

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКО-ПРАВОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

На правах рукопису

ВІХРОВ СЕРГІЙ ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 346.54 (346.62)

ПРАВОВИЙ СТАТУС ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

**Спеціальність 12.00.04 – господарське право,
господарсько-процесуальне право**

**Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата юридичних наук**

**Науковий керівник
Переверзєв Олександр Миколайович,
кандидат юридичних наук, доцент**

Донецьк – 2012

ЗМІСТ

Перелік умовних позначень	3
Вступ	4
Розділ 1. Загальна правова характеристика інституційних інвесторів на ринку цінних паперів	16
1.1. Місце і роль інституційних інвесторів на ринку цінних паперів	16
1.2. Поняття, загальні ознаки та основні види інституційних інвесторів	39
1.3. Правовий статус інституційних інвесторів за зарубіжним законодавством та іноземних інвесторів на ринку цінних паперів України	57
Висновки до розділу 1	73
Розділ 2. Правовий статус інститутів спільного інвестування	77
2.1. Поняття і класифікація інститутів спільного інвестування, порядок їх створення, управління та припинення	77
2.2. Майнова основа господарської діяльності інститутів спільного інвестування та її обслуговування	101
2.3. Правове регулювання здійснення інвестиційними фондами інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів	123
Висновки до розділу 2	138
Розділ 3. Правовий статус інституційних інвесторів, для яких інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів не є основною	145
3.1. Недержавні пенсійні фонди як інституційні інвестори на ринку цінних паперів	145
3.2. Страхові компанії, інші фінансові установи як інституційні інвестори на ринку цінних паперів	166
Висновки до розділу 3	184
Висновки	189
Список використаних джерел	198
Додатки	236

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ГК	Господарський кодекс
Держфінпослуг	Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг
ДКЦПФР	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку
Закон про ІСІ	Закон України „Про інститути спільного інвестування” від 5 липня 2012 р.
Закон про НПЗ	Закон України „Про недержавне пенсійне забезпечення” від 9 липня 2003 р.
Закон про ЦПФР	Закон України „Про цінні папери та фондовий ринок” від 23 лютого 2006 р.
ІСІ	Інститут спільного інвестування
КІФ	Корпоративний інвестиційний фонд
КУА	Компанія з управління активами
Нацкомфінпослуг	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
НПФ	Недержавний пенсійний фонд
ПІФ	Пайовий інвестиційний фонд
ФБУ	Фонд банківського управління
ЦК	Цивільний кодекс

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. В Україні, яка розвивається шляхом ринкових перетворень, активно відбувається становлення і послідовний розвиток ринку цінних паперів. Достатньо вказати, що вже нині обсяги торгів на вказаному ринку співставні з обсягами реалізації промислової продукції (робіт, послуг). Так у 2007 р., характерному тим, що передував початку світової фінансової кризи, в Україні обсяг торгів на ринку цінних паперів складав 754,31 млрд. грн., а обсяг промислової продукції, продукції сільського господарства та виконаних будівельних робіт разом – 763,58 млрд. грн. [243, додаток 1].

Основною функцією ринку цінних паперів є інвестиційна, яка відображає призначення цього ринку як нової для нашої держави, ринкової моделі інвестиційного процесу. Головним завданням, що має виконувати вказаний ринок, є забезпечення умов для залучення інвестиційних ресурсів за допомогою різноманітних фінансових інструментів та спрямування цих ресурсів на розвиток економічної і соціальної сфери. Світовий досвід свідчить, що ринок цінних паперів здатний забезпечувати гнучкий перерозподіл ресурсів між секторами економіки, максимально можливі обсяги фінансових надходжень до суб'єктів господарювання, створення необхідних умов для стимулювання накопичення та трансформації заощаджень в інвестиції за взаємно прийнятною ціною.

Сказане зумовлює виключне значення інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів у розвитку продуктивних сил Української держави, її роль у залученні інвестицій в економіку, а також зростання ролі інвестора на вказаному ринку як суб'єкта, що визначає функціонування самого цього ринку, забезпечуючи інвестиційний процес необхідними джерелами фінансування.

Серед інвесторів на ринку цінних паперів окремо виділяються інституційні інвестори, якими визнаються інститути спільного інвестування –

пайові та корпоративні інвестиційні фонди (далі – ІСІ), недержавні пенсійні фонди (далі – НПФ), фонди банківського управління (далі – ФБУ), страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Інституційні інвестори, з одного боку, залучають грошові кошти своїх клієнтів – інвесторів індивідуальних, безпосередніх, а з іншого, залучені кошти без збитку для інтересів цих клієнтів інвестують у різні цінні папери (фондові цінності). Дохід, який вони при цьому отримують, за вирахування витрат розподіляється між клієнтами пропорційно їхнім часткам (інвестиційні фонди) або спрямовується на фінансування основної діяльності в інтересах цих клієнтів (пенсійні фонди, страхові компанії та інші).

Діяльність із спільного інвестування активно розвивається в сучасній Україні. Станом на 1 січня 2012 р. на вітчизняному ринку цінних паперів зареєстровано 1428 ІСІ, з них такими, що фактично функціонують, є 1261. НПФ в управлінні станом на вказану дату було 92. Кількість компаній з управління активами (далі – КУА) на кінець 2011 р. становила 339 [279]. Загальний обсяг зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) випусків цінних паперів ІСІ станом на 1 січня 2011 р. складав 252,75 млрд. грн., у тому числі інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів (далі – ПФ) 222,95 млрд. грн., акцій корпоративних інвестиційних фондів (далі – КІФ) 29,80 млрд. грн. При чому, позитивну динаміку розвитку ІСІ тут підтверджує те, що у структурі зареєстрованих НКЦПФР емісійних випусків цінних паперів у 2010 р. цінні папери ІСІ у порівнянні з акціями та іншими цінними паперами складають найбільшу частку – 47,59 %. У регіональному розрізі станом на 1 січня 2011 р. ІСІ проводили свою діяльність у 13 областях України [233] При чому, як за кількістю КУА та ІСІ, так і за загальною вартістю активів лідирує м. Київ та Київська область, де станом на вказану дату було зосереджено 236 КУА та 70% ІСІ, обсяги активів яких складала 72,3% від загального обсягу активів

ІСІ. Друге місце посідає Дніпропетровська область (25 КУА, 8,1% ІСІ та 12,6% обсягів активів), третє – Харківська область (21 КУА, 6,3% ІСІ та 5,8% обсягів активів) [249].

Наведена характеристика вітчизняного ринку цінних паперів та діяльності із спільного інвестування на ньому у цілому відображає світові тенденції. Недержавні пенсійні фонди, інвестиційні фонди, страхові компанії традиційно є найактивнішими учасниками ринків цінних паперів розвинутих країн. В Україні ці інститути поки що перебувають на початковому етапі свого розвитку, а вплив ринку цінних паперів на матеріальне виробництво поки не досягає необхідних розмірів, невелика і популярність цінних паперів серед широких верств населення. Проте подальший розвиток ринку цінних паперів значною мірою залежатиме саме від розвитку інституційних інвесторів, їх ефективності і розміру. Розвиток інституційних інвесторів матиме позитивний вплив на економіку України через сприяння ефективнішому перерозподілу капіталу, розширення пропозиції інвестиційних ресурсів, посилення стимулів їх ефективного використання. Цілеспрямоване створення мережі інституційних інвесторів є невід’ємною складовою сучасного етапу формування ринкових відносин в Україні.

Реалії відзначених економічних процесів, що об’єктивно відбуваються в умовах взаємодії державного регулювання і механізму вільної саморегуляції ринку цінних паперів, потребують адекватного правового регулювання. В аспекті даного дослідження особливо актуальним вважається чітке і недвозначне визначення правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів з урахуванням особливостей окремих категорій таких інвесторів, правове забезпечення їх становлення і подальшого розвитку, всебічного і повного захисту прав та законних інтересів.

В юридичній науці окремі питання правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів розглядалися при дослідженні інвестиційної діяльності та правового статусу інвесторів у цілому (О. М. Вінник, О. Р. Кібенко, В. В. Поєдинок), при дослідженні різних аспектів

функціонування ринку цінних паперів та інших ринків фінансових послуг (Н. В. Дроздова, О. В. Кологойда, Н. С. Кузнецова, І. Р. Назарчук, Л. В. Панова, А. О. Приступко), правового становища окремих учасників цих ринків та посередницької діяльності на них (А. В. Попова, І. Л. Нурзад, В. В. Резнікова), а також при дослідженні правових аспектів управління майном (Р. А. Майданик, М. В. Мащенко). Предметом розгляду виступають й окремі аспекти спільного інвестування (Т. С. Гудіма, Ю. М. Жорнокуй, В. І. Полухович, О. А. Слободян, Г. М. Шовкопляс) та діяльності інституційних інвесторів (Ю. В. Вітка, О. М. Гнатів, В. В. Мазнева). Правовим та організаційним засадам функціонування інститутів спільного інвестування в Україні було присвячено спеціальне дисертаційне дослідження В. М. Бутузова (2000 р).

У цілому ж комплексне дослідження правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів у сучасний період розвитку ринкової економіки (особливо в умовах дії Законів України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 р., „Про недержавне пенсійне забезпечення” від 9 липня 2003 р. та інших актів законодавства) не проводилося. Зазначена проблема набуває актуального наукового і практичного значення та потребує глибокого і системного теоретичного опрацювання, розробки і впровадження рекомендацій із вдосконалення правового статусу інституційних інвесторів.

Усе вищевикладене вказує на актуальність обраної теми дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт Інституту економіко-правових досліджень НАН України за темою «Основи правового регулювання економіки України» (державний реєстраційний номер 0108U000191), у рамках якої автором як співвиконавцем досліджено питання правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів та обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення відповідного законодавства.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є розробка та обґрунтування теоретичних положень та практичних рекомендацій щодо вдосконалення правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів. Відповідно до визначеної мети поставлені такі основні завдання дослідження:

обґрунтування доцільності використання господарсько-правового підходу до регулювання і дослідження відносин на ринку цінних паперів за участю інституційних інвесторів;

з'ясування місця і ролі інституційних інвесторів на вказаному ринку, їх класифікація, виявлення характерних ознак і формулювання поняття;

аналіз засад правового статусу інституційних інвесторів за зарубіжним законодавством та іноземних інвесторів на ринку цінних паперів України;

дослідження та узагальнення положень щодо правового статусу ІСІ, їх поняття та класифікації, порядку створення, управління та припинення, майнової основи господарювання та її обслуговування, умов здійснення ІСІ інвестиційної діяльності;

дослідження та уточнення основних положень щодо правового статусу НПФ, страхових компаній та ФБУ як інституційних інвесторів.

Об'єктом дослідження є сукупність суспільних відносин, що складаються у процесі організації та здійснення інституційними інвесторами інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів.

Предметом дослідження є правовий статус інституційних інвесторів.

