

ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ОКРЕМИХ СФЕР СУСПІЛЬНИХ ВІДНОСИН

УДК 351.75

DOI: 10.31733/2078-3566-2020-2-110-114



Кристина РЕЗВОРОВИЧ[©]
кандидат юридичних наук
(Дніпропетровський державний
університет внутрішніх справ)

МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

Проаналізовано досвід функціонування інститутів спільного інвестування різних країн світу та наведено класифікацію різних форм здійснення спільного інвестування у світі. Розглянуто існуючі моделі розвитку ринків інститутів спільного інвестування.

Ключові слова: *інститут спільного інвестування, інвестиційні фонди, трасти, компанія з управління активами.*

Постановка проблеми. Ринок цінних паперів являє собою сукупність суспільних відносин з приводу цінних паперів. Головною метою створення та діяльності інститутів спільного інвестування є регулювання відповідних відносин та забезпечення гарантій прав власності на цінні папери і захист прав учасників фондового ринку. Ринкова взаємодія в цій сфері значною мірою залежить від того, як ефективно на ньому працюють інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, що здійснюють залучення в економіку вільних коштів населення, та інші фінансові посередники, які опосередковують рух капіталів. Показники розвитку індустрії спільного інвестування в європейських країнах є досить вагомими. Так, на деяких ринках Європи було зареєстровано понад 40-відсотковий темп річного зростання вартості активів інвестиційних фондів. Наприклад, майже 25% французьких сімей володіють акціями інвестиційних фондів [7, с.82].

У свою чергу ефективність діяльності цих фінансових інститутів безпосередньо залежить від правового регулювання їх діяльності, встановлення чіткого правового режиму діяльності інвестиційних фондів та компаній на ринку цінних паперів. З огляду на еволюцію правового регулювання інститутів спільного інвестування в Україні цікавим та корисним видається досвід інших країн у цьому питанні.

Аналіз публікацій, в яких започатковано вирішення цієї проблеми. Дослідження проблематики діяльності інститутів спільного інвестування здійснювали багато вітчизняних та зарубіжних науковців. До цього питання у своїх працях зверталися такі вчені, як Т. Біловус, О. Вінник, О. Гарагонич, М. Диха, О. Зінченко, М. Котова, О. Кривенда, С. Криниця, Н. Кузнецова, В. Мамутов, Л. Машковська, А. Мертенс, О. Михайлик, С. Науменкова, П. Перконос, В. Полюхович, В. Резнікова, О. Слободян, О. Суц, Л. Фурдичко, Н. Шапран, Ю. Шемшученко, Г. Шовкопляс, О. Щербина та ін. Однак питання правового регулювання, зокрема досвіду зарубіжних країн зазначеної сфери, ще не отримало остаточного вирішення.

Метою даного дослідження є аналіз та визначення особливостей правового режиму інвестиційних фондів та інвестиційних компаній на ринку цінних паперів в зарубіжних країнах, а також питання організації управління та контролю за діяльністю інститу-

© Резворович К.Р., 2020
ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-1183-613X>
goldkristina@gmail.com

тів спільного інвестування в цих країнах.

Вклад основного матеріалу. В науковій літературі зазначається, що історично першими інститутами спільного інвестування є інвестиційні компанії, які з'явилися в Бельгії в 1822 р., однак масштабності таке інвестування почало набувати в середині XIX ст. в Англії з виникненням інвестиційних трастових компаній [6, с.191].

Світова практика майже за 200 років існування інститутів спільного інвестування виробила їх різноманітні форми, що відрізняються за особливостями нормативного регулювання, термінологічним апаратом, специфікою створення, механізмами здійснення контролю за діяльністю різних форм організації спільного інвестування.

Водночас спільні ознаки дозволяють здійснити класифікацію інститутів спільного інвестування за різними критеріями. Зокрема, можливим є існування інститутів спільного інвестування як у формі юридичних осіб, так і без створення юридичної особи. У першому випадку інвестиційні фонди створюються як акціонерні товариства або товариства з обмеженою відповідальністю. На противагу їм існують інститути спільного інвестування контрактного типу, коли капітал існує у формі грошово-майнового комплексу - спільної власності інвесторів і управляється сторонньою особою на довірчих засадах.

