

15. Цивільне право України Підручник: У 2 т. Т. 2 / [Борисова В. І., Баранова Л. М., Жилінкова І. В. та ін.] ; за заг. ред. В. І. Борисової, І. В. Спасибо-Фатєєвої, В. Л. Яроцького. — К. : Юрінком Інтер, 2004. — 552 с.
16. Иоффе О. С. Правоотношение по советскому гражданскому праву / О. С. Иоффе. — Ленинград : Из-во Ленинградского ун-та, 1949. — 144 с.
17. Подрабинок Е. М. Правовое регулирование отношений по привлечению денежных средств граждан для жилищного строительства : дис. ... кандидата юрид. наук : 12.00.03 / Подрабинок Елена Михайловна. — Екатеринбург, 2008. — 179 с.
18. Мельникова Т. В. К вопросу о характере внутренних отношений в юридическом лице / Т. В. Мельникова // Российский юридический журнал. — 2006. — № 2. — С. 116—124; Кирсанов К. А. Гражданско-правовые организационные отношения (теоретический аспект) / К. А. Кирсанов // Российский юридический журнал. — 2003. — № 2. — С. 9—13.
19. Гражданское право: В 4 т. Том 1 : Общая часть : Учебник / под ред. Е.А. Суханова. — [3-е изд., перераб. и доп.] — М. : Волтерс Клувер, 2008. — 720 с.
20. Лыкова Э. Б. Правовое регулирование отношений в жилищно-строительных кооперативах / Э. Б. Лыкова. — Воронеж : Изд-во Воронеж. ун-та, 1978. — 103 с.

УДК 346.1

ОКРЕМІ АСПЕКТИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Полюхович В.І., старший науковий співробітник НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України, кандидат юридичних наук.

Питання правового регулювання інститутів спільного інвестування були предметом дослідження в роботах Вінник О. М., Головка А.Т., Кологойди О.В., Кузнецової Н.С., Мамутова В.К., Посполітака В.В., Пушкаша М.М. та ін.. Дана стаття спрямована на поглиблення розвитку результатів наукових досліджень вищевказаних вчених та надання авторського бачення та пропозицій щодо предмету дослідження.

Мета статті – надати пропозиції щодо правового регулювання діяльності інститутів спільного інвестування на фондовому ринку України.

Інститути спільного інвестування (ІСІ) – це інституційні професійні інвестори для яких інвестування власних і залучених коштів є єдиним (виключним) видом діяльності, здійснюваної на професійній основі. До суб'єктів інвестиційної діяльності на фондовому ринку відносяться інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), що діють на підставі Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року № 2299-III (далі – Закон України «Про ІСІ»). За період, що пройшов з часу прийняття закону, в роботі інститутів спільного інвестування в Україні накопичений певний досвід, що є підставою для внесення змін до діючої нормативної бази. В межах статті ми спробуємо проаналізувати окремі питання правого регулювання діяльності ІСІ.

Одним із основних засобів зниження системного ризику при здійсненні інвестування є застосування диверсифікації при формуванні інвестиційного портфеля. Сучасна портфельна теорія говорить: складання портфеля цінних паперів різних національних емітентів усуває несистематичний ризик, однак не в змозі ліквідувати систематичний ризик, пов'язаний з функціонуванням економіки в цілому. Систематичний ризик може бути мінімізований шляхом інтернаціоналізації портфеля - включення до нього цінних паперів іноземних емітентів [1]. Однак поки ступінь диверсифікованості інституціональних інвесторів далека від оптимальної. Частка іноземних паперів в активах інституціональних інвесторів значно менше частки іноземних ринків у світовій капіталізації. Це пов'язано зі нормативно встановленою структурою активів інституціональних інвесторів, що носить яскраво виражений національний характер. Саме залежність від національного ринку стала причиною різкого зростання активів ІСІ в 2006-07 роках, а потім настільки ж різкого падіння в 2009-10 роках. Таких різких коливань не було відмічено на іноземних фондових ринках. В зв'язку з цим, на нашу думку, доцільним є підвищення визначених в статті 4 Закону України «Про ІСІ» розмірів пакетів цінних паперів іноземних емітентів до 50 відсотків загальної вартості активів диверсифікованих ІСІ з правом останніх самостійно визначати їх структуру, а саме співвідношення між пакетами цінних паперів, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав та пакетами акцій та облігацій іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав та пройшли лістинг на одній з провідних фондових бірж світу. Адже державні іноземні цінні папери є стабільним засобом зберігання заощаджень з низьким рівнем доходності але високими гарантіями на протипагу акціям та облігаціям емітентів – юридичних осіб. Нам можуть заперечити, що підвищення розмірів пакетів цінних паперів іноземних емітентів в структурі активів ІСІ має своїм наслідком фінансування іноземних економік на протипагу вітчизняній. Частково це так, але об'єктивно інвестування повинно вирішувати декілька завдань одночасно, і одним із них є захист інтересів інвестора, гарантування прибутку від інвестицій. Саме тому встановлення 50 відсоткової межі, на нашу думку, є розумним балансом між інтересами інвестора та завданнями по розвитку вітчизняної економіки.