Методологічну основу дослідження складають загальнофілософський метод матеріалістичної діалектики, загальнонаукові методи наукового пізнання (системно-структурний, аналітико-синтетичний, формально-логічний, моделювання), спеціальні міждисциплінарні (синергетичний, праксеологічний) та спеціальні юридичні (методи тлумачення норм права, порівняльно-правовий) методи. Застосування системно-структурного, аналітико-синтетичного та формально-логічного методів дало можливість виявити місце і роль інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, їх

основні характерні ознаки та сформулювати поняття таких інвесторів, проаналізувати правовий статус ІСІ, НПФ, страхових компаній, ФБУ. Методи моделювання та порівняльно-правовий використано при аналізі правового статусу інституційних інвесторів за зарубіжним законодавством. Синергетичний підхід відображений в економіко-правовій характеристиці категорії „ринок цінних паперів” та інвестиційної діяльності на ньому. Застосування висновків праксеології та методів тлумачення норм права лежать в основі аналізу динаміки правового статусу інституційних інвесторів, в обґрунтуванні висновків і практичних рекомендацій.

Науково-теоретичною базою дослідження є, крім робіт зазначених вище авторів, роботи таких вітчизняних і зарубіжних вчених – юристів та економістів, як: С. С. Алексєєв, О. А. Беяневич, І. А. Бланк, А. Г. Бобкова, О. П. Віхров, Р. Ф. Гринюк, С. М. Грудницька, Д. В. Задихайло, Л. Л. Ігоніна, О. Р. Зельдіна, Г. Л. Знаменський, Дж. Кейнс, В. М. Коссак, В. В. Лаптев, В. К. Мамутов, В. Д. Миловидов, О. М. Мозговий, Г. М. Остапович, О. П. Подцерковний, А. В. Портнов, І. В. Спасибо-Фатєєва, О. І. Харитонова, Р. Б. Шишка, В. С. Щербина, О. Х. Юлдашев, О. С. Янкова та інші.

Нормативну основу дослідження склали акти чинного господарського, адміністративного, фінансового, цивільного та іншого законодавства України, законодавство окремих зарубіжних країн та основні законодавчі акти ЄС, емпіричну основу – статистичні дані, узагальнення практики діяльності інституційних інвесторів, судова практика.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в тому, що дисертація є першим у вітчизняній юридичній науці системним господарсько-правовим дослідженням правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, на основі якого обґрунтовано нові положення та розроблено пропозиції щодо вдосконалення правового регулювання організації та діяльності вказаних інвесторів. Наукова новизна одержаних результатів конкретизується в теоретичних положеннях і висновках, основними з яких є такі.

Вперше:

- виявлено основні загальні ознаки інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, ґрунтуючись на яких запропоновано визначення цих інвесторів, яке доцільно закріпити у законодавстві: інституційні інвестори на ринку цінних паперів – це господарські організації зі статусом фінансової установи, які на професійних засадах здійснюють на вказаному ринку господарську діяльність з фінансового інвестиційного посередництва, що полягає у залученні фінансових активів індивідуальних інвесторів та їх подальшому розміщенні у цінні папери та інші фінансові активи з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів;

- обґрунтовано положення про визнання ІСІ професійними учасниками ринку цінних паперів як таких, що разом з іншими професійними учасниками обслуговують вказаний ринок і складають його інфраструктуру, оскільки діяльність ІСІ на цьому ринку є для них основною та виключною, а також запропоновано та сформульовано відповідні зміни до законодавства;

- обґрунтовано необхідність і запропоновано внесення змін до законодавства з метою його вдосконалення, єдиного розуміння і застосування, запобігання подвійному тлумаченню: до Закону про ЦПФР, Закону про ІСІ, Закону про НПЗ, Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд”, деяких інших законів та окремих підзаконних нормативно-правових актів.

Удосконалено:

- класифікацію інституційних інвесторів за критерієм місця, яке займає для них інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів відносно основної статутної діяльності, з виділенням двох основних груп таких інвесторів: ІСІ, що спеціально створюються для провадження інвестиційної діяльності, яка є для них основною та виключною; фінансових установ, які діють на ринках інших фінансових послуг (НПФ, ФБУ, страхові компанії та інші), а інвестиційна діяльність для них є додатковим джерелом фінансування;

- положення щодо правосуб'єктності ПФ та ФБУ, що не є господарськими організаціями, а перебувають в управлінні відповідно КУА та уповноваженого банку, які є суб'єктами господарювання і юридично виступають як інвестори у відносинах за участю відповідних ПФ та ФБУ;

- положення щодо правосуб'єктності НПФ, які наряду з провадженням діяльності у соціальній сфері здійснюють господарські операції з пенсійними активами, розміщуючи (інвестуючи) їх та отримуючи дохід на користь учасників фонду, і в цій частині виступають як суб'єкти господарювання;

- визначення поняття ІСІ, яке запропоновано закріпити у п. 10 ч. 1 ст. 1 Закону про ІСІ таким чином: „Інститут спільного інвестування (ІСІ) – це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який на професійних засадах провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів та інших фінансових активів інвесторів і вкладенням їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші дозволені активи в інтересах вказаних інвесторів за власний рахунок чи за рахунок цих інвесторів, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.”;

- пропозицію щодо визнання венчурного інвестора суб'єктом інноваційної діяльності шляхом доповнення ч. 10 ст. 7 Закону про ІСІ вказівкою про те, що венчурний фонд спрямовує свою діяльність переважно на фінансування об'єктів інноваційної діяльності та інноваційних підприємств з метою комерційної реалізації інновацій;

- положення, що інвестиційні сертифікати ПФ входять до окремої групи цінних паперів, які посвідчують відносини з управління майном, з уточненням, що цю групу цінних паперів доречно позначити у ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР та іншому відповідному законодавстві як цінні папери участі, а також що заставна як цінний папір характеризується поєднанням у неї одночасно ознак іпотечного та боргового цінного паперу;

- визначення торговців цінними паперами як суб'єктів господарювання (господарських організацій у формі господарських товариств, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, та банків), що створюються у встановленому законом порядку, здійснюють професійну діяльність з торгівлі цінними паперами на підставі ліцензії НКЦПФР і володіють спеціальною господарською правосуб'єктністю;

- положення про необхідність визначення основних вимог до проспекту емісії цінних паперів ІСІ безпосередньо у Законі про ІСІ з деталізацією цих вимог у відповідних нормативно-правових актах НКЦПФР;

- положення про необхідність безпосередньо у Законі „Про страхування” встановити правила формування, обліку та розміщення страхових резервів за усіма видами страхування, обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені вказані резерви, а також порядок здійснення страховими компаніями інвестиційної діяльності;

- положення про необхідність запровадження обов'язкової реєстрації правил ФБУ в Нацкомфінпослуг та ведення нею дежавного реєстру ФБУ, встановлення на законодавчому рівні вимог до названих правил, до правил формування оперативного резерву та додаткового спеціального резерву страхування коштів ФБУ і з визначенням положення про інвестиційну діяльність ФБУ, а також про необхідність запровадження розмежування функцій управління активами ФБУ та їх зберігання шляхом залучення КУА.

Дістали подальший розвиток:

- положення щодо визначення кола учасників ринку цінних паперів у частині віднесення до професійних учасників вказаного ринку рейтингових агентств, а також визнання прямими, безпосередніми учасниками цього ринку НКЦПФР, її територіальних органів, інших органів, що здійснюють регулювання вказаного ринку, у тому числі саморегулювних організацій професійних учасників у випадках делегування їм окремих прав з регулювання цього ринку, як учасників організаційно-господарських

відносин, що на ньому складаються, в яких усі названі органи виступають у якості суб'єктів організаційно-господарських повноважень, законодавчо наділених господарською компетенцією щодо суб'єктів господарювання – інших учасників даного ринку у процесі його управління та регулювання;

- положення про врахування у вітчизняному законодавстві тенденцій та наслідків, що обумовлені адаптацією законодавства України до законодавства ЄС, входженням нашої держави у світове співтовариство – в плані проведення збалансованої політики, яка дала б змогу залучити іноземний капітал і в той же час уникнути його експансії, гарантувати захист національних інтересів та цілісність вітчизняного ринку;

- положення щодо розмежування анулювання ліцензії та відмови від ліцензії в частині виділення відмови від ліцензії у самостійну підставу припинення її дії у Ліцензійних умовах провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами) від 26 травня 2006 р. № 341;

- положення щодо дослідження правового статусу інституційних інвесторів у динаміці шляхом виявлення й аналізу основних видів господарських відносин за участю таких інвесторів, а саме:

організаційно-господарських зобов'язань з реєстрації ІСІ та НПФ як фінансових установ, з припинення ІСІ та НПФ, з ліцензування діяльності КУА ІСІ та НПФ, з реєстрації випуску цінних паперів ІСІ та проспекту їх емісії, з подання звіту про результати розміщення цінних паперів ІСІ, із зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ, з вилучення ІСІ з Реєстру ІСІ, з реєстрації інвестиційної декларації НПФ;

майново-господарських договірних зобов'язань з обслуговування ІСІ та забезпечення їхньої діяльності (з управління активами КІФ, з обслуговування ІСІ зберігачем, з проведення незалежної оцінки нерухомого майна ІСІ, з проведення аудиторської перевірки ІСІ), з розміщення та з викупу цінних паперів ІСІ, з адміністрування НПФ, з управління активами НПФ, з

обслуговування НПФ зберігачем, з розміщення пенсійних активів НПФ у цінні папери;

абсолютних господарських відносин з ведення власної господарської діяльності КУА стосовно створеного нею ПФ.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що сформульовані у дисертаційному дослідженні положення та пропозиції доповнюють теорію господарського права щодо правового статусу інституційних інвесторів і можуть бути використані в подальших теоретичних дослідженнях, а також при вдосконаленні законодавства про інвестиційну діяльність на ринку цінних паперів та практики його реалізації, у практичній діяльності інституційних інвесторів та інших учасників вказаного ринку, у навчальному процесі при викладанні правових дисциплін для студентів юридичних та економічних спеціальностей.

Запропоновані зміни до ст. 356 ГК України та пропозиції до проекту Закону України „Про фонди банківського управління” № 9093/П були подані на розгляд Верховної Ради України (Додаток А – довідка № 35-1/17 від 22 листопада 2012 р.). Матеріали дисертаційного дослідження впроваджені в діяльності Реєстраційної палати Чернігівської міської ради у процесі реєстрації інституційних інвесторів – корпоративних інвестиційних фондів, компаній з управління активами, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній (Додаток Б – довідка № 3-24/1665 від 30 листопада 2012 р.), використовуються при вирішенні спорів за участю інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній у Деснянському районному суді м. Чернігова (Додаток В – довідка № 01-40/30/12 від 23 листопада 2012 р.), а також у навчальному процесі при викладанні курсів „Господарські зобов’язання”, „Договірне право”, „Правове регулювання ринку цінних паперів” у Чернігівському державному інституті економіки і управління МОНмолодьспорту України (Додаток Г – довідка № 302-04/790 від 3 грудня 2012 р.).

