

## ОСОБЛИВОСТІ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ІНТЕГРОВАНОМУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЄС

У розвинених країнах підґрунтя фондового ринку становлять мільйони дрібних вкладників. Населення (домогосподарства) становить значний сектор фінансових відносин, бо формує переважну масу грошових нагромаджень у суспільстві. Багатство держави визначається рівнем добробуту основної маси населення і збільшується передовсім за рахунок заощаджень у секторі домогосподарств. Фізичні особи — інвестори, в основному, не мають достатньо знань (не є кваліфікованими) у сфері ринку цінних паперів, мають невеликі суми вільних коштів до інвестування, але бажають надійно і прибутково вкласти свої кошти. Для досягнення своєї мети вони повинні або самостійно вивчити процеси і особливості функціонування ринку цінних паперів або скористатися можливістю інвестувати через інститути спільного інвестування. Процес створення і впровадження до функціонування інвестиційних фондів в Україні досить складний, в ЄС створення інвестиційних фондів, які б могли вільно функціонувати в усіх країнах ЄС, ще складніший, однак очікується позитивний економічний ефект від функціонування інвестиційних фондів як в найближчій, так і в довгостроковій перспективі. Зважаючи на глобалізаційні процеси, які незворотно відбуваються в усьому світі, дослідження проблем механізмів спільного інвестування є актуальним.

Мета статті — вивчення окремих проблем функціонування інститутів спільного інвестування, зокрема інвестиційних фондів UCITS.

В ЄС питання, порушені в даній статті, досліджували В. Гемецбелгер [1], В. Хейманс, Ф. Стефаніні [2] тощо. В Україні юристи-практики та представники інвестиційного бізнесу намагаються вирішувати нагальні питання, але практично відсутні теоретичні розробки проблем наближення українських інститутів спільного інвестування до стандартів ЄС, а також бракує вивчення європейського досвіду створення правової бази для транскордонного функціонування інвестиційних фондів.

Відповідно до ч. 2 ст. 1 Директиви UCITS IV [3, 32–96] фонд UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) є підприємством, єдиною метою якого є колективне інвестування капіталу, отриманого від громадськості, в цінні папери або інші фінансові активи, визначені в ст. 50 (1) цієї Директиви, що діє за принципом розподілення ризиків, а також підприємство з частками, які на вимогу власників повинні бути викуплені або погашені прямо чи опосередковано з активів цього підприємства. Причому UCITS може бути заснований в таких правових формах: 1) як загальний фонд (*common fund*), активи якого управляються управляючою компанією — «контрактова форма»; 2) як пайовий фонд (*unit trust*) (концепція довірчого (трастового) права в системах загального права); 3) як інвестиційна компанія («корпоративна форма»).

UCITS має зробити усі можливі дії, щоб вартість його часток на фондовій біржі істотно не відрізнялася від вартості чистих активів і була еквівалентом такого викупу чи погашення. Тобто UCITS — це інвестиційні фонди, які відповідають правилам якості ЄС, по суті UCITS це не якийсь унікальний тип фонду, це відкритий вид інвестиційного фонду, він зручний для інвестора, а інформація щодо фонду та його діяльності є прозорою.

Законодавство про UCITS інтенсивно розвивається і має на меті усунення усіх перешкод на шляху до функціонування Єдиного ринку капіталу, переваги від чого визачені ще в доповіді Ламфалуссі 2000 р. [4]. Перша Директива UCITS 85/611/ЕЕС була прийнята 20 грудня 1985 р. і до 1 жовтня 1990 р. була імплементована країнами-членами. Ця Директива створила правове підґрунтя для впровадження в усіх країнах-членах однакового регулювання відкритих фондів, що інвестують у цінні папери. Однак в кожній державі-члені продовжували існувати перешкоди для транскордонної діяльності UCITS. Крім того, обмеження дозволених інструментів для інвестування для UCITS послаблювало маркетингові можливості UCITS. На початку 1990-х рр. були розроблені пропозиції з внесення поправок до Директиви, було створено проект директиви UCITS II, однак ці зміни так і не були прийняті.

