обсягу інвестування для того, щоб вважатися професійним інвестором.<sup>46</sup>

*Корпоративні ІСІ.* Новий закон також вводить принципи корпоративного управління, та, таким чином, вводить ІСІ зі сфери дії Закону про акціонерні товариства<sup>47</sup>. Таким чином, в новому законі передбачені процедури створення та ліквідації ІСІ, а також встановлюються вимоги до змісту статуту ІСІ, а також його органів управління. Зокрема, дуже детально прописані положення щодо загальних зборів, зокрема, повноваження, процедури та процес ухвалення рішень. Це відповідає загальному спрямуванню розвитку європейського законодавства в цій сфері. Слід зазначити, що корпоратив-

<sup>41</sup> Дивись Ст. 7, пункт 1 Закону № 5080-VI.

<sup>42</sup> Дивись Ст. 7, пункт 5 Закону № 5080-VI..

<sup>43</sup> Дивись Ст. 7, пункт 6 Закону № 5080-VI.

<sup>44</sup> Дивись Ст. 7, пункт 9 Закону № 5080-VI. Слід зазначити, що український біржовий фонд повинен бути спеціалізованим ІСІ з обов'язковим лістингом на фондовій біржі, при чому розміщення має відбуватися через договір андеррайтингу. Більш того, викуп активів такого фонду повинен бути прописаний у проспекті фонду.

<sup>45</sup> Дивись [www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=9&RootFolder=%2A](http://www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=9&RootFolder=%2A).

<sup>46</sup> Дивись Art 4 par 1 No 11 MiFID (L1) or Art. 163 par 1 InvFG 2011 in Austria, а також, зокрема: *Леонов Д.А.* Гармонізація регулювання діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні із законодавством ЄС: проблеми імплементації вимог MiFID // Ринок цінних паперів України. 2010.- № 9-10.- С.53-68.

<sup>47</sup> Дивись Ст.3 Закону №5080-VI

не управління стало невід'ємною складовою європейської нормативно-правової бази діяльності інвестиційних фондів. Як UCITS, так і AIFMD містять багато положень з цих питань. Організаційні аспекти щодо діяльності інвестиційних фондів та управляючої компанії стали дуже складними із впровадженням UCITS IV в національне законодавство.

*Визначення вартості чистих активів ICI.* Також, слід відзначити, що новий закон містить структуровані вимоги щодо визначення та подальшого застосування показника вартості чистих активів ICI<sup>48</sup>. Визначення вартості чистих активів детально регламентується в ЄС, зокрема, в нормативно-правовій базі UCITS, оскільки це вважається одним з найважливіших питань прозорості та захисту прав споживачів. Нормативно-правова база AIFMD також це відображає. Позитивно можна оцінити також нове положення стосовно того, що у випадку розміщення цінних паперів ICI застосовується дата зарахування коштів на банківський рахунок ICI, в той час як у випадку викупу цінних паперів ICI застосовується дата перерахування цінних паперів ICI на рахунок викуплених цінних паперів ICI. Це є значною зміною, оскільки діючий закон (Закон 2001) використовує дату, що передуює даті заявки на придбання або викуп.

*Конвертація цінних паперів ICI.* Суттєвою новелою є запроваджуваний Законом 2012 механізм конвертації цінних паперів ICI.<sup>49</sup> Таким чином, власник паю або акціонер ICI може скористатися новими положеннями про конвертацію за умови, що цінні папери конвертуються у цінні папери іншого ICI, управління яким здійснюється тією ж самою управляючою компанією. Це означає, що у випадку відкритих або інтервальних фондів конвертація можлива за умови дотримання відповідних вимог фонду щодо викупу. Навпаки, конвертація цінних паперів у випадку зак-

ритого фонду можлива тільки протягом здійснення обов'язкового викупу фондом. Однак, у будь-якому випадку, така конвертація цінних паперів дозволяється у випадку ліквідації фонду. Крім того, слід зазначити, що конвертація цінних паперів венчурного ICI в цінні папери будь-якої іншої категорії фондів і навпаки не дозволяється.

Конвертація цінних паперів не прописана настільки детально в законодавстві ЄС (ані в нормативно-правовій базі UCITS, ані AIFMD). Деякі положення законодавства про UCITS частково підтримують концепцію конвертації<sup>50</sup>, але з причин захисту інвесторів такі можливості є дуже обмеженими.

*Зберігання активів ICI.* Так само як і інші країни, Україна внесла зміни до правил, що регламентують зберігання активів ICI. В цілому, ці зміни та доповнення можна узагальнити як нові та жорсткіші правила для ICI, які працюють з роздрібним інвестором (публічних ICI) та надання більшої гнучкості для ICI, які працюють з крупними інвесторами<sup>51</sup>.

Це означає, що якщо ICI здійснює публічне розміщення, обов'язкові вимоги передбачають зберігання активів ICI в зберігача, в якого повинна бути спеціальна ліцензія на зберігання активів. На додаток до цього, в зберігача повинен бути «інвестиційний рейтинг», який визначає уповноважене національне рейтингове агентство або визнане міжнародне агентство. У випадку приватного розміщення ICI участь зберігача не вимагається. Це означає, що будь-яке зберігання активів такого ICI в зберігача носить добровільний характер. Однак, якщо до послуг зберігача все ж таки вдаються, це повинна бути особа, ліцензована НКЦПФР.