Особистий внесок здобувача. Основні результати дисертаційної роботи отримано автором самостійно на основі аналізу наукових публікацій, законодавства України, інших держав, законодавства ЄС, вивчення та узагальнення правореалізаційної практики. Внесок дисертанта у праці, опубліковані у співавторстві, відзначено у списку публікацій основних результатів роботи.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та висновки дисертації висвітлювалися на VII міжнародній науково-практичній конференції „Місто, регіон, держава: економіко-правові проблеми господарювання” (Донецьк, 2009), на Всеукраїнській науково-практичній конференції „Господарсько-правове, цивільно-правове та фінансово-правове забезпечення розвитку сучасної економіки України у період економічної кризи” (Донецьк, 2009), на Шостій міжнародній науково-практичній інтернет-конференції „Економіко-правові дослідження у XXI столітті: правове забезпечення економічного суверенітету України в умовах поглиблення міжнародної інтеграції” (Донецьк, 2010), на II Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції „Гармонізація правових засад підприємництва” (Луганськ, 2011), на Десятій міжнародній науково-практичній інтернет-конференції „Економіко-правові дослідження у XXI столітті: загальні проблеми господарського права на сучасному етапі розвитку суспільства” (Донецьк, 2012).

Публікації. Основні положення та висновки дисертації викладені у 12 друкованих наукових працях, з яких 8 праць опубліковано у спеціалізованих фахових виданнях.

РОЗДІЛ 1

ЗАГАЛЬНА ПРАВОВА ХАРАКТЕРИСТИКА ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Місце і роль інституційних інвесторів на ринку цінних паперів

Ринок цінних паперів (фондовий ринок) виступає одним з важливих складових елементів ринкової економіки. Він забезпечує акумуляцію тимчасово вільних коштів підприємств і населення та їхній перерозподіл у формі інвестицій на розвиток виробництва і сфери послуг, передбачає встановлення необхідних контактів між суб'єктами господарювання, які мають потребу в таких коштах, і тими, хто хотів би інвестувати надлишковий дохід. Світовий досвід підтверджує, що розвиток національної економіки багато в чому визначається розвитком ринку цінних паперів. Формування в сучасній Україні розвиненого, цивілізованого, ефективного ринку цінних паперів, привабливого для внутрішніх та зовнішніх інвесторів – найголовніше завдання у цій сфері.

В аспекті даної роботи слід ще раз підкреслити, що формування ринку цінних паперів в Україні спрямовано на створення нової, ринкової моделі інвестиційного процесу. Раніше, у період доринкової економіки цей процес здійснювався централізовано, на планових засадах і переважною мірою був монополією держави. З переходом до ринку до інвестиційної діяльності активно залучаються приватні інвестори, суб'єкти господарювання самостійно або через фінансових посередників знаходять грошові ресурси на фінансових ринках у необхідних їм обсягах, формах і за прийнятною ціною. Отже, ринок цінних паперів (фондовий ринок) на сьогодні реально складає серцевину механізму інвестування [271, с. 38].

Економічною наукою ринок цінних паперів розглядається як складова ринку фінансових ресурсів, іншими частинами якого називають ринок банківських кредитів, валютний, а інколи й страховий ринки [90, с.8 – 9; 96,

с. 8 – 9; 262, с. 20 та ін.]. Найбільш тісно ринок цінних паперів межує саме з ринком банківських кредитів, їх інколи разом іменують ринком позичкових капіталів, або ринком інвестицій [119], де акумулюються вільні засоби виробництва у грошовій формі. Та й історично фондовий ринок починає розвиватися на основі позичкового капіталу, оскільки купівля цінних паперів означає не що інше, як передачу частини грошового капіталу у позику. Стосовно нашої держави приватизація та акціонування приватної власності, розвиток підприємництва та банківсько-кредитних інститутів призвели до інтенсивного розвитку грошових і кредитних відносин, виникнення ринку позичкових капіталів, структура якого складається в основному з двох елементів: кредитно-фінансових інститутів та інститутів ринку цінних паперів. Тобто, ринок цінних паперів доповнює систему банківського кредиту та тісно взаємодіє з нею [1; 99 та ін.]. В деяких європейських країнах, і значною мірою в Україні, основну посередницьку роль на ринку цінних паперів відіграють саме найбільші комерційні банки.

У той же час істотною перевагою ринку цінних паперів перед ринком банківських кредитів є те, що банки рідко й неохоче видають кредити більше ніж на рік, при чому під досить високі відсотки. Випускаючи ж цінні папери підприємці можуть отримати необхідні для господарської діяльності грошові кошти значно дешевше і на більш тривалий термін – на декілька десятиліть (облігації) або навіть у безтермінове користування (акції).

Належність ринку цінних паперів (фондового ринку) України до фінансових ринків логічно знайшла офіційне підтвердження й у чинному законодавстві. Так, відповідно до Закону України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. [222] до ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських та інвестиційних послуг, операції з цінними паперами та інші види ринків, що забезпечують обіг фінансових активів. Тобто, ринок цінних паперів (фондовий ринок) офіційно розглядається як один з ринків фінансових послуг.

Щодо самої назви „ринок цінних паперів” і „фондовий ринок” доречно зауважити таке. Відомо, що слово „фонд” широко використовується для визначення різних за змістом економічних понять, найчастіше для визначення суми грошових або матеріальних цінностей, що мають цільове призначення. Так само називають і сукупність цінних паперів, тобто, об’єкти, що обертаються на вказаному ринку. Звідси і пішли терміни „фондовий ринок”, „фондова біржа”. Але, оскільки не всі цінні папери мають своє походження від грошових капіталів, поняття „ринок цінних паперів” у суворому розумінні не в повному обсязі співпадає з поняттям „фондовий ринок”, воно дещо ширше за останнє. В тій частині, в якій ринок цінних паперів має основу на грошах як на капіталі, він називається фондовим ринком, і в цій якості виступає як складова частина фінансового ринку. Фондовий ринок складає більшу частину ринку цінних паперів. Частина, яка залишається, не має самостійної назви, і тому частіше за все поняття ринку цінних паперів та фондового ринку розглядаються як синоніми [7, с. 7; 90, с. 9]. Як справедливо відзначає О. В. Набока, поділ категорій „фондовий ринок” і „ринок цінних паперів” можливо й доречно для розвинутих ринків передових в економічному відношенні країн. Але в умовах ринків, що розвиваються (одним з яких є й вітчизняний ринок), такий поділ навряд чи доцільно робити через нерозвиненість індустрії цінних паперів, структурну несформованість ринку цих інструментів. Крім того, у вітчизняних умовах усі цінні папери виступають єдиним об’єктом регулювання, і виділення з нього будь-яких частин в умовах нестійкості ринку може негативно позначитися на ефективності даного процесу [96, с. 8 – 9].

Ідентичність категорій фондового ринку та ринку цінних паперів знайшла відображення й у законодавстві. Так, згідно ст. 2 Закону про ЦПФР [227] терміни „фондовий ринок” та „ринок цінних паперів” вживаються як тотожні. Саме на такому співвідношенні базується дослідження і в даній дисертаційній роботі, при чому перевага у вживанні надається більш широкому поняттю „ринок цінних паперів”. У той же час не слід ігнорувати

специфіку в зазначених поняттях, їхню категоріальну особливість, оскільки твердження про тотожність вказаних понять, яке сформувалося у вітчизняній літературі та знайшло закріплення у законодавстві, вірне не за своєю сутністю, а за практичним застосуванням [80, с. 7].

Ринок цінних паперів (фондовий ринок) в економіці виконує ряд функцій, серед яких виділяють загальноринкові, притаманні кожному ринку (комерційна, цінова, інформаційна, регулятивна тощо), та специфічні, які відрізняють даний ринок від інших. Специфічними функціями ринку цінних паперів є ті, що пов'язані з його призначенням: перерозподільна – перерозподіл фінансових ресурсів між галузями, сферами економіки, регіонами, територіями й окремими об'єктами, та інвестиційна, яка відображає призначення вказаного ринку як ринкової моделі інвестування.

Інвестиційна функція як одна з найголовніших ринку цінних паперів знайшла офіційне відображення й у нормативно-правових документах. Так, у першому офіційному визначенні вказаного ринку у постанові Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. „Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні” [202], зокрема, відзначається, що ринок цінних паперів є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку громадян за рахунок володіння і вільного розпорядження цінними паперами. В Основних напрямках розвитку фондового ринку України на 2001 – 2005 рр., схвалених Указом Президента від 26 березня 2001 р. [146], зазначалося, що головною метою функціонування та розвитку фондового ринку в Україні є залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення і забезпечення подальшого зростання виробництва.

Про пріоритетність інвестиційної функції ринку цінних паперів, власне спрямованість вказаного ринку на забезпечення інвестиційного процесу, про його відповідне призначення свідчить і світова практика, де інвестиції

переважно визначаються як вкладення саме у цінні папери. Відповідно, для зарубіжної економічної літератури характерним є визначення інвестора як особи, яка здійснює купівлю цінних паперів [237, с. 177]. Акції та облігації у законодавстві окремих держав позначаються терміном „інвестиційні цінні папери”, що наголошує на якості таких паперів бути засобом інвестування, здатним задовольняти відповідні потреби інвесторів. Так, Розділ 8 Єдиного комерційного кодексу США (Uniform commercial code) – одного з основних нормативних документів, що регулюють обіг цінних паперів у цій державі [58, с. 58], носить назву „Інвестиційні цінні папери” („Investment securities”) [54, с. 307 – 343], під якими тут насамперед розуміються акції та облігації, що продаються на фондових біржах. Аналогічне поняття знайоме і французькому праву – *valeurs mobilières*, яке охоплює собою емісійні цінні папери, в основному акції та облігації, що можуть обертатися на фондовій біржі при сприянні фондових маклерів [2, с.183; 21, с. 28].

Дослідження правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, як і дослідження інших правових аспектів функціонування вказаного ринку, на початковому етапі потребує вирішення питання щодо правової природи відносин, які складаються на ньому. Дане питання має як теоретичне, так і практичне значення, оскільки відповідь на нього дозволяє правильно визначити нормативно-правові акти, що підлягають застосуванню при регулюванні вказаних відносин, при вирішенні інших питань організації та діяльності цього ринку, а також у цілому мету, загальні засади, принципи і підходи, що мають бути взяті до уваги при такому регулюванні.

Одне з перших визначень ринку цінних паперів у вітчизняній юридичній науці ґрунтувалося на уявленні про його цивільно-правову природу. Н. С. Кузнецова та І. Р. Назарчук визначали вказаний ринок як сукупність відносин цивільно-правового характеру, що опосередковують рух капіталів у формі цінних паперів [78, с. 8]. Однак обмеження ринку цінних паперів лише цивільно-правовими відносинами не знайшло підтримки навіть серед самих цивілістів. Так, І. В. Спасібо-Фатєєва цілком слушно відзначала,

що між учасниками вказаного ринку виникають відносини не тільки майнового характеру: при розкритті інформації виникають відносини, що не завжди регулюються цивільним правом. Дії суб'єктів ринку цінних паперів не обмежуються лише здійсненням угод, за якими набуваються, змінюються або припиняються цивільні права та обов'язки сторін. Зокрема, при емісії цінних паперів, разом з діями, що породжують виникнення цивільних прав та обов'язків, здійснюються й дії, спрямовані на встановлення, зміну і припинення публічних прав та обов'язків (прийняття емітентом обов'язків з розкриття інформації, становлення права емітента й відповідного обов'язку державних органів щодо розгляду поданих на реєстрацію документів у визначені строки тощо) [244, с. 85 – 109]. Л. В. Панова у дисертаційній роботі з цивілістичних позицій досліджувала юридичну природу, теоретичні і практичні аспекти питань, які виникають при здійсненні господарської діяльності на ринку цінних паперів в Україні [111, с. 2, 15].