Суттєві зміни в Директиву UCITS 85/611/ЕЕС були внесені директивами 2001/107/ЕЕС [5] та 2001/108/ЕЕС [6], що були імплементовані до 13 лютого 2004 р., — їх ще називають Директивою UCITS III. Цими актами було розширено коло інструментів для інвестування, впроваджено нові інвестиційні техніки, спрощено проспект для інвестора, детальніше врегульовано діяльність управляючих компаній.

Нині в країнах ЄС відбулася імплементация нової Директиви 2009/65/ЕЕС щодо діяльності інвестиційних фондів (UCITS IV), яка була схвалена 13 січня 2009 р., набула чинності 1 липня 2011 р. і припиняє Директиву 85/611/ЕЕС (ст. 117). Документ містить більш нові механізми у порівнянні з двома попередніми директивами (UCITS I та UCITS III), які врегульовують питання створення та функціонування інвестиційних фондів UCITS у рамках ЄС.

У зв'язку з прийняттям 8 липня 2011 р. Директиви 2011/61/ЕЕС про керуючі компанії альтернативних інвестиційних фондів [7] наразі розробляється проект UCITS V.

Отже, фонд, який не відповідає вимогам UCITS, не може мати дозвіл на реєстрацію і продаж паїв у рамках Європейського економічного простору — ЄЕП (що включає й ЄС) для дрібних інвесторів (ст. 5 Директиви UCITS IV [3, 45]), — такий фонд має проходити реєстрацію в загальному порядку відповідно до національного законодавства приймаючої країни.

Відповідно до ч. 1 ст. 12 Директиви UCITS IV [3, 48] кожна держава-член повинна ухвалити пруденційні правила, яких обов'язково мають дотримуватися керуючі компанії, які пов'язані з діяльністю щодо управління UCITS, відповідно до цієї Директиви. Зокрема, компетентні органи приймаючої держави-члена, беручи також до уваги характер UCITS, яким управляє керуюча компанія, зобов'язані передбачити, що кожна така компанія: (а) має належні адміні-

стративні і бухгалтерські процедури, контрольне та самозахисне обладнання для захисту електронної бази даних і адекватні механізми внутрішнього контролю, включаючи, зокрема, правила укладання угод своїми співробітниками, зберігання активів та управління інвестиціями у фінансові інструменти з метою інвестування власних коштів, забезпечення, зокрема, повинна бути можливість відновити ланцюжки угод, щоб можна було встановити джерело походження коштів, учасників угод, природу трансакції, а також час і місце, в якому вона була здійснена, і що активи пайових інвестиційних фондів / загальних фондів або інвестиційних компаній, які управляються керуючою компанією, інвестуються відповідно до правил фонду, установчих документів і згідно з законом; (б) структурована і організована таким чином, щоб мінімізувати ризик виникнення конфлікту інтересів між UCITS та інтересами клієнтів, між клієнтами UCITS, між одним із своїх клієнтів і UCITS або між двома UCITS. Згідно з ч. 2 ст. 12 Директиви UCITS IV [3, 48] кожна керуюча компанія, авторизація якої також охоплює сервіс дискреційного управління портфелем, згаданого у ст. 6 (3) (а), не може вкладати всі або частину портфеля інвестора в одиницях пайових інвестиційних фондів / спільних фондів або інвестиційних компаній, якими він управляє, без попереднього загального схвалення з боку клієнта.