У країнах Організації економічної співпраці і розвитку (ОЕСР) існують три основні юридичні структури колективного інвестування: корпоративна форма (Congrate Form), коли колективні інвестиції є окремою корпоративною юридичною особою, а інвестори – акціонерами; форма трасту (Trust Form), коли колективні інвестиції організуються як траст; договірна (контрактна) форма (Contractual Form), коли колективні інвестиції є контрактом, відповідно до якого інвестиційний менеджер розміщує кошти від імені останнього інвестора. У деяких державах дозволено тільки одну юридичну форму колективного інвестування, а в інших – декілька [2, с.159].

В наукових джерелах виділяють чотири моделі розвитку ринків інститутів спільного інвестування (далі – ІСІ):

- модель зрілого розвитку інституційної структури ринку ІСІ: обидві - і формальна, і неформальна - складові інституційної структури ІСІ сформовані в результаті взаємодії процесів розвитку ринків цінних паперів, інвестиційної культури населення, формування законодавства, зміцнення довіри до інвестиційних фондів в силу їх високої репутації, яка базується на жорстко регламентній нормативно-правовій базі (прикладом може слугувати ринок ІСІ США з 80-х років XX ст. до теперішнього часу);
- модель недостатнього розвитку формальної складової інституційної структури ІСІ. Дана модель характерна для етапу еволюційного розвитку інвестиційних фондів Великобританії, Франції, Данії, Голландії в XVIII- XIX ст. та США у 20-і рр. XX ст.;
- модель недостатнього розвитку неформальної складової інституційної структури ІСІ. Поширена серед країн, що здійснили імпорт ІСІ у фінансові системи своїх країн (Російська Федерація, Україна, Казахстан з кінця XX ст. по теперішній час);
- модель відсутності (слабкого розвитку) інституційної структури ІСІ. Має місце на початковому етапі становлення ІСІ (Російська Федерація, Україна, Казахстан у 1991-1999 рр.) [8, с. 37].

Здійснюючи функціональний аналіз, Т. Косова пропонує розділити системи управління колективними інвестиціями на:

– систему взаємного фонду США (United States Mutual Fund System), де незалежні директори фонду відіграють головну роль у гарантованому функціонуванні фонду в інтересах його інвесторів;

– систему континентальної Європи (Continental European System), включаючи насаперед тип UCITS (відкриті інвестиційні фонди – Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities). У цій системі колективні інвестиції розглядаються як контракт між інвестором управляючою інвестиційною компанією. Незалежний депозитарій, який може мати певне відношення власності до оператора, відіграє важливу роль спостерігача;

– трастову систему (Trust System), яка використовує трастовий механізм, що ґрунтується на нормах англосаксонського права (English Common Law) [2, с.160].

Широка популярність інститутів спільного інвестування в усьому світі пояснюється тим, що цей вид комерційної діяльності ефективно поєднує інтереси всіх сторін, причетних до діяльності інститутів спільного інвестування. Він не набув би такого поширення, якби не пропонував власникам грошей перспектив, більш цікавих порівняно з альтернативними шляхами розміщення коштів. Крім того, інститути спільного інвесту-

вання пропонують широкий вибір напрямів інвестицій, а права інвесторів надійно захищені спеціальними законами і правилами для інвестиційних фондів, виконання яких суворо контролюється [6, с. 200].

Традиційно серед найважливіших функцій інститутів спільного інвестування вирізняють такі:

- мотивована мобілізація заощаджень приватних осіб, приватного бізнесу, державних органів, зарубіжних інвесторів та трансформація акумульованих грошових коштів у інвестиційний капітал;
- перерозподіл на взаємовигідних умовах грошових коштів підприємств із метою їх ефективнішого використання;
- фінансове обслуговування учасників економічного кругообігу та пайової участі на основі визначення найбільш ефективних напрямів використання капіталу в інвестиційній сфері;
- вплив на грошовий обіг та прискорення обороту капіталу, що сприяє активізації економічних процесів;
- страхова діяльність та формування умов для мінімізації фінансових та комерційних ризиків; операції, пов'язані з експортом-імпортом інвестиційних активів; інші інвестиційні операції, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю тощо [1, с.34; 5, с.24].