У науці фінансового права було запропоновано визначення фондового ринку (ринку цінних паперів) як фінансово-правової системи, у рамках якої здійснюється обіг цінних паперів та відбувається оперативний і масштабний перерозподіл фінансового капіталу, нарощується його інвестиційний ресурс. Фінансове право при цьому було визначено в якості базового регулятора вказаного ринку. [136, с. 16 – 17]. Розуміючи прагнення представників фінансово-правової теорії підняти роль цієї правової галузі в регулюванні відносин на ринку цінних паперів (як і ринках фінансових послуг у цілому) [270], а також не применшуючи фактичну роль фінансового права у такому регулюванні, все ж таки уявляється, що більш доцільно у питанні, яке досліджується, виходити з традиційної доктрини фінансового права, яка поки не зазнала фундаментальних змін у сучасний період. З урахуванням сказаного більш обґрунтованим здається сформульоване в адміністративно-правовій науці визначення ринку цінних паперів як сукупності цивільних, господарських та фінансових правовідносин, що опосередковують рух капіталу у формі цінних паперів [107, с. 4].

Для вирішення питання щодо правової природи відносин, які складаються на ринку цінних паперів, уявляється, слід виходити з того, що цей ринок як явище суспільного буття за своєю сутністю і змістом є економічним, господарським явищем. Призначення його полягає у виконанні відповідних функцій в економіці, які в загальному вигляді окреслені вище, і в кінцевому підсумку спрямоване на розвиток економічної сфери, підвищення ефективності суспільного виробництва. Наукова категорія „ринок цінних паперів (фондовий ринок)” – економічна за змістом, і у цій своїй якості відображає економічні відносини, що виникають під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, котрий знайшов своє вираження у формі цінних паперів.

Враховуючи це, закономірним і логічним буде припущення, що економічна категорія „ринок цінних паперів (фондовий ринок)” за своєю правовою формою є в цілому господарсько-правовою категорією. Відповідно відносини, що складаються на вказаному ринку, є переважною мірою господарськими, такими що регулюються нормами Господарського кодексу (далі – ГК) України та інших актів господарського законодавства. Адже саме ця галузь, як закріплено у преамбулі названого Кодексу, має на меті забезпечення зростання ділової активності суб’єктів господарювання, розвиток підприємництва і на цій основі підвищення ефективності суспільного виробництва, утвердження суспільного господарського порядку в економічній системі України. Господарсько-правовий характер категорії „ринок цінних паперів (фондовий ринок)” знайшов відображення й у відповідній науковій літературі [121; 122; 264, с. 442 – 475 та ін.].

На підтвердження припущення про господарсько-правову природу категорії „ринок цінних паперів (фондовий ринок)”, а, відповідно, і відносин, які складаються на ньому, вважається доцільним визначити ознаки, що характеризують ці відносини як господарські.

Насамперед слід відзначити, що за своїм економічним змістом вказані відносини складаються з приводу господарської діяльності на цьому ринку – діяльності у сфері суспільного виробництва (не у сфері споживання чи будь-

якій іншій), спрямованої на досягнення відповідного соціально-економічного результату. Даний результат набуває вартісного характеру, що має цінову визначеність, і реалізується на ринку за плату, тобто функціонує як товар. Зазначена діяльність на ринку цінних паперів пов'язана з тією стороною суспільного виробництва, де знаходить своє відображення використання майна, де реалізуються право власності та інші майнові права. Здійснюється вона систематично, на професійній основі. І здійснення її засновано на поєднанні приватних інтересів учасників вказаного ринку та публічних інтересів суспільства, держави. Публічні інтереси пов'язані тут з необхідністю створення умов для функціонування ринку цінних паперів з огляду на його функціональне призначення як засобу мобілізації і розміщення фінансових ресурсів в економіці, захисту прав і законних інтересів учасників цього ринку, запобігання порушень на ньому. І, нарешті, ця діяльність є такою, що організує виробництво, тобто, організаційно-майновою діяльністю. Отже, діяльність на ринку цінних паперів відповідає основним ознакам господарської діяльності як вона відображена у господарсько-правовій теорії [264, с. 9 – 18; 274, с. 13 – 19] і визначена у законодавстві [42, ст. 3]. І відносини, що складаються при її здійсненні, мають господарсько-правову природу.

Найбільшого підтвердження припущенню про господарсько-правову природу ринку цінних паперів спроможний надати докладний розгляд у відповідному аспекті суб'єктного складу відносин, що складаються на цьому ринку, адже однією з основних ознак господарської діяльності є спеціальний суб'єктний склад її учасників [23, с. 9]. Доцільність такого розгляду обумовлюється результатами співставлення наведеної у ст. 1 ГК України характеристики господарських відносин як таких, що виникають у процесі організації та здійснення господарської діяльності між суб'єктами господарювання, між цими суб'єктами та іншими учасниками відносин у сфері господарювання, і змістом легального визначення ринку цінних паперів, закріпленим у ст. 2 Закону про ЦПФР.

Крім того, докладний розгляд суб'єктного складу відносин, що складаються на ринку цінних паперів, уявляється необхідним і з метою усвідомлення місця і ролі інституційних інвесторів серед інших учасників вказаного ринку, надання більш повної та об'єктивної їх характеристики.

Як категорія законодавча фондовий ринок (ринок цінних паперів) у ст. 2 названого Закону офіційно визначений як сукупність учасників такого ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів). Слід відзначити, що дане легальне визначення поняття фондового ринку, незважаючи на деяку його неповноту (не відображає відносини із зберігання цінних паперів) та окремі спірні положення (зокрема, щодо одностороннього, вузького трактування теоретичної категорії правових відносин), у цілому вірно визначає даний ринок як системне об'єктивне економіко-правове явище суспільного буття в єдності його статичних та динамічних елементів. Статику ринку цінних паперів складають насамперед самі цінні папери та їх похідні, кожний з видів яких має певну юридичну форму та певний правовий режим існування, а також учасники цього ринку з визначеним правовим статусом, обумовленим роллю, яку окремі учасники та їх групи відіграють на вказаному ринку. Динаміка ринку цінних паперів полягає у сукупності різноманітних відносин між його учасниками щодо цінних паперів – їх розміщення, обігу, обліку тощо, які постійно виникають, змінюються, припиняються, і у своїй множинності утворюють те, що прийнято називати функціонуванням фондового ринку (ринку цінних паперів).

Коло суб'єктів (учасників) ринку цінних паперів, визначене ст. 2 Закону про ЦПФР, включає наступні групи таких суб'єктів: емітенти, інвестори, саморегульовані організації, професійні учасники. Дане положення в цілому відображає уявлення про учасників вказаного ринку, що склалося в науковій літературі [78, с. 48; 264, с. 456].

Емітентами на ринку цінних паперів виступають суб'єкти, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери (акції, облигації, іпотечні

сертифікати, іпотечні облігації, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, інвестиційні сертифікати тощо) та беруть на себе зобов'язання щодо цих паперів перед їх власниками. Аналогічне розуміння поняття „емітент” характерне й для зарубіжного законодавства [54, с. 311 – 312]. До емітентів згідно Закону про ЦПФР належать переважно юридичні особи, які є господарськими організаціями (суб'єктами господарювання) за термінологією ГК України. Законодавчі акти встановлюють певні організаційно-правові форми функціонування емітентів як господарських організацій. Так, найбільш поширеним фінансовим інструментом на ринку цінних паперів України є акції, частка яких за даними економічних досліджень в окремі періоди досягає більш 90 відсотків від загальної кількості зареєстрованих цінних паперів [123, с. 11]. Емітентами акцій виступають акціонерні товариства, у тому числі щодо акцій КІФ емітентами є названі фонди, які створюються у формі акціонерного товариства [198, ст. 8]. Облігації підприємств також розміщуються суб'єктами господарювання – господарськими організаціями, у тому числі об'єднаннями підприємств [212], у випадках і порядку, передбачених законом. Емітентами іпотечних облігацій, іпотечних сертифікатів, сертифікатів фондів операцій з нерухомістю можуть бути виключно господарські організації – банки та інші фінансові установи [201, ст. 2; 200, ст. 40; 223, ст. 48]. Емітентами інвестиційних сертифікатів виступають господарські організації (юридичні особи) – КУА ПФ [198, ст. 1 та ін.].

Тобто, найбільш значною і характерною групою емітентів на ринку цінних паперів фактично є юридичні особи – суб'єкти господарювання (господарські організації), які згідно зі ст. 143 ГК України мають право випускати власні цінні папери, реалізовувати їх громадянам і юридичним особам. Діяльність названих емітентів з розміщення цінних паперів здійснюється ними в економічній сфері (у сфері суспільного виробництва), пов'язана з наданням послуг вартісного характеру, що мають цінову визначеність, і згідно ст. 3 ГК України є господарською діяльністю.

Разом з тим Закон про ЦПФР до кола емітентів цінних паперів відносить також Автономну Республіку Крим і міські ради щодо розміщення облігацій місцевих позик та державу в особі уповноважених органів щодо розміщення державних цінних паперів. Відносини з розміщення цих цінних паперів вказаними емітентами не є господарськими. Як зазначається у ст. 10, 11 названого Закону, емісія державних облігацій та казначейських зобов'язань є частиною бюджетного процесу, отже регулюється нормами фінансового законодавства. Це стосується й облігацій місцевих позик, адже порядок здійснення місцевих запозичень визначається Кабінетом Міністрів відповідно до вимог Бюджетного кодексу України [20; 182]. Але наявність такого окремого, відмінного від загального, режиму регулювання емісії (не обігу!) чітко визначеного обмеженого кола видів цінних паперів, як уявляється, не змінює переважно господарсько-правову природу відносин, що складаються на фондовому ринку.

Щодо інвесторів у цінні папери то ними згідно Закону про ЦПФР визнаються фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на такі папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та (або) набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів згідно до законодавства. Інвестори – юридичні особи та фізичні особи–підприємці виступають як суб'єкти господарювання, які згідно згадуваній ст. 143 ГК України мають право придбавати цінні папери інших суб'єктів. Відносини цих інвесторів з іншими учасниками ринку цінних паперів є господарськими. Відносини ж за участю індивідуальних інвесторів – фізичних осіб, які не зареєстровані як суб'єкти господарювання, не є господарськими і регулюються нормами цивільного законодавства.

Серед даної категорії учасників ринку цінних паперів ст. 2 вказаного Закону виділяє інституційних інвесторів. Враховуючи, що характеристика цих інвесторів буде надана у наступних розділах роботи, у контексті, що викладається, достатнім буде забігаючи наперед відзначити таке. Усі названі інвестори є суб'єктами господарювання і здійснюють відповідний вид

господарської діяльності згідно до згадуваних ознак останньої, відображених у господарсько-правовій теорії та визначених у ст. 3 ГК України.