Відповідно до ст. 16 розділу III «Свобода заснування та свободи надання послуг» Директиви UCITS IV [3, 50] держави-члени повинні забезпечити, щоб керуюча компанія, уповноважена відповідно до даної Директиви компетентними органами іншої держави-члена, могла провадити на території приймаючої держави-члена діяльність, для якої вона була уповноважена, або шляхом створення філії, або під свободою з надання послуг. Держави-члени не можуть вимагати обов'язкового отримання дозволів для створення філії або провадження діяльності з надання послуг, так само встановлювати вимоги про надання пожертв капіталу або будь-які інші заходи, що мають еквівалентний ефект. Відповідно до ст. 18 Директиви UCITS IV [3, 51] будь-яка керуюча компанія, яка хоче створити філію на території іншої держави-члена, повинна повідомити таку інформацію в компетентні органи своєї держави-члена: (а) держава-член, в межах території якого керуюча компанія має намір працювати; (б) програми діяльності із зазначенням видів діяльності та послуг, зазначених у ст. 6 (2) і (3) Директиви 2009/65/ЄС. Компетентні органи держави-члена протягом одного місяця з моменту отримання зазначеної інформації повинні направити її компетентним органам приймаючої держави-члена. Вони повинні також повідомити про будь-яку чинну схему компенсації, призначену для захисту інвесторів.

Цією директивою також встановлюються чіткі вимоги до інструментів, в які може інвестувати UCITS, а також їх співвідношення.

Основними нововведеннями директиви UCITS IV є такі:

— надання управляючим компаніям можливості здійснювати управління інвестиційними фондами у транскордонному режимі в рамках ЄС (тобто управляюча компанія, яка перебуває в одній країні ЄС, зможе управляти фондами,

які знаходяться в інших країнах Європейського Союзу). Відповідно до ч. 2 ст. 20 Директиви UCITS IV держава-член, в якій авторизовано UCITS, повинна за 10 робочих днів розглянути стандартизовані (за формою і змістом) повідомлення і передати їх приймаючій державі-члену, після чого згідно з ч. 2 ст. 18 Директиви UCITS IV управляюча компанія має право одразу розпочати підприємницьку діяльність у приймаючій державі-члені;

— спрощення процедури внутрішніх та транскордонних злиттів на європейському ринку спільного інвестування, що має стимулювати укрупнення фондів та розширити інвестиційні можливості в Європі. Зокрема, було скасовано вимогу одностайної згоди усіх інвесторів на транскордонне злиття UCITS, — відповідно до ст. 44 Директиви UCITS IV держави-члени мають забезпечити, щоб обов'язкова згода інвесторів, яка може вимагатися національним законодавством країн-членів, не перевищувала 75 % від загальної кількості голосів інвесторів, що присутні на загальних зборах;

— запровадження системи основних та допоміжних інвестиційних фондів (master-feeder UCITS), що дозволить інвесторам з різних країн ЄС інвестувати в основний фонд через допоміжні місцеві фонди (розділ VIII Директиви UCITS IV).

Статтями 78–82 Директиви UCITS введено новий стандартизований і гармонізований документ «Ключова інформація для інвестора», призначений для розширення можливостей інвесторів прийняти ефективні інвестиційні рішення. Комітет Європейських регуляторів цінних паперів розробив Керівництво з методології розрахунку показників для ключової інформації для інвестора [8]. Керівництво поширюється на зміст і форму документа, у тому числі використання простої мови, подання інформації про ризики, більш сприятливої для інвесторів. Впровадження даного Керівництва забезпечується докладними методиками розрахунку рівня ризиків фонду та його витрат.

Директива 2010/43/EU [8] від 1 липня 2010 р. встановлює правила поведінки компаній з управління активами інститутів спільного інвестування (UCITS), організаційні вимоги та правила поведінки для інвестиційних компаній відповідно до стандартів, які вже аналогічно застосовуються щодо багатьох фінансових послуг згідно з Директивою про ринки фінансових інструментів (MiFID). Ці правила поширюються на запобігання, регулювання та розкриття конфлікту інтересів. Директива зобов'язує менеджерів ICI дотримуватися встановлених процедур й методів так, щоби вони були в змозі адекватно керувати різними типами ризиків ICI, з якими вони стикаються.

Директива 2010/42/EU [9] від 1 липня 2010 р. встановлює детальні правила щодо ліквідації, злиття або поділу ICI. Регламент 584/2010 від 1 липня 2010 р. містить загальні процедури для зміцнення співробітництва державних наглядових органів у виконанні ними контролю і нагляду за менеджерами фондів при здійсненні транскордонної діяльності [11].