Одночасно за для розвитку ринку цінних паперів в Україні на протипагу ринку кредитних інструментів

доцільним є зниження обсягів активів диверсифікованих ІСІ у грошових коштах які вони можуть тримати на банківських депозитних рахунках, в ощадних (депозитних) сертифікатах та банківських металах з 50 відсотків до 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ (частина 19 статті 4 Закону України «Про ІСІ»). Адже при інвестуванні в депозити банків, що є повністю пасивною моделлю діяльності КУА, інвестором в економіку країни виступає банк, кредитна форма інвестування набуває подальшого розвитку, а фондовий ринок реально стагнує. Більше того нараховування відсотків по депозитам є найнижчим рівнем прибутковості інвестицій.

Також вважаємо можливим зменшення норм відсотків щодо інвестування диверсифікованими ІСІ в державні цінні папери та цінні папери органів місцевого самоврядування. На сьогодні вони становлять відповідно 50 та 40 відсотків загальної вартості активів таких ІСІ. В чому полягає зміст цієї нашої пропозиції? Як і в усьому світі випуск в Україні державних цінних паперів та цінних паперів органів місцевого самоврядування слугує перш за все за для фінансування дефіциту бюджету, пов'язаного як правило не з необхідністю інвестування в розвиток економіки, а для «латання» бюджетних дірок, пов'язаних з соціальними та іншими виплатами нееконімічного характеру. Залучення додаткових коштів до бюджету таким шляхом, як правило, не спонукає державу до реформування неприбуткових галузей, відмови від популістських заходів тощо. Іншими словами, в більшості випадків такий вид інвестування не має своєю кінцевою метою створення додаткової вартості, розвитку виробництв, а тому і економіки в цілому, а тому консервує її стан на майбутнє. І хоча за для розвитку фондового ринку такі цінні папери відіграють позитивну роль (зростання оборотів обігу, капіталізації інвестиційних портфельів тощо), але загалом для країни вони повинні використовуватись як тимчасовий, факультативний засіб фінансування потреб бюджету. Можливо, наше твердження дещо категоричне, але, безумовно, воно має сенс. Ми вважаємо, що основним напрямом інвестування для ІСІ повинні бути акції на облігації господарюючих суб'єктів, які своєю діяльністю з використанням залучених коштів розширювали б виробництва та створювали б нові робочі місця. Саме тому за для реалізації такої фундаментальної мети вважаємо необхідним корегувати структуру інвестиційного портфеля диверсифікованих ІСІ. Тому, на нашу думку, доцільним є зниження визначених в статті 4 Закону України «Про ІСІ» розмірів пакетів державних цінних паперів та цінних паперів органів місцевого самоврядування відповідно до 20 та 10 відсотків загальної вартості активів диверсифікованих ІСІ.