Ще одна група учасників ринку цінних паперів – професійні учасники. Згідно Закону про ЦПФР професійними учасниками вважаються юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР; до 23 листопада 2011 р. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [140; 207], далі – ДКЦПФР), провадять на цьому ринку професійну діяльність – з торгівлі цінними паперами, з управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність або діяльність з організації торгівлі. Названий Закон та інше законодавство конкретно визначають окремі види професійних учасників ринку цінних паперів і встановлюють певні організаційно-правові форми їх функціонування як суб'єктів господарювання – господарських організацій (юридичних осіб). Так, торговцями цінними паперами виступають господарські товариства, для яких операції з цими паперами є виключним видом діяльності, а також банки [227, ст. 17]. КУА інституційних інвесторів – також господарські товариства, які здійснюють відповідну професійну діяльність [198, ст. 63; 209, ст. 1]. Депозитарну діяльність здійснюють прямі учасники Національної депозитарної системи – депозитарії, зберігачі, реєстратори власників іменних цінних паперів, які є юридичними особами – господарськими організаціями [206, ст. 1]. Діяльність з організації торгівлі цінними паперами здійснюють фондові біржі, які мають організаційно-правову форму господарського товариства або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами [227, ст. 20, 21]. Закон „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30 жовтня 1996 р. [143, абз. 10 ст. 1] до надання професійних послуг на вказаному ринку відносить і діяльність з визначення кредитного рейтингу (рейтингування), яка провадиться спеціалізованими організаціями — рейтинговими агентствами. Тобто, рейтингові агентства також належать до кола професійних учасників ринку цінних паперів.

Із сказаного випливає, що всі категорії професійних учасників ринку цінних паперів є суб'єктами господарювання. Слід відзначити, що дане положення було прямо закріплено в абз. 6 ст. 1 Закону “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” в редакції до 23 лютого 2006 р., згідно якого професійна діяльність на цьому ринку визначалася як діяльність суб'єктів господарювання, і який був виключений з прийняттям Закону про ЦПФР. Дане положення було відображено й у ст. 1 проекту самого Закону про ЦПФР [228]. Наявність у професійних учасників ринку цінних паперів якостей суб'єктів господарювання знайшла обґрунтування і в юридичних дослідженнях [122; 264, с. 450, 464 – 471]. Отже, діяльність, яку професійні учасники провадять на ринку цінних паперів, є господарською.

Такі учасники ринку цінних паперів як саморегулівні організації професійних учасників згідно Закону про ЦПФР являють собою неприбуткові об'єднання цих учасників. Саморегулівні організації утворюються відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР. Основним призначенням їх є забезпечення провадження діяльності професійними учасниками – членами, розроблення і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності. Саморегулівним організаціям НКЦПФР делегуються окремі повноваження з регулювання ринку цінних паперів [227, ст. 49; 177]. Аналогічним чином саморегулівні організації визначаються і в теорії [108, с. 122], що дає підстави кваліфікувати їх як особливі недержавні органи, які можуть здійснювати окремі елементи державного регулювання ринку цінних паперів [106, с. 59; 251]. Делегування повноважень з регулювання ринку цінних паперів саморегулівним організаціям цілком відповідає світовій практиці, яка знайшла закріплення у 30 Принципах такого регулювання, затверджених Міжнародною організацією комісій з цінних паперів у 1998 році [284] і потребує подальшого поширення і розвитку в Україні.

В Україні, як і в усьому світі, здійснюється державне регулювання ринку цінних паперів [117]. ГК України (ст. 166), а більш докладно й Закон

„Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (ст. 2) метою державного регулювання вказаного ринку визначають реалізацію єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів, створення умов для ефективної мобілізації та розміщення фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства та захисту прав учасників цього ринку. Це в основному відповідає рекомендаціям Міжнародної організації комісій з цінних паперів, згідно яких державне регулювання зазначеного ринку має базуватися на трьох основних цілях: захист інвесторів; забезпечення функціонування сприятливого, ефективного та прозорого ринку; зменшення ризику [285]. Поняття державного регулювання ринку цінних паперів, надане у ст. 1 названого Закону як здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за цим ринком, запобігання зловживанням і порушенням, вважається цілком адекватним, хоча у науковій літературі наводяться і більш розширені визначення цього поняття [8, с. 8; 93, с. 39 та ін.].

Згідно ст. 166 ГК України, ст. 5 Закону „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” державне регулювання цього ринку здійснюють НКЦПФР та інші органи державної влади у межах повноважень, визначених законом. В адміністративно-правовій науці панує думка, що названі органи не входять до числа учасників ринку цінних паперів, оскільки вони безпосередньо не беруть участь у відносинах на цьому ринку [7, с. 8]. В багатьох інших наукових джерелах зазначені органи розглядаються як прямі учасники відносин, що складаються на ринку цінних паперів [56, с. 76; 89, с. 107; 119, с. 105]. Друга точка зору знаходить підтвердження й у зарубіжній практиці, де існує уявлення про відповідні відносини як неоднорідні, такі, що включають відносини між професійними учасниками ринку (які у сфері електронної комерції прийнято позначати аббревіатурою „B to B” – Business to Business), між професійними учасниками та клієнтами-непрофесіоналами, „недосвідченими інвесторами” (відповідно „B to C” – Business to Customer), а також відносини імперативного характеру між фінансовими установами та

органами державної влади, що здійснюють регулювання названого ринку (відповідно „B to G” – Business to Government) [281]. У Російській Федерації, зокрема, держава в особі федеральних та регіональних органів розглядається як учасник ринку цінних паперів, що виступає, з одного боку, як емітент державних цінних паперів, і, з другого, в якості регулятора ринку [98, с.45].

Друга точка зору вважається більш обґрунтованою виходячи і з таких міркувань. В аспекті, що розглядається, мова йде про участь названих органів державної влади в організаційно-господарських відносинах, в яких вони виступають у якості суб'єктів організаційно-господарських повноважень, наділених господарською компетенцією щодо суб'єктів господарювання – учасників ринку цінних паперів у процесі управління і регулювання цього ринку. Суб'єктами організаційно-господарських повноважень є НКЦПФР, її територіальні органи, інші органи виконавчої влади та органи місцевого самоврядування, які здійснюють названі повноваження щодо учасників ринку цінних паперів у межах своєї компетенції, визначеної законодавством. Вказані суб'єкти беручи участь в організаційно-господарських відносинах на ринку цінних паперів виступають як безпосередні учасники цього ринку.

Разом з тим, не завжди органи держави та місцевого самоврядування, що беруть участь у відносинах на ринку цінних паперів, виступають як суб'єкти організаційно-господарських повноважень. Це стосується Міністерства фінансів України, коли воно виступає емітентом державних цінних паперів, відповідних органів Автономної Республіки Крим і міських рад як емітентів облігацій місцевих позик. У таких відносинах зазначені органи не мають організаційно-господарських повноважень щодо інших учасників вказаного ринку, а виступають як емітенти з особливим статусом.

А саморегулівні організації професійних учасників, хоча й не є суб'єктами організаційно-господарських повноважень у розумінні ГК України, у випадках делегування їм окремих прав з регулювання ринку цінних паперів наділяються відповідними організаційно-господарськими повноваженнями щодо суб'єктів господарювання. Тобто, вони можуть

розглядатися як певного роду суб'єкти названих повноважень у відповідних організаційно-господарських відносинах на вказаному ринку.

Підводячи підсумок розгляду питання про господарсько-правову природу ринку цінних паперів (фондового ринку) слід відзначити, що на цьому ринку складаються відносини між його учасниками – суб'єктами господарювання, а також між цими суб'єктами та суб'єктами організаційно-господарських повноважень, тобто господарські відносини (господарсько-виробничі та організаційно-господарські згідно ст. 3 ГК України). Саме ці відносини є такими, що переважають на вказаному ринку, і визначають у цілому його господарсько-правову природу. Поряд з господарськими відносинами на ринку цінних паперів складаються й інші – зокрема, фінансові (відносини емісії облігацій місцевих позик, державних цінних паперів) та цивільні (відносини за участю індивідуальних інвесторів – фізичних осіб, які не зареєстровані як підприємці). Але це не змінює в цілому господарсько-правовий характер категорії „ринок цінних паперів (фондовий ринок)” і не усуває можливість і доцільність застосування господарсько-правового підходу до правового регулювання відносин, що складаються на цьому ринку, а також і до теоретичного правового аналізу цих відносин.

Як відомо, зазначений підхід до правового регулювання відносин в економіці ґрунтується на розумінні господарських відносин, що складаються при керівництві (регулюванні, управлінні) і здійсненні господарської діяльності (відповідно відносини „по-вертикалі” і „по-горизонталі”) як єдиних за своєю природою, й у практичному плані виходить з необхідності комплексного, системного правового регулювання цих єдиних господарських відносин [62, с. 20; 85, с. 194 – 197].

Стосовно ринку цінних паперів господарсько-правовий підхід полягає в тому, що відносини, які складаються на цьому ринку „по-горизонталі”, при здійсненні операцій з цінними паперами (при їх розміщенні, обігу, обліку, зберіганні тощо), а також відносини „по-вертикалі” – при організації, управлінні і регулюванні вказаного ринку мають єдину правову природу, є

переважною мірою господарськими відносинами. Усі ці відносини об'єктивно потребують єдиного правового регулювання, а в теоретичному плані і відповідного наукового аналізу з точки зору господарсько-правового підходу. Це обумовлює доцільність та результативність застосування господарсько-правового підходу до дослідження інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів і правового статусу інституційних інвесторів на ньому.

Переходячи до більш предметної характеристики інституційних інвесторів доцільно відзначити, що загальні правові, економічні та соціальні умови здійснення інвестиційної діяльності в Україні встановлені Законом „Про інвестиційну діяльність” від 18 вересня 1991 р. [195]. Особливості режиму іноземного інвестування визначені ГК України та Законом „Про режим іноземного інвестування” від 19 березня 1996 р. [215].

Інвестиціями згідно ст. 1 Закону „Про інвестиційну діяльність” є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. В аспекті даної роботи інвестиціями, зокрема, можуть бути кошти, паї, акції та інші цінні папери, а об'єктами інвестиційної діяльності – будь-яке майно, в тому числі цінні папери, інші об'єкти власності, майнові права. Як випливає з наведеного легального визначення інвестицій їх метою є отримання прибутку (доходу) [59, с. 30] або досягнення соціального ефекту. Проте даним поняттям не охоплюється отримання позитивного ефекту в інших формах, зокрема стосовно інвестицій у цінні папери – у формі набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів згідно до законодавства, або збереження реальної вартості фінансових активів [227, ст. 2]. У цьому зв'язку вважається доцільним і своєчасним підтримати пропозицію щодо внесення змін до легального визначення інвестицій, відобразивши у ньому, що інвестиції спрямовані на досягнення не тільки соціального, а й іншого корисного ефекту [114, с. 7]. При чому, корисність такого ефекту може й не виходити за межі досягнення індивідуальних цілей інвестора [266, с. 66]. Подібне

формулювання закріплено, зокрема, у законодавстві Російської Федерації про інвестиційну діяльність [104].