Зберігання активів є одним з найважливіших питань, які обговорюються на рівні Європи в контексті як майбутнього UCITS V, так і нормативно-правової бази AIFMD. Банкрутство

<sup>48</sup> Дивись Ст.49 Закону №5080-VI.

<sup>49</sup> Дивись Ст. 60 Закону № 5080-VI.

<sup>50</sup> Дивись Art.43 UCITS-D

<sup>51</sup> Дивись Ст.68 Закону №5080-VI.

«Леман Бразерз» та «скандал Медофа» призвели до такої уваги регуляторів та очікується, що детальні правила, зокрема нормативно-правової бази UCITS, в майбутньому регламентуватимуть зберігання активів.<sup>52</sup>

*Прозорість.* Іншою новою рисою законодавства про ІСІ, яке відповідає контексту розвитку законодавства ЄС є підвищення вимог до прозорості. Уся інформація про ІСІ, включаючи регулярну звітність, згідно Закону 2012 повинна розкриватися на вебсайтах НКЦПФР<sup>53</sup> та КУА<sup>54</sup>. Також, у випадках публічного розміщення ІСІ застосовуються підвищені вимоги до прозорості. У випадку приватного розміщення, інформація повинна надаватися безпосередньо інвестору.

Нормативно-правові бази ЄС стосовно UCITS та AIFMD також містять дуже детальні вимоги щодо прозорості для того, щоб забезпечити відповідне, точне, належне, послідовне та вчасне інформування інвесторів, таким чином, щоб вони могли приймати інформовані інвестиційні рішення.

*Додаткові заходи в сфері законодавства.* На додаток до нового закону про ІСІ в українське законодавство були внесені зміни та доповнення до діючих, або прийняті нові закони та нормативні акти, що регулюють діяльність ІСІ в країні, або впливають на цю діяльність. Законодавчі акти з питань пруденційного нагляду та управління ризиками (які набувають чинності 1 січня 2013 року)<sup>55</sup>, новий Закон про депозитарну систему України<sup>56</sup> (який набуде чинності в жовтні 2013 року), а також нормативні акти, присвячені угодам з іноземними цінними паперами в Україні<sup>57</sup> підтверджують, що Україна зробила значний крок уперед в галузі фінансового регулювання, та що більшість проблем, які вирішуються

в сфері ринку цінних паперів України, є співставними з тими, що врегульовуються в ЄС.

## ВИСНОВКИ

Вочевидь, прийняття нового Закону про інвестиційні фонди сприятиме активізації як діяльності цих фінансових інститутів на внутрішньому ринку України так і створенню зрозумілих і технологічних механізмів обслуговування інвестиційної діяльності в Україні для інвесторів з країн ЄС.

Комплексність прийнятого закону дозволяє інвесторам отримати максимум необхідної інформації щодо діяльності фондів та умов участі в усіх різновидах фондів, які здійснюють діяльність в Україні, з одного акту законодавства.

Розгалужена класифікація фондів дозволяє запропонувати інвестиційні послуги найширшому колу внутрішніх та іноземних інвесторів (як фізичних так і юридичних осіб) з урахуванням інвестиційних уподобань різних груп інвесторів (як портфельних інвесторів так і стратегічних інвесторів при проектному інвестуванні).

Вимоги до складу та диверсифікації активів фондів дозволяють чітко оцінити ризики інвестування та очікувану доходність інвестицій.

Докладно внормовані системи взаємовідносин інвесторів з фондами та вимоги до обігу цінних паперів фондів дозволяють знизити ризики інвесторів та підвищити ліквідність їх інвестицій в цінні папери фондів.

Впорядкованість системи обслуговування інвестиційних фондів зовнішніми установами (компаніями з управління активами, зберігачами активів, аудиторами, оцінювачами, андерайтерами), вимоги до цих установ, обмеження їх діяльності, визначена відповідальність та взаємний контроль дозво-

<sup>52</sup> Дивись, зокрема *Kammel/Jergitsch/Palla* (2012), *Praxishandbuch Depotrecht*, 2-7.

<sup>53</sup> Дивись Ст.75 Закону №5080-VI.

<sup>54</sup> Дивись Ст.75,76 Закону №5080-VI.

<sup>55</sup> Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо покращання законодавства про цінні папери» №5042 від 4 липня 2012 р. - [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5042-17>

<sup>56</sup> Закон України «Про депозитарну систему» № 5178-VI від 6 липня 2012 р. - [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>

<sup>57</sup> Рішення НКЦПФР від 22.11.2012 р. № 1692 «Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України». - [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2178-12>

ляють уникнути конфлікту інтересів при обслуговуванні інвестиційних фондів та запобігають завданню шкоди його учасникам внаслідок порушень вимог законодавства.

Вимоги до інформаційної прозорості діяльності інвестиційних фондів та визначені загальнодоступні канали отримання інформації широким колом зацікавлених осіб як із загальнодоступних інформаційних джерел Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку так і від кожної компанії з управління активами є запорукою постійного інформаційного забезпечення інвесторів для прийняття ними відповідних інвестиційних рішень.

Наявність спеціалізованого національного державного регулятора (Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку) та ринкового регулятора (саморегульованої організації ком-

паній з управління активами- Української асоціації інвестиційного бізнесу) забезпечує високий рівень регулювання та нагляду за діяльністю інвестиційних фондів та запровадження необхідних професійних стандартів їх обслуговування. Розгалужені міжнародні зв'язки як державного регулятора так і саморегульованої організації є підґрунтям для подальшої гармонізації системи регулювання діяльності інвестиційних фондів з найкращою світовою практикою.

РІЦП