Маємо певні зауваження щодо змісту частини 17 статті 4 та відповідно абзацу 3 статті 34 Закону України «Про ІСІ», де серед вимог, що ставляться до диверсифікованого ІСІ є положення про те, що «не менш як 80 відсотків загальної вартості активів ІСІ становлять ... цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі», а також «вартість цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі та які не отримали рейтингову оцінку ... не може становити більш як 20 відсотків загальної вартості активів диверсифікованого ІСІ». Вважаємо, що за для розвитку фондового ринку доцільним було б виключення цих норм та включення норми, що передбачала можливість інвестування диверсифікованих ІСІ лише у цінні папери, що мають лістинг на одній із українських фондових бірж. До того ж аналогічні норми містять документи Євросоюзу: стаття 19 (а) Директиви ЄС 85/611/ЄС від 20.12.1985 передбачає, що «інвестиції пайового трасту або інвестиційної компанії повинні складатись виключно з: цінних паперів, що підлягають обігу та інструменти грошового ринку визначені для використання на організованому ринку...». Закріплення аналогічних норм буде одним із додаткових заходів захисту інтересів акціонерів як з причини прозорого формування ціни цінних паперів на біржі, так і загалом більш високого рівня рейтингу публічних акціонерних товариств. Також це буде ще одним заходом для поживлення ринку цінних паперів та спонукання господарюючих суб'єктів до акціонування та перетворення на публічні акціонерні товариства. Водночас можливим є збереження положень про стовідсоткове формування активів за рахунок «нелістингових» цінних паперів венчурними фондами, що надають можливість для здійснення найбільш ризикових інвестицій.

Потребує уточнення, на наш погляд, положення частини 1 статті 47 Закону України «Про ІСІ» про вільний обіг на фондовому ринку цінних паперів ІСІ закритого типу. При цьому не виділяється інших ознак таких ІСІ, тобто чи є вони венчурними тощо. За кордоном, як правило, не допускається обіг на фондових біржах цінних паперів інвестиційних фондів ризикового інвестування. Тут є певна логіка – якщо венчурний фонд володіє здебільшого цінними паперами, які не допущені до торгів на фондовій біржі, то чому його цінні папери повинні перебувати у вільному обігу, що фактично породжує додаткові не прогнозовані системні ризики для покупців на біржі з огляду на непрозоре формування ціни такого активу. Вважаємо, що можливість для обігу цінних паперів закритих ІСІ, а саме венчурних фондів, повинна бути пов'язана із складом і структурою їх активів, де значна частка ризикових, «нелістингових» цінних паперів повинна ставати перепорою для вільного обігу таких активів на фондовому ринку.

Деякі слова варто сказати про систему управління ІСІ, зокрема пайовим інвестиційним фондом. Законом встановлено, що прерогатива не тільки управління але і створення ПФ на відміну від КІФ перебуває в компетенції КУА. Зрозуміло, що КУА має визначальний вплив на всі управлінські рішення і приймає їх, як правило, без урахування думки учасників – власників інвестиційних сертифікатів. Проте в статті 25 Закону України «Про ІСІ» передбачено можливість (але не обов'язковість) створення наглядової ради для нагляду за:

- виконанням інвестиційної декларації,
- зберіганням активів фонду,
- веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів,
- проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду.

Визначені п'ять ґрунтовних функцій наглядової ради повинні бути підтвердженні її відповідними повноваженнями в законі. Проте там же визначено, що до компетенції наглядової ради пайового інвестиційного фонду належить лише:

- обрання голови наглядової ради;
- затвердження рішення про розірвання договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна;
- затвердження змін до регламенту фонду.

Як бачимо має місце пряма невідповідність визначених функцій обсягу повноваження суб'єкта управління, що прямо протирічить загальнотеоритичним принципам управління та співвідношення структурно-функціональних характеристик в діяльності управлінської структури [2]. Вважаємо, що визначений перелік функцій наглядової ради ПФ повинен мати відповідний обсяг повноважень, а саме наглядова рада повинна бути наділена повноваженнями ініціювання проведення аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду, ініціювання внесення змін до регламенту фонду, погодження рішення про укладення договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна, ознайомлення в будь-який час із станом виконання інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів. Також наглядова рада повинна мати повноваження на звернення до ДКЦПФР з ініціативою про розгляд питання про заміну КУА у встановленому Комісією порядку. В якості додаткового засобу зберігання активів фонду доцільним є закріплення повноваження наглядової ради на погодження здійснення КУА значних правочинів (наприклад, в розмірі 10 відсотків вартості активів фонду). Таке повноваження є актуальним як для ПФ, так і для КІФ. Особливим, на нашу думку, актуальним є реалізація визначених повноважень у закритих інвестиційних фондах, адже викуп інвестиційних сертифікатів тут передбачається в кінці строку існування, а тому учасники повинні мати хоча б мінімальні можливості для контролю та моніторингу використання їхніх коштів. Наприклад, в законодавстві Республіки Казахстан передбачено існування такого органу управління як загальні збори держателів паїв закритого інвестиційного фонду з широкими повноваженнями, що перебувають у їх виключній компетенції [3]. Тому вважаємо, що створення наглядової ради ПФ повинно бути встановлено в законі як обов'язкове, а не факультативне. Одночасно надання в межах статті 25 Закону України «Про ІСІ» наглядовій раді ПФ запропонованого обсягу реальних повноважень по контролю за діяльністю КУА буде ще одним засобом захисту прав інвесторів.