Різні аспекти сутності інвестицій висвітлюються у присвячених ним численних літературних джерелах. Так, на думку Дж. Кейнса, яку можна вважати класичною, інвестиції – це поточний приріст цінності капітального майна в результаті виробничої діяльності даного періоду, або та частина доходу за попередній період, яка не була використана для споживання [68, с. 53]. У даному формулюванні підкреслюються дві визначально важливі сторони інвестицій – ресурси, акумульовані з метою накопичення доходу, та їх вкладення (використання), що забезпечують приріст капітального майна [63, с. 23]. Більш повне уявлення про інвестиції полягає в тому, що вони являють собою вкладення капіталу в усіх його формах у різноманітні об'єкти (інструменти) господарської діяльності з метою отримання прибутку, досягнення іншого (економічного чи неекономічного) ефекту, здійснення якого базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику та ліквідності [14, с. 17 – 18]. При чому, ліквідність інвестицій полягає у їх здатності бути реалізованими при необхідності за своєю реальною ринковою вартістю та обумовлює вибір конкретних їх форм та видів при прогнозуванні необхідного рівня їх майбутньої доходності [14, с. 16 – 17]. А інвестиційний ризик (ризик втрати капіталу, так званий „катастрофічний ризик”) трактується як такий, що значно перевищує рівень звичайного підприємницького ризику, має більшу вірогідність виникнення [14, с. 21]. Процеси вкладання ресурсів та отримання доходу (ефекту) в майбутньому у своїй єдності складають інвестиційну діяльність [63, с. 26 – 27; 24, с. 14].

Закон „Про інвестиційну діяльність” закріплює загальні права та обов'язки інвесторів, встановлює гарантії їхніх прав і захист інвестицій, визначає джерела фінансування інвестиційної діяльності, основи її державного регулювання тощо. Загальні правові умови здійснення інвестиційної діяльності поширюються і на ринок цінних паперів. Особливості її здійснення на цьому ринку регулюються Законом про ЦПФР,

Законом про ІСІ, іншим законодавством. Інвестори на ринку цінних паперів відіграють дуже важливу роль, оскільки є суб'єктами, які визначають функціонування самого цього ринку. Адже за рахунок коштів, що вони інвестують у цінні папери, і тільки за рахунок цих коштів формується фінансова основа вказаного ринку.

У законодавстві, практиці і науці поняття інвестора на ринку цінних паперів виступає неоднорідним, родовим, і об'єднує різні види таких інвесторів. Так, В. І. Полухович у залежності від правового статусу та змісту діяльності виділяє такі групи інвесторів: держава в особі уповноважених органів; інституційні інвестори, у тому числі професійні і непрофесійні; індивідуальні інвестори, у тому числі корпоративні та фізичні особи, що не є суб'єктами підприємництва [118, с. 247]. У цілому погоджуючись з таким поділом, слід висловити зауваження щодо держави як інвестора: з практичної точки зору на сьогодні важко уявити ситуацію купівлі цінних паперів за кошти державного бюджету. Більш реальним вважається виділення двох груп інвесторів: інституційних та індивідуальних. Саме такий поділ уявляється визначальним з огляду на призначення і функціональну роль названих видів інвесторів, особливостей їхнього правового статусу на ринку цінних паперів. Крім того можливий поділ інвесторів на громадян (фізичних осіб) та організації (юридичних осіб) з виділенням серед останніх інституційних інвесторів. Тобто, якщо громадяни можуть бути тільки індивідуальними інвесторами, то організації в залежності від їхніх статутних завдань та фактичного місця у ринковій економіці можуть виступати як індивідуальними, так і інституційними інвесторами на ринку цінних паперів.

Особливої уваги в аспекті даного дослідження заслуговують інституційні інвестори. Ст. 2 Закону про ЦПФР до таких інвесторів відносить інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими

активами в інтересах третіх осіб з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Дане легальне визначення у цілому вважається вірним і таким, що може бути взяте за основу при дослідженні правового статусу інституційних інвесторів, і, насамперед, при окресленні суб'єктного складу таких інвесторів як предмета дослідження.

Потреба у колективному, спільному інвестуванні породжена тим, що традиційні фінансові інструменти (цінні папери) часто виявляються недосяжними дрібним інвесторам, якими є переважна більшість інвесторів індивідуальних, з причин високої ціни, складності роботи з ними або небажання емітентів і посередників працювати з невеликими угодами. Інфраструктура ринку більшості боргових зобов'язань держави побудована таким чином, що учасникам цього ринку незручно працювати з коштами дрібних інвесторів, а частина державних цінних паперів в цілому не призначена для інвестування з боку населення. Навіть коли випуск таких цінних паперів (облігацій внутрішніх державних позик, казначейських зобов'язань) в цілому розрахований на населення, результати їхнього розміщення свідчать, що вони в основному обертаються на оптовому ринку. Приватні інвестори, як правило, не беруть участі у вторинному обігу цих цінних паперів, у кращому випадку купують їх та чекають отримання доходу впродовж до погашення. Що стосується ринку корпоративних цінних паперів (акцій, облігацій підприємств), то і тут активність індивідуальних інвесторів не вища. Акції громадяни придбавали в основному в ході приватизації, а зараз, як правило, не поспішають вкладати кошти в акції. Все це зумовлює значно переважну частку саме інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, при чому як в Україні, так і в усьому світі. Об'єднання коштів багатьох дрібних інвесторів дозволяє інституційним інвесторам виходити на фондовий ринок і користуватися перевагами великих інвесторів [47, с. 214].

Історично поява інституційних інвесторів була обумовлена розширенням інвестиційної активності широких верств населення, яке небезпідставно визнається основним власником інвестиційних ресурсів [63,

с. 59]. Перші інвестиційні компанії з'явилися на початку ХХ сторіччя у Великій Британії та США. Особливого розвитку ІСІ набули у 80-90-ті роки в США, Великій Британії, Канаді, Франції та Нідерландах [94, с. 285]. Світова практика свідчить, що механізм спільного інвестування є серйозною конкурентною альтернативою банківським вкладом. Так, у США кожна друга сім'я є учасником ІСІ. В Україні спільне інвестування знаходиться на початковому етапі розвитку, хоча й тут більшість ІСІ мають середню доходність на рівні, а в більшості випадків вище доходності, яку забезпечують депозитні вклади [240, с 139]

Як відзначається у спеціальних дослідженнях, причини широкої популярності ІСІ в усьому світі обумовлені тим, що вони ефективно поєднують інтереси всіх учасників діяльності із спільного інвестування, пропонують інвесторам перспективи, більш цікаві у порівнянні з альтернативними шляхами розміщення коштів [240, с 138]. Для дрібних інвесторів ІСІ значно зменшують інвестиційні ризики за рахунок диверсифікації вкладень: втрати на окремих видах активів компенсуються прибутками від володіння та операцій з цінними паперами інших емітентів, іншими об'єктами інвестицій. ІСІ надають своїм учасникам послугу з професійного управління інвестиціями, що істотно стимулює залучення і власників великих капіталів, звільняючи їх від потреб вивчати ринкову кон'юнктуру, яка постійно змінюється і об'єктивно потребує високого рівня спеціалізації. При прийнятті рішень фахівці ІСІ постійно відслідковують зміни на ринках, опрацьовують значні обсяги статистичної інформації, використовують спеціальні методики аналізу та прогнозування, що дозволяє отримати додаткові прибутки від операцій з активами на підставі адекватної оцінки ринкової кон'юнктури, захистити об'єднані капітали від втрат, пом'якшити втрати у випадках, коли уникнути їх неможливо. Крім того ІСІ пропонують широкий вибір напрямків інвестицій, забезпечують своїм учасникам достатню міру ліквідності цінних паперів, що особливо характерно для ІСІ відкритого типу. На макроекономічному рівні ІСІ

виступають як ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів, що відіграє значну роль у міжгалузевому перерозподілі капіталу, виступають як інструмент накопичення значних грошових капіталів, обіг яких забезпечує гармонійний розвиток національної економіки. Держави надають пільгове оподаткування ІСІ, захищають права інвесторів спеціальними законами і правилами, виконання яких жорстко контролюється [19, с 7 – 8].

Активний розвиток ІСІ виступає як прояв загальної тенденції спеціалізації економічної структури та організації економічної діяльності, відокремлення від власника функції управління об'єктами власності та залучення до цього професійних управителів. Управління майном, одним з видів якого є управління колективними інвестиціями, закономірно виокремлюється в особливу сферу підприємницької практики, стає предметом діяльності окремої групи підприємців, які задовольняють потреби власників у професійній реалізації їх правомочностей на основі професійних знань, загальноновизнаної техніки й управлінських прийомів [88, с. 8]. Саме у такий спосіб реалізуються так звані фінансові портфельні інвестиції – придбання цінних паперів та інших фінансових інструментів з метою отримання інвестиційного прибутку (без мети брати реальну участь в управлінні підприємством-емітентом) [24, с. 17; 14, с. 30]. Управління інвестиціями при цьому набуває ознак інвестиційного посередництва, яке в літературі з питань правового забезпечення інвестиційної діяльності розуміється як здійснюване на професійній основі інвестування отриманих за договором від інвестора цінностей [69, с. 220.].

Щодо нашої держави перші ІСІ з'явилися на початку 90-х років минулого сторіччя у зв'язку з відмовою від монополії державної власності на засоби виробництва і розвитком приватизаційних процесів. Діяльність ІСІ була впорядкована Указом Президента від 19 лютого 1994 р. „Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” [194] – з метою забезпечення функціонування фондового ринку та обігу приватизаційних паперів. Подібну діяльність здійснювали у той час також довірчі товариства відповідно до

Декрету Кабінету Міністрів від 17 березня 1993 р. „Про довірчі товариства”, що наділяв їх спеціальною компетенцією у сфері здійснення представницької діяльності щодо реалізації прав власності довіртелів майна [75, с. 225]. Зазначені структури переважним чином залучали в управління приватизаційні папери та грошові кошти, призначені для вкладення в об’єкти приватизації, інвестуючи їх в ці об’єкти та здійснюючи подальше управління набутим майном. Проте, за відсутності на той час належного правового регулювання та державного контролю у цій сфері їх діяльність стала джерелом масових зловживань та проявів шахрайства із залученими в управління коштами [88, с. 8 – 9]. Як відзначалося у Постанові Верховної Ради України від 31 жовтня 1996 р., завдання створення та нормального функціонування первинного ринку приватизаційних цінних паперів, зниження ризику покупців у процесі розміщення вкладів в об’єкти приватизації не було вирішено. Законодавча невизначеність, відсутність чіткої системи контролю у сфері діяльності фінансових посередників, безвідповідальність місцевих органів виконавчої влади, сприяли активізації створення та негативної діяльності псевдодовірчих товариств, трастів, страхових компаній, інвестиційних фондів та інших суб’єктів підприємництва в частині залучення майна та грошових коштів громадян; невжиття своєчасних оперативних запобіжних заходів призвело до розповсюдження в Україні фінансового шахрайства у загрозливих для держави широкомасштабних розмірах, масового пограбування населення, насамперед соціально незахищеного [192]. Постановою Верховної Ради України від 22 грудня 1995 р. [221] створення довірчих товариств до введення в дію Закону України „Про довірчі товариства” заборонено [264, с. 466]. Як відомо, такий закон до цього часу не прийнято.

Однак не дивлячись на це діяльність із спільного інвестування продовжувала успішно розвиватися. В сучасних умовах реформування економіки України використання інструментів фондового ринку виступає одним з найефективніших механізмів залучення дешевих коштів,

альтернативних високовідсотковим банківським кредитам або високоризиковим прямим інвестиціям [123, с. 11]. Сучасні ІСІ (ПІФ та КІФ) почали створюватися і функціонувати з прийняттям 15 березня 2001 р. Закону про ІСІ. Це у цілому відповідає загальним світовим тенденціям. Інституціоналізація або зростання ролі інституційних інвесторів (ІСІ, НПФ, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій виступає як одна з головних тенденцій на міжнародних фондових ринках, яка визначатиме подальший розвиток фондового ринку України [137].