Т. Косова пропонує виділяти три основні функції інвестиційних фондів:

1. Інвестиційні фонди як альтернатива заощадженню. Інвестиційні фонди є інструментами заощадження (накопичення), що пропонують вкладникам великі вигоди, і найбільша їх перевага полягає у високій доходності.

2. Інвестиційний фонд як альтернатива кредитуванню. Кредит може бути наданий як шляхом передачі визначеної грошової суми у тимчасове користування на платній основі, так і шляхом придбання за гроші зобов'язання повернути певну суму у визначений термін. Останній спосіб надає можливість інвестиційним фондам активно включитися у процес довгострокового кредитування. Зобов'язання позичальників у цьому випадку можуть обертатися на ринку як цінний папір.

3. Інвестиційний фонд як альтернатива традиційним ощадно-позиковим операціям банку. Технології інвестиційного фонду поєднують в одне ціле те, що в традиційних банківських технологіях розірвано на залучення депозитів і видачу кредитів. Банки, які використовують технології інвестиційних фондів, не продають окремі зобов'язання, а поєднують їх у загальний пакет (пул), під який випускають цінні папери з високим ступенем субординації. Банк, що продав таким чином видані ним позики, зберігає за собою обов'язки щодо обслуговування іпотеки, які містить у собі стягнення щомісячних виплат від позичальників, поштове листування з позичальниками, подання в разі потреби позову проти боржників, ведення обліку [2, с.162].

Д. Незнайко слушно вказує на те, що держава, в якій створено належні умови для діяльності інвестиційних фондів, в їх особі має ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів, які відіграють значну роль у міжгалузевому перерозподілі капіталу, підвищують стабільність фондового ринку, стимулюють як внутрішній інвестиційний процес, так і зовнішнє інвестування, сприяють розширенню можливостей держави щодо внутрішніх запозичень. Позитивну роль інститутів спільного інвестування в макроекономічному відношенні підтверджує пільговий характер оподаткування інвестиційних фондів (або його відсутність), що характерно для національного законодавства переважної більшості країн [6, с.201].

У британській моделі на управляючу компанію покладаються дуже істотні обов'язки перед інвесторами: дистрибуція паїв і розподіл доходів пайових фондів власникам інвестиційних паїв, бухгалтерський облік і звітність пайового фонду, оцінка вартості чистих активів і ціноутворення паїв, прийняття інвестиційних рішень і укладання угод від імені пайового фонду тощо. Управляюча компанія також несе відповідальність за ведення реєстру власників паїв фонду. Реєстр ведеться здебільшого пов'язаною з управляючою компанією фірмою [4, с.179].

У Німеччині підґрунтям для функціонування інвестиційних фондів є Закон про інвестиційні компанії (KAGG), згідно з яким інвестиційні компанії є кредитними установами, на які поширюються всі відповідні законодавчі норми, у тому числі Закон про кредитні установи [3, с. 114]. Д. Незнайко підкреслює, що особливістю інвестиційної сфери Німеччини є єдине для банків та інших фінансових інститутів на ринку цінних паперів законодавство. Нагромадження активів інститутів спільного інвестування відбу-

вається за рахунок продажу інвестиційних сертифікатів, а розміщення здійснюється у цінні папери (строкові, похідні), нерухомість, частки у капіталі підприємств, а також їм дозволено надавати кредити під заставу. Законодавство Німеччини вимагає здійснення управління коштами фонду не менш як двома керуючими, діяльність яких контролюється спостережною радою фонду, незалежним аудитором та банком – депозитарієм фонду. У Німеччині переважають інститути спільного інвестування відкритого типу, а найбільшими активами володіють фонди, які інвестують у цінні папери зі сталими відсотками. Це є наслідком формування виробничого капіталу переважно за рахунок емісій облігацій, а не випуску акцій [6, с.192].