При здійсненні дослідження інституційного інвестування необхідно сказати декілька слів про трастову форму інвестиційних фондів, що достатньо поширена в країнах англосаксонської системи права та часто дискутується за для застосування в Україні. Чинне законодавство України передбачає існування особливого виду права власності – права довірчої власності, яке виникає внаслідок закону або договору управління майном (частина 2 статті 316 Цивільного кодексу України). Інститут довірчої власності передбачає розчеплення права власності: одна частина повноважень (управління, розпорядження активами) належить довірчому власнику, а інша (отримання доходу) – установнику управління або встановленому ним вигодонабувачу. Довірчий власник виступає в господарському обороті як справжній власник і може відчужувати активи, що перебувають у довірчій власності. Сутність трасту полягає у добросовісній, кваліфікованій діяльності довірчого власника, спрямованій на забезпечення отримання найбільшої вигоди бенефіціарієм.

Континентальна система права традиційно не дозволяє такого „розчеплення” права власності, оскільки її основним постулатом є неможливість існування двох власників на одне й те саме майно. Право власності континентальної системи права розщеплювати не можна – воно або втрачається власником, або повністю залишається з ним [4]. Проте запозичення інституту трасту, його впровадження в цивільне законодавство та господарський обіг є корисним, оскільки за допомогою трасту на сучасному світовому фондовому ринку вирішуються питання управління цінними паперами. А встановлена в статті 1040 Цивільного кодексу України заборона на стягнення на майно, передане в управління, за вимогою кредитора установника управління, окрім випадку визнання установника управління банкрутом або звернення стягнення на майно як предмет застави, є способом захисту майнових прав власника цінних паперів, адже норми глави 70 Цивільного кодексу України є загальними і застосовуються при здійсненні правового регулювання відносин, предметом яких є цінні папери.

Фактично використання інституту трасту на фондовому ринку має місце чинному законодавстві та використовується в господарському обороті і до запровадження норм глави 70 Цивільного кодексу України в 2003 році. Це є один з видів професійної діяльності - діяльність з управління цінними паперами, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, як і належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах третіх осіб (пункт 4 статті 4 Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”), що ми більш детально розглянемо нижче.

Щодо можливого існування трастових інвестиційних фондів в Україні, то інколи їх ототожнюють з пайовими інвестиційними фондами, що, на нашу думку, є юридично некоректним. Адже до ПФ інвестор не надає в управління майнові активи, цінні папери, а придбаває інвестиційний сертифікат і по суті надає до фонду грошові кошти, що не може бути предметом договору управління (пункт 2 статті 1030 Цивільного кодексу України). Викуп інвестиційних сертифікатів також можливий виключно грошовими коштами (частина 3 статті 42 Закону України „Про ІСІ”), що виключає передачу цінних паперів як внеску для наступного управління. Придбання інвестором інвестиційного сертифіката ПФ здійснюється шляхом укладення з КУА договору про приєднання до ПФ, а не договору управління (частина 4 статті 25 Закону України „Про ІСІ”). КУА фактично першочергово здійснює управління грошовими коштами інвестуючи їх в активи. Наведене свідчить про юридичну складність, неможливість застосування передбачених главою 70 ЦК України преференцій установника управління для інвесторів ПФ. Більше рис довірчого управління мають відносини між КУА та КІФ. Але також, хоча за децю іншими правовими

підставами не можливо розглядати договір між КІФ та КУА про управління активами КІФ в якості договору довірчого управління в розмінні глави 70 ЦК України. Так, КУА здійснює управління активами КІФ не від свого імені як управитель, а від імені КІФ (частина 5 статті 11 Закону України „Про ІСІ”). Також в якості активів, що передаються від КІФ до КУА, крім передбачених в статті 10 Закону України „Про ІСІ” складових статутного фонду, основними активами є грошові кошти отримані від розміщення акцій КІФ, що також не відповідає вимогам щодо довірчого управління (частина 2 статті 1030 ЦК України). Таким чином, визначені відмінності свідчать про неможливість отожднювання інститутів спільного інвестування з трастами, а відповідно і застосовувати до їх правового регулювання норми глави 70 ЦК України.