Головними факторами успішного функціонування вказаного ринку у цьому напрямі нині виступають такі. По-перше, це забезпечення ефективної мобілізації та розміщення його учасниками фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства, тобто побудова цього ринку таким чином, щоб інвестиції спрямовувалися у сфери господарювання, які їх найбільш потребують, та ефективно там використовувалися. І, по-друге, всебічний захист прав інвесторів і контроль за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері. Адже ефективність та відкритість функціонування ринку цінних паперів безпосереднім чином взаємопов'язані, оскільки обізнаність інвесторів щодо реального стану на вказаному ринку, надійне забезпечення їхніх інтересів є необхідними умовами для максимально ефективного використання інвестиційного потенціалу населення та економіки, розширення кола таких інвесторів, залучення все нових інвестицій.

1.2. Поняття, загальні ознаки та основні види інституційних інвесторів

З метою виявлення загальних ознак і надання більш повної правової характеристики інституційних інвесторів на ринку цінних паперів необхідно провести їх класифікацію, виділивши окремі групи (види) цих інвесторів.

Таку класифікацію найбільш доцільно провести виходячи з легального визначення вказаних інвесторів, закріпленого у ст. 2 Закону про ЦПФР, за критерієм місця, яке займає для кожної з окремих груп цих інвесторів їхня інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів відносно основної статутної діяльності. Використання даного критерію дозволить виявити основні, найбільш загальні групи (види) інвесторів, що аналізуються.

Як відзначалося у попередньому підрозділі цієї роботи, вказане легальне визначення інституційних інвесторів може бути взяте за основу при дослідженні їхнього правового статусу. Разом з тим воно потребує вдосконалення, оскільки побудовано на перерахуванні таких інвесторів, а не на виявленні та узагальненні їхніх характерних ознак.

З даного визначення випливає, що інституційні інвестори за обраним критерієм можуть бути поділені на дві групи.

Першу групу складають ІСІ (ПІФ та КІФ), інвестиційні фонди і взаємні фонди інвестиційних компаній. Інституційні інвестори цієї групи спеціально створюються для провадження діяльності, пов'язаної з об'єднанням (залученням) грошових коштів індивідуальних інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість або збереження реальної вартості цих коштів, тобто для здійснення інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів. Для таких інвесторів ця їхня діяльність є основною та виключною.

Наведений легально визначений склад цієї групи інституційних інвесторів потребує уточнення стосовно таких з них, як інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній. Створення названих інституційних інвесторів регламентувалося Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. „Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” [194]. З введенням в дію Закону Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15 березня 2001 р. [197] було заборонено створення інвестиційних фондів та інвестиційних компаній відповідно до названого Указу. Нині чинним Законом про ІСІ від 5 липня 2012 р. [198] цю заборону

підтверджено. Відкриті інвестиційні фонди та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені раніше, до набрання чинності Законом від 15 березня 2001 р., були зобов'язані ліквідуватися або привести свою діяльність у відповідність з вимогами цього Закону протягом двох років. Закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені до набрання чинності Законом від 15 березня 2001 р., здійснювали свою діяльність відповідно до Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, затвердженого названим Указом Президента, протягом строку, на який були створені. У разі закінчення цього строку вони повинні були ліквідуватися або реорганізуватися в ПФФ або КІФ шляхом приведення своїх установчих документів та діяльності відповідно до чинного Закону про ІСІ [264, с. 463].

Отже, до складу першої групи інституційних інвесторів, інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів для яких є основною та виключною, нині входять ІСІ – ПФФ та КІФ. Докладна класифікація та характеристика інституційних інвесторів цієї групи міститься у Законі про ІСІ.

Другу групу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів складають фінансові установи, які основну свою діяльність здійснюють на ринках інших фінансових послуг. До них належать НПФ, ФБУ, страхові компанії, кредитні спілки, інші фінансові установи. Інвестиційна діяльність для них не є основною, а служить легальним додатковим джерелом фінансування основної діяльності, засобом капіталізації, який забезпечує таку діяльність [72, с. 187].

Правовий статус НПФ регулюється Законом про НПЗ [209]. Ст. 6 цього Закону, зокрема, встановлює, що активи НПФ формуються за рахунок внесків до нього та прибутку від інвестування пенсійних внесків. Закон передбачає, що до складу активів НПФ належать, зокрема, активи в цінних паперах і детально визначає склад цих активів (ст. 47). Пенсійні активи, що накопичуються у НПФ, використовуються для цілей інвестиційної діяльності з метою отримання доходу на користь учасників фонду (ст. 48). Закон про

НПЗ встановлює обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами, порядок обліку і розподілу прибутку (збитків) від інвестування цих активів, а також регулює інші питання здійснення інвестиційної діяльності НПФ.

ФБУ створюються відповідно до Закону України „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” у редакції від 7 лютого 2002 р. [213]. ФБУ не є юридичною особою, а являє собою грошові кошти його учасників, передані у довірче управління уповноваженому банку та об'єднані ним. Кошти ФБУ згідно ст. 2 названого Закону спрямовуються на придбання іпотечних цінних паперів.

Обовязковість здійснення страховими компаніями інвестиційної діяльності та вимоги до її здійснення також встановлені законодавством. Згідно ст. 31 Закону України „Про страхування” в редакції від 4 жовтня 2001 р. [218] з метою забезпечення стабільного фінансового стану страхових компаній кошти їхніх страхових резервів повинні розміщуватися з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості та мають бути представлені активами певних категорій, зокрема акціями, облігаціями, іпотечними та державними цінними паперами.

Аналогічним чином і кредитні спілки згідно Закону України „Про кредитні спілки” від 20 грудня 2001 р. [205] придбавають державні цінні папери за переліком, який встановлюється Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг; до 23 листопада 2011 р. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг [140; 208], Держфінпослуг), а доходи від таких цінних паперів спрямовуються на формування майна кредитних спілок.

Отже, категорія інституційних інвесторів сама по собі є неоднорідною. Інституційні інвестори на ринку цінних паперів поділяються на дві великі групи в залежності від місця, яке займає для кожної з цих груп їхня інвестиційна діяльність на вказаному ринку відносно основної статутної діяльності: ІСІ, для яких інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів є основною та виключною; інші інституційні інвестори, для яких інвестиційна

діяльність на цьому ринку не є основною та виключною. Подальша класифікація інституційних інвесторів і характеристика окремих груп цих інвесторів буде здійснена у наступних розділах даної роботи. У цьому підрозділі вважається доцільним зупинитися на загальних ознаках, що притаманні усім групам інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, з метою надання загальної характеристики правового статусу таких інвесторів та формулювання їх загального визначення.

Характеризуючи загальні ознаки інституційних інвесторів насамперед слід відзначити, що всі названі інвестори, як було проілюстровано вище, є суб'єктами господарювання – господарськими організаціями і здійснюють відповідний вид господарської діяльності. Разом з тим дана ознака потребує уточнення стосовно окремих з таких інвесторів, зокрема, ПФ та ФБУ. ПФ згідно ст. 41 Закону про ІСІ не наділений правами юридичної особи, а являє собою активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні КУА та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності. Саме КУА ПФ є суб'єктом господарювання і юридично виступає в якості інвестора у відповідних відносинах за участю названого фонду. ФБУ також не є юридичною особою. Управління цим фондом в інтересах його учасників здійснює за договором довірчого управління уповноважений банк, який виступає як суб'єкт господарювання, отже й як інституційний інвестор у відносинах інвестування коштів фонду в іпотечні цінні папери. У цьому зв'язку доречно зауважити, що використання у законодавстві терміну „інвестор” щодо таких інституційних інвесторів як ПФ та ФБУ є некоректним. Як впливає із змісту ст. 5 Закону „Про інвестиційну діяльність”, ст. 2 Закону про ЦПФР інвесторами можуть бути лише організації з правами юридичної особи.

Потребує пояснення дана ознака і стосовно НПФ, особливо у зв'язку з тим, що в різних наукових джерелах такі фонди або визнаються суб'єктами господарювання [252, с. 132 – 133; 26], або не визнаються такими [24, с. 26]. Дійсно, на перший погляд може викликати сумнів належність цих фондів до

господарських організацій (суб'єктів господарювання) виходячи з їхнього соціального цільового призначення – здійснення додаткових пенсійних виплат учасникам фонду. Але зазначені фонди основну свою діяльність зосереджують не тільки у соціальній сфері. Як закріплено у Законі НПЗ, НПФ забезпечують накопичення пенсійних внесків, формують пенсійні активи з подальшим управлінням ними, здійснюють господарські операції з цими активами, розміщуючи (інвестуючи) їх згідно Закону та отримуючи доход на користь учасників фонду як результат такого інвестування. На нашу думку, НПФ, по меншій мірі в частині здійснення ними інвестиційної, господарської за своєю природою, діяльності (а саме інвестиційна діяльність є визначальною для них в аспекті, що досліджується), виступають як суб'єкти господарювання.

Наступна загальна ознака інституційних інвесторів обумовлена характером діяльності, яку здійснюють ці інвестори на ринку цінних паперів.

Інвестиційна діяльність інституційних інвесторів здійснюється у сфері суспільного виробництва і полягає у наданні відповідного виду фінансових послуг вартісного характеру, що мають цінову визначеність. Вона, як відзначалося у попередньому підрозділі даної роботи, виступає як господарська діяльність, оскільки підпадає під ознаки такої діяльності, визначені у ст. 3 ГК України та відображені у господарсько-правовій теорії. Інвестиційна (господарська) діяльність інституційних інвесторів здійснюється для досягнення економічних і соціальних результатів та, як правило, з метою одержання прибутку, тобто переважно є підприємницькою діяльністю. За видовою ознакою ця діяльність належить до фінансової діяльності, і переважною мірою виступає як фінансове посередництво (ч. 2 ст. 333 ГК України), зокрема, як посередництво, пов'язане з випуском та обігом цінних паперів (ст. 356 ГК України).

У теорії господарського права під посередництвом розуміється господарська діяльність, що забезпечує встановлення та реалізацію господарських зв'язків між виробниками і споживачами товарів, робіт,

послуг. Фінансове посередництво як вид посередницької діяльності являє собою систему опосередкованого фінансування, яка полягає в залученні фінансових ресурсів з метою їх подальшого розміщення у фінансові активи [232, с. 124]. Стосовно ринку цінних паперів під фінансовим посередництвом розуміється господарська діяльність з перерозподілу фінансових ресурсів шляхом здійснення операцій з цінними паперами [66, с. 168]. У такому ж розумінні ця діяльність трактується і в офіційних документах [191; 203].

Діяльність інституційних інвесторів, які виступають посередниками між інвесторами та споживачами фінансових ресурсів, належить до одного з основних видів фінансового посередництва, що виділяються у світовій практиці, – інвестиційного посередництва [232, с. 463]. У спеціальній літературі з питань правового забезпечення інвестиційної діяльності таке посередництво розуміється як здійснюване на професійній основі інвестування отриманих за договором від інвестора цінностей [69 с. 220.]. У Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України ця діяльність позначена як інвестиційний менеджмент [203].