Основна відмінність «німецької моделі контролю» полягає в тому, що вона припускає обов'язковість попереднього узгодження більшості угод, що укладаються управляючою компанією від імені інвестиційного фонду, з депозитарним банком, а також надає право зазначеному банку відмовитися від виконання угод, що суперечать законодавству та правилам інвестиційного фонду. О. Діба зазначає, що такий досить жорсткий контроль у Німеччині можливий тому, що компанія з управління інвестиційним фондом, як правило, є на 100 % дочірньою компанією саме депозитарного банку - контролера.

У Німеччині практично не існує незалежних по капіталу від депозитарного банку компаній з управління, хоча є й обмеження на взаємну участь посадових осіб депозитарію та управляючої компанії в органах управління один одного. За цих умов депозитарний банк має можливість опосередковано контролювати діяльність управляючої компанії, а тому не побоюється майнової відповідальності перед інвесторами фонду у випадку помилки при попередньому узгодженні угоди, що укладається управляючою компанією [1, с.37].

Досліджуючи світовий досвід функціонування інститутів спільного інвестування, не можна оминати увагою практику Люксембургу, який протягом багатьох десятиліть є провідним європейським фінансовим центром зі створення інвестиційних фондів. Фінансовий ринок країни забезпечує постачання ресурсів інститутам, які мають складні законодавчі обмеження та великий досвід, що у свою чергу разом ефективно впливає на ринок спільного інвестування, надаючи впевненість у надійності інфраструктури та широкому спектрі інвестиційних продуктів. Згідно із законодавством стосовно інститутів спільного інвестування передбачається, що інститути спільного інвестування, засновані в Люксембурзі, можуть існувати у формі пайових інвестиційних фондів – відкриті інвестиційні фонди (open-end investment companies SICAVs) або закриті інвестиційні компанії (closed-end investment companies SICAFs).

Пайові інвестиційні фонди не мають самостійного правового статусу. Проте низка правил з управління визначає відносини між трьома юридичними особами, включаючи сам фонд, компанію з управління та банк-депозитарій. Відкриті інвестиційні компанії є акціонерними товариствами, особливістю яких є те, що їхній капітал є змінним і завжди дорівнює чистій вартості активів компанії. Інвестори відкритого інвестиційного фонду є акціонерами компанії і, таким чином, користуються правами, визначеними даним статусом. Закриті інвестиційні компанії є звичайними акціонерними товариствами і функціонально аналогічні до відкритих інвестиційних компаній, крім того, що їхній капітал автоматично не регулюється відповідно до їх власного капіталу.

Стосовно контролюючих органів Я. Лук'яненко зазначає, що в Люксембурзі контролюючою установою є Люксембурзький валютний інститут (The Luxembourg Monetary Institute), який відповідає за надання дозволів з утворення інститутів спільного інвестування та контролює їхню діяльність переважно з погляду захисту інвесторів [3, с. 113-114].

Таким чином, аналіз світового досвіду функціонування інститутів спільного інвестування дозволяє насамперед зробити **висновок** щодо значного поширення ІСІ в практиці різних країн, що пов'язане передусім з виконуваними ІСІ функціями. Водночас ІСІ в кожній країні властива певна специфіка, зумовлена особливостями нормативного регулювання, термінологічним апаратом, специфікою створення, механізмами здійснення контролю за діяльністю різних форм організації спільного інвестування.

Привабливість ІСІ у світі традиційно обумовлена поєднанням чималих можливостей вибору напрямів інвестицій з гарантованим захистом прав інвесторів шляхом встановлення спеціальними положень діяльності ІСІ.

Список використаних джерел

1. Диба О. М. Інститути спільного інвестування: світовий досвід і реалізація його в Україні. *Вісник КЕФ КНЕУ імені В. Гетьмана*. 2011. С.33-40.
2. Косова Т. Д. Механізми управління інститутами спільного інвестування: світовий досвід і Україна. *Економіка та підприємництво*. 2013. №1. С. 159-164.
3. Лук'яненко Я. С. Закордонний досвід розвитку ринку спільного інвестування. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2014. Вип. 39. С. 110-118.
4. Лысенков Ю. М., Фетюхина Н. В., Зельцер Е. Р. Международный фондовый рынок. К.: Киевский институт банкиров банка "Украина". 2004. 451 с.
5. Мироненко М.Ю. Проблеми та перспективи розвитку інститутів спільного інвестування в Україні. *Економіка, фінанси, право*. 2016. №1. С.23-26.
6. Незнайко Д. В. Зарубіжний досвід діяльності інститутів спільного інвестування. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2004. Т.10. С. 191-201.
7. Фурдичко Л. Є. Інститути спільного інвестування: міжнародний досвід, специфіка та розвиток в Україні. *Регіональна економіка*. 2009. №1. С. 81-88.
8. Щербина О.В., Михайлик О.М. Моделі розвитку ринків інститутів спільного інвестування. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. №7. С. 34-38.