Розглянуті нами питання та наведені пропозиції щодо оптимізації правового регулювання діяльності ІСІ охоплюють лише незначну частину правовідносин пов'язаних з професійним інституційним інвестуванням. Проте вважаємо, що внесення змін до існуючого правового регулювання повинно створити більш сприятливі умови для потенційного інвестора та стимулювати інвестиційні процеси з використанням інститутів спільного інвестування.

РЕЗЮМЕ

В статті розглядаються питання правового регулювання діяльності інститутів спільного інвестування, підготовлено пропозиції щодо його удосконалення.

Ключові слова: інститути спільного інвестування, корпоративні та пайові інвестиційні фонди, трасти.

РЕЗЮМЕ

В статье рассматриваются вопросы правового регулирования деятельности институтов совместного инвестирования, подготовлены предложения по его совершенствованию.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования, корпоративные и паевые инвестиционные фонды, трасты.

SUMMARY

The article considers questions of legal regulation activity of institutes of joint investment, propositions for its acceleration are prepared.

Key words: institutes of joint investment, corporate and share investment funds, trusts.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ:

1. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Издательство «Экзамен», 2002.- С. 105.
2. Аверьянов В.Б. Аппарат государственного управления: содержание деятельности и организационные структуры. - К.: Наук. думка, 1990. - С.35.
3. Стаття 30 Закона Республики Казахстан «Об инвестиционных фондах» от 7 июля 2004 года № 576-2 // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pavlodar.com/zakon>.
4. Севрюкова И.Ф. Вещные права и доверительная собственность в гражданском законодательстве Украины // Право собственности в Украине. – К.. 1996. – С. 149.

УДК 330.332

ОПТИМІЗАЦІЯ ПРАВОВОГО РЕЖИМУ ДІЯЛЬНОСТІ СЕЗ І ТПР

Разбейко Н.В., науковий співробітник РФ НІСД в м. Донецьку

Окремі питання правового режиму СЕЗ і ТПР досліджено в роботах В. Андрєєва, Л. Васильєва, Т. Єршової, В.П. Кузьменко, Л.І. Кузнєцова Ю.В. Макогона, В.П. Письмак, О. Соїної та інших. Проте, оптимізації правового режиму діяльності СЕЗ і ТПР на сучасному розвитку економіки країни уваги приділено недостатньо.

Мета дослідження – визначити поняття „правового режиму СЕЗ і ТПР”, розмежувати поняття „правового режиму СЕЗ і ТПР” та сходне поняття „спеціального режимом господарювання СЕЗ та ТПР”; визначити оптимальні критерії оцінки діяльності СЕЗ і ТПР.

Оптимізація (від лат. Optimum - найкраще) - максимізація економічного добробуту суспільства по відношенню до макроекономічних цілей. Найбільш надійним способом знаходження найкращого варіанту є порівняльна оцінка всіх можливих варіантів (альтернатив) [1]¹. Отже, щоб з'ясувати як саме слід щось оптимізувати, необхідно визначити *об'єкт та предмет дослідження, критерії порівняння, і власне порівняльна оцінка всіх можливих варіантів*.

Об'єкт дослідження – є сукупність відносин, що складаються в процесі діяльності СЕЗ і ТПР.

Предмет дослідження – оптимізація правового режиму діяльності СЕЗ і ТПР, яка визначається специфікою правового регулювання, методами та механізмом їх дії: теоретико-правові основи та прикладні аспекти аналізу та систематизації діяльності СЕЗ і ТПР.

Можна погодитись з точкою зору, що під **правовим режимом** слід розуміти певний порядок правового

© Разбейко Н.В., 2011

¹ Большая советская энциклопедия. — М.: Советская энциклопедия. 1969 -1978.// Режим доступу:<http://dic.academic.ru/searchall.php?SWord=%D0%9E%D0%BF%D1%82%D0%B8%D0%BC%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F&stypе=0>