Ці зміни мають стати ще одним стимулом розвитку європейського ринку спільного інвестування. За станом на початок 2011 р. частка чистих активів фондів групи UCITS у загальному обсязі активів європейських інвестиційних

фондів становила 74,6 %, а фондів групи non-UCITS — 25,4 % [12]. В Україні за дев'ять місяців 2010 р. загальний обсяг зареєстрованих емісій цінних паперів за звітний період зріс з 5 млрд грн до майже 24 млрд грн. Однією з проблем інвестування українського населення в цінні папери українських емітентів, зокрема ІСІ, є відсутність методики розрахунку курсів цінних паперів на фондових біржах.

Відповідно до п. 4 Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) [13], затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України № 201 від 2 липня 2002 р., ринкова вартість належних ІСІ цінних паперів, що перебувають в обігу більш як на одному організаторі торгівлі, при розрахунку вартості активів оцінюється за найменшим з біржових курсів, визначених та оприлюднених на кожному з організаторів торгівлі. Відповідно до п. 3 розділу II Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 19 грудня 2006 р. № 1542 [14], правила фондової біржі складаються з двох процедур: котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу. Відповідно до п. 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж фондова біржа повинна затвердити порядок котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів за технологіями проведення торгів, у тому числі із застосуванням електронної системи торгів, та порядок визначення біржового курсу цінних паперів.

Роз'яснення ДКЦПФР від 16 лютого 2010 р. № 2 «Про порядок застосування абзацу другого пункту 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 19 грудня 2006 р. № 1542, щодо оприлюднення фондовими біржами біржового курсу цінних паперів за результатами біржових торгів» [15] не може зобов'язати фондові біржі розраховувати курси цінних паперів єдиним методом. Таким чином, жодної методики стосовно розрахунку курсів цінних паперів на фондових біржах, визнаної або погодженої з ДКЦПФР, немає, тому кожна біржа сама визначає, яким чином вираховувати котирування цінних паперів, а ті відомості, які, як правило, щоденно надсилаються інвестиційним фондом безпосередньо інвестору в бюлетені, не дають змоги інвестору оперативного аналізувати, як реально працюють його кошти, а деякі показники фінансової звітності викривляються.

Деякі фонди купують недостатньо ліквідні цінні папери, що може викликати проблеми під час розрахунків з їх учасниками, — при розробці відповідного законопроекту варто звернути увагу на відповідні положення UCIS III, яка регулює подібні відносини. Іноді фонди намагаються штучно підняти вартість цінних паперів на пов'язаних з ними біржових майданчиках. Тому доцільно підвищувати вимоги до організаторів торгівлі, зокрема щодо визначення біржових курсів. Існують окремі випадки, коли вартість деяких цінних паперів, що складають портфелі фондів, перевищує їх ринкову ціну. Для забезпечення формування портфелю венчурних ІСІ більш якісними активами необхідно регулярно розміщувати на офіційному веб-сайті Міністерства економіки інформацію про підприємства, які оголошені банкрутами, та про підприємства, по

яких розпочато процедуру санації; здійснювати регулярне оприлюднення на офіційному веб-сайті ДКЦПФР та на веб-сайті Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ) інформації про анульовані випуски цінних паперів та про цінні папери, обіг яких призупинено; визначити види активів, якими не може бути сформований портфель венчурного фонду [16]. Таким чином, необхідно розробити конкретні положення, правила, стандарти на виконання зазначених завдань, спрямувати зусилля для прийняття нової редакції Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок», Закону України «Про акціонерні товариства», змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування», а також розпочати обговорення з учасниками ринку цінних паперів можливості усунення бар'єрів для транскордонного функціонування українських відкритих інвестиційних фондів.