Надійшла до редакції 15.05.2020

References

1. Dyba, O. M. (2011) Instytuty spil'noho investuvannya: svitovyy dosvid i realizatsiya yoho v Ukraini. *Visnyk KEF KNEU imeni V. Het'mana*. S. 33-40. [in Ukr.]
2. Kosova, T. D. (2013) Mekhanizmy upravlinnya instytutamy spil'noho investuvannya: svitovyy dosvid i Ukrayina. *Ekonomika ta pidpryemnytstvo*. №1. S. 159-164. [in Ukr.]
3. Luk'yanenko, Ya. S. (2014) Zakordonnyy dosvid rozvytku rynku spil'noho investuvannya. *Problemy i perspektyvy rozvytku bankivs'koyi systemy Ukrayiny*. Vyp. 39. S. 110-118. [in Ukr.]
4. Lysenkov, Yu. M., Fetyukhyna N. V., Zel'tser E. R. (2004) Mezhdunarodnyy fondovyy rynek. K.: Kyeveskyy instytut bankyrov banka "Ukrayna". 451 s. [in Rus.]
5. Myronenko, M. Yu. (2016) Problemy ta perspektyvy rozvytku instytutiv spil'noho investuvannya v Ukrayini. *Ekonomika, finansy, pravo*. №1. S.23-26. [in Ukr.]
6. Neznayko, D. V. (2004) Zarubizhnyy dosvid diyal'nosti instytutiv spil'noho investuvannya. *Problemy i perspektyvy rozvytku bankivs'koyi systemy Ukrayiny*. T. 10. C. 191-201. [in Ukr.]
7. Furdychko, L. Ye. (2009) Instytuty spil'noho investuvannya: mizhnarodnyy dosvid, spetsyfika ta rozvytok v Ukrayini. *Rehional'na ekonomika*. №1. S. 81-88. [in Ukr.]
8. Shcherbyna, O. V., Mykhaulyk, O. M. (2015) Modeli rozvytku rynkiv instytutiv spil'noho investuvannya. *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*. №7. S. 34-38. [in Ukr.]

SUMMARY

Krysryna R. Rezvorovych. International experience of legal regulation of joint investment institutions. This article defines the essence of collective investment institutions, analyses the experience of joint investment institutions in various countries. It is marked that the effectiveness of the activities of mutual investment institutions depends directly on the legal regulation of their activities, the establishment of a clear legal regime of activity of investment funds and companies in the securities market. Given the evolution of legal regulation of co-investment institutions in Ukraine, the experience of other countries in this field is interesting and useful.

The formation of separate national markets for joint venture investment services took place under completely different historical conditions, under different legal regimes and types of financial systems.

The analysis of the activities of joint venture institutions abroad shows that there are different models of joint venture institutions.

If in the US the most popular way of investing is to buy shares of mutual funds (or open-end investment companies) and, in addition, to close closed-end investment companies, in the UK, the former were the so-called unit trusts (or unit trusts), and the second - investment funds.

The investment sphere of the German economy is very specific in comparison with other countries. This is due to the special role of the banks that they play in it.

It is worth noting that the positive factors of legal regulation become effective only if an effective system of joint investment institutions and a favorable investment climate in the country are created. It is important to ensure state support for existing and newly created joint investment institutions, especially in the field of introducing the most preferential taxation system. Third, the creation of conditions that would encourage individual investors to participate in the investment fund. First of all, it is about creating mechanisms for guaranteeing the rights of participants of joint investment institutions.

Keywords: joint investment institutions, asset management company, investment funds, trusts.