#### Література

1. Hemetsberger W. *European Banking and Financial Services Law* / W. Hemetsberger. — Third ed. — Larcier, 2008. — 316 p.
2. Stefanini F. *Neweits — Investing in UCITS Compliant Hedge Funds* / F. Stefanini. — John Wiley and Sons, 2011. — 133 p.
3. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (17.11.2009) // *Official Journal of the European Union*. — 2009. — L 302. — P. 32–96.
4. Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Brussels. — 9 November, 2000. — P. 4 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men_en.pdf)
5. 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 (13/02/2002) // *Official Journal of the European Union*. — 2002. — L 041. — P. 20–34.
6. 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 (13/02/2002) // *Official Journal of the European Union*. — 2002. — L 041. — P. 35–42.
7. 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 // *Official Journal of the European Union*. — 2011. — L 174. — P. 1–73.
8. Commission Directive 2010/43/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company // *Official Journal of the European Union*. — 2010. — L 176. — P. 42.
9. Commission Directive 2010/42/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards certain provisions concerning fund mergers, master-feeder structures and notification procedure // *Official Journal of the European Union*. — 2010. — L 176. — P. 28.
10. CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information. Committee of European Securities Regulators (CESR). 1 July 2010. — Ref.: CESR/10-674 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.cesr.eu/porup2.php?id=6962>.

11. Commission Regulation (EU) No 584/2010 of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards the form and content of the standard notification letter and UCITS attestation, the use of electronic communication between competent authorities for the purpose of notification, and procedures for on-the-spot verifications and investigations and the exchange of information between competent authorities // Official Journal of the European Union. — 2010. — L 176. — P. 16–27.
12. Тренди європейської індустрії інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс] // Цінні папери України. — 2011. — № 10, 10 берез. — Режим доступу : [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=655&pub=5037](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=655&pub=5037).
13. Про затвердження Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 2 лип. 2002 р. № 201 // Офіційний вісник України. — 2002. — 16 серп., № 31. — С. 28.
14. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 19 груд. 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — 2 лют., № 5. — С. 47.
15. Про порядок застосування абзацу другого пункту 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням Комісії від 19.12.2006 N 1542, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 18.01.2007 за N 35/13302, щодо оприлюднення фондовими біржами біржового курсу цінних паперів за результатами біржових торгів : роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України № 2 від 16.02.2010, затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України «Про затвердження роз'яснення щодо оприлюднення фондовими біржами біржового курсу цінних паперів за результатами біржових торгів» від 16 лют. 2010 р. № 255 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — 2010. — № 41, 5 берез.
16. Проблемні питання діяльності венчурних ІСІ в Україні [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/files/articles/171/50/vench1.doc>.

### Анотація

*Яновська І. П.* Особливості правового регулювання спільного інвестування на інтегрованому ринку цінних паперів ЄС. — Стаття.

У статті визначено основні переваги транскордонного функціонування інвестиційних фондів, розглянуто окремі проблеми розвитку інститутів спільного інвестування UCITS в ЄС, проблеми становлення і функціонування інвестиційних фондів в Україні, проаналізовано шляхи їх вирішення.

*Ключові слова:* інвестиційний фонд UCITS, біржовий курс.

### Аннотация

*Яновская И. П.* Особенности правового регулирования совместного инвестирования на рынке ценных бумаг ЕС. — Статья.

В статье определены основные преимущества трансграничного функционирования инвестиционных фондов, рассмотрены отдельные проблемы развития институтов совместного инвестирования UCITS в ЕС, проблемы становления и функционирования инвестиционных фондов в Украине, проанализированы пути их решения.

*Ключевые слова:* инвестиционный фонд UCITS, биржевой курс.

### Summary

*Yanovska I. P.* Peculiarities of Legal Regulation of Joint Investment in the Integrated Securities Market in the EU. — Article.

The main benefits of cross-border operation of investment funds were identified in this article. It also deals with some problems in the development of joint investment UCITS in EU, problems of formation and activity of investment funds in Ukraine; the ways of resolution of these problems were analyzed.

*Keywords:* UCITS, securities rate.