Слід відзначити, що у науковій літературі виділяють і такі характерні риси інституційних інвесторів, як здійснення ними портфельних інвестицій, диверсифікація ризиків та кваліфіковане управління інвестиціями [264, с. 462]. Повністю погоджуючись із змістом викладеного, вважається доречним зауважити, що дані риси скоріше характеризують не самих інституційних інвесторів, а діяльність, що ними здійснюється. У даній роботі на це особливо було наголошено у попередньому підрозділі при загальній характеристиці діяльності інституційних інвесторів на ринку цінних паперів. В аспекті, що розглядається тут, викладені характерні риси також мають значення для відображення специфіки зазначеної діяльності.

Юридичний зміст діяльності з фінансового, зокрема інвестиційного, посередництва полягає у наданні певного виду фінансових послуг згідно Закону України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. [222]. Зазначені послуги надаються

фінансовими установами, які діють відповідно до цього Закону з урахуванням інших законів, які встановлюють особливості їх діяльності. Згідно названого Закону фінансові послуги – це операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. У спеціальній літературі фінансова послуга розглядається як результат діяльності відповідного суб'єкта господарювання, який надає послугу. Фінансова послуга супроводжується відповідним рухом фінансових активів (грошових коштів, цінних паперів тощо), і цей рух передбачає здійснення учасниками таких послуг відповідної фінансової операції. Для фінансової послуги характерна наявність професійного складу суб'єктів, які надають таку послугу і здійснюють функцію фінансового посередництва [53].

Разом з тим слід зауважити, що не завжди інвестиційна діяльність інституційних інвесторів являє собою безпосереднє надання послуг. Така діяльність може здійснюватися і насамперед з метою нарощення власного капіталу самих інституційних інвесторів. Зокрема, страхові компанії згідно згаданого Закону „Про страхування” предметом своєї безпосередньої діяльності, крім страхування і перестрахування, мають і фінансову діяльність з формування, розміщення страхових резервів та управління ними. Розміщення страхових резервів є інвестиційною діяльністю страхової компанії, що здійснюється насамперед в її власних інтересах, для забезпечення стабільного фінансового стану, а вже потім з метою забезпечення інтересів її клієнтів, тобто, не є безпосереднім наданням фінансових послуг. Аналогічним чином може бути охарактеризована й інвестиційна діяльність НПФ, спрямована на формування пенсійних активів, інвестиційна діяльність ФБУ, кредитних спілок та інших подібних інституційних інвесторів, яка здійснюється в інтересах третіх осіб не безпосередньо, а віддалено у часі. Наданням фінансових послуг її можна

вважати лише з урахуванням зазначених особливостей. Для інвестиційної ж діяльності таких інституційних інвесторів як ІСІ характерне безпосереднє надання фінансових послуг.

Фінансові послуги згідно Закону „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” надаються фінансовими установами – юридичним особами, що відповідно до закону надають одну чи декілька фінансових послуг та внесені до відповідного реєстру. Цей Закон відносить до фінансових установ, зокрема, банки, кредитні спілки, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг.

Отже, наступною загальною ознакою інституційних інвесторів слід вважати наявність у них статусу фінансової установи, у тому числі наявність притаманного їм особливого порядку створення та діяльності як такої установи згідно до Закону „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” й іншого відповідного законодавства.

У численних літературних джерелах відзначається професійний характер діяльності інституційних інвесторів [24, с. 12; 69, с. 220; 94, с. 6; 114, с. 6 – 7, 14 та ін.]. Фінансова послуга вважається вчиненою на професійних засадах, якщо вона надається систематично або з наміром її постійного вчинення з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів [52, с.5].

У цьому зв'язку правомірно виникає питання, чи є інвестиційна діяльність інституційних інвесторів на ринку цінних паперів професійною та чи належать інституційні інвестори до професійних учасників вказаного ринку. Від правильного вирішення цього питання залежить зміст правового статусу інституційних інвесторів на цьому ринку, наявність чи відсутність потреби законодавчого встановлення для них особливого, відмінного від інших учасників ринку правового режиму організації та діяльності, обумовленого специфікою виконуваних ними функцій. [110, с. 37; 122, с. 3].

Згадана вище ст. 356 ГК України, яка в узагальненому вигляді регламентує здійснення посередництва, пов'язаного з випуском та обігом цінних паперів, безпосередньо не називає інвестиційну діяльність інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, хоча і не виключає її з кола таких видів посередництва, вказуючи на те, що законом можуть передбачатися також інші види посередницької діяльності з цінними паперами (діяльність з управління цінними паперами тощо).

У той же час слід відзначити, що ст. 2 Закону про ЦПФР визначаючи склад професійних учасників ринку цінних паперів відносить до таких учасників юридичних осіб, які на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР провадять на цьому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України. Ст. 16 цього ж Закону у виключній формі встановлює, що на фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності: діяльність з торгівлі цінними паперами; діяльність з управління активами інституційних інвесторів; депозитарна діяльність та діяльність з організації торгівлі на цьому ринку. Тобто інвестиційна діяльність інституційних інвесторів до видів професійної діяльності на ринку цінних паперів за вказаним Законом не належить. Не належить вона до такої й за іншими законами, зокрема й за Законом про ІСІ. Стосовно інституційних інвесторів професійною визнається лише діяльність з управління активами цих інвесторів, яка провадиться КУА та діяльність з адміністрування НПФ, що здійснюється професійними адміністраторами таких фондів та іншими визначеними законом особами.

Не вважається професійною діяльністю на ринку цінних паперів інвестиційна діяльність інституційних інвесторів і в теорії. Так, А. В. Попова, досліджуючи правове становище професійних учасників вказаного ринку, не відносить інституційних інвесторів до числа таких учасників [122]. У спеціальній літературі наголошується на необхідності розрізнення професійної інвестиційної діяльності та професійної діяльності на ринку цінних паперів [264, с. 462]. З цим не можна не погодитися, адже поняття

„професійна діяльність на ринку цінних паперів” має легально визначений зміст, що зафіксований у наведеному вище законодавчому визначенні такої діяльності. Тобто виходить, що інвестиційна діяльність інституційних інвесторів здійснюється ними професійно, оскільки вони саме спеціалізуються на здійсненні такої діяльності, при чому здійснюється вона на ринку цінних паперів, але ця діяльність не є „професійною діяльністю на ринку цінних паперів”, як це розуміється у законодавстві та правореалізаційній практиці.

Як уявляється, таке ставлення щодо інвестиційної діяльності інституційних інвесторів – як офіційне, так і засноване на ньому доктринальне не відповідає дійсності. Чинне законодавство та практичний зміст інвестиційної діяльності інституційних інвесторів дають підстави для твердження, що така діяльність здійснюється цими інвесторами або принаймні першою з наведених основних груп таких інвесторів як професійна.

Тобто, це в повній мірі стосується ІСІ (ПФ та КІФ). Адже вказані інституційні інвестори спеціально створюються для провадження діяльності, пов’язаної з об’єднанням (залученням) грошових коштів індивідуальних інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість, тобто саме для здійснення інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів. Отже, ця діяльність для вказаних інвесторів є основною та виключною. І уявлення, що вона не є професійною, по меншій мірі суперечить елементарній логіці.

Щодо таких інституційних інвесторів як НПФ, ФБУ, страхові компанії, кредитні спілки, інші фінансові установи, то, як зазначалося, інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів для них є істотним і важливим доповненням основної діяльності і служить легальним додатковим джерелом її фінансування, засобом капіталізації, який забезпечує основну діяльність. Це знайшло відповідне відображення й у законодавстві [205; 209; 213; 218]. Зокрема, Закон про НПЗ, який докладно регламентує інвестиційну діяльність НПФ передбачає, що така діяльність повинна провадитися відповідно до

інвестиційної декларації, яка розробляється і затверджується радою фонду. У разі відсутності у складі ради НПФ осіб, професійно підготовлених до роботи у сфері інвестиційної діяльності, рада зобов'язана залучити до розроблення інвестиційної декларації консультантів з інвестиційних питань.

Як уявляється, все вищевикладене дає додаткові підстави вважати, що інвестиційна діяльність інституційних інвесторів є професійною.

Для ІСІ ця діяльність є основною, виключною, здійснюється вона виключно на ринку цінних паперів, тобто належить до видів професійної діяльності на вказаному ринку. Усі такі інвестори здійснюють названий вид господарської діяльності і є суб'єктами господарювання (з урахуванням викладеного вище зауваження стосовно ПФ, від імені і в інтересах яких виступають у відповідних відносинах КУА як суб'єкти господарювання). Це дає підстави вважати інституційних інвесторів вказаної групи професійними учасниками ринку цінних паперів, які разом з іншими професійними учасниками обслуговують цей ринок, складають його інфраструктуру.

Інвестиційна діяльність НПФ, ФБУ, страхових компаній, інших фінансових установ також здійснюється на ринку цінних паперів. Але для них вона не є основною, основну свою діяльність вони провадять на ринках інших фінансових послуг, отже питання про визнання їх професійними учасниками ринку цінних паперів не є актуальним.

Враховуючи фактичний зміст інвестиційної діяльності ІСІ та сферу її провадження (ринок цінних паперів), основний та виключний характер цієї діяльності для даної групи інституційних інвесторів, а також значення залучення ІСІ коштів індивідуальних інвесторів як основи та обов'язкової умови успішного функціонування ринку цінних паперів, доцільно відобразити у законодавстві фактично професійний характер їхньої інвестиційної діяльності на вказаному ринку.

Насамперед у Законі про ІСІ статтю 8, яка визначає поняття КІФ, доцільно відповідно доповнити, вказавши, що корпоративний інвестиційний фонд – це ІСІ, який створюється у формі акціонерного товариства і

провадить виключно професійну діяльність із спільного інвестування. Щодо ПФФ подібне доповнення не є необхідним, оскільки такий фонд згідно ст. 41 названого Закону не є господарською організацією – юридичною особою, а являє собою активи, що належать інвесторам. КУА ПФФ офіційно визнана професійним учасником ринку цінних паперів і виступає в якості інвестора у господарських відносинах за участю названого фонду, а не сам цей фонд.

Потребує внесення відповідних змін і Закон про ЦПФР. У ч. 2 ст. 16 цього Закону, яка встановлює виключний, закритий перелік видів професійної діяльності на фондовому ринку, доцільно або прямо передбачити такий вид професійної діяльності як інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування, або зробити вказаний перелік відкритим, доповнивши цю частину ст. 16 словами „інші види професійної діяльності згідно із законом”. Другий варіант вважається більш прийнятним, адже завдяки йому буде також усунена невідповідність між встановленим ч. 2 ст. 16 Закону про ЦПФР закритим переліком видів професійної діяльності та абз. 10 ст. 1 Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30 жовтня 1996 р., який до надання професійних послуг на вказаному ринку відносить і діяльність з визначення кредитного рейтингу (рейтингування), що проводиться спеціалізованими організаціями – рейтинговими агентствами, тобто, відносить рейтингові агентства до професійних учасників ринку цінних паперів.

У разі внесення зазначених змін у законодавство потребують уточнення ще ст. 18 та абз. 5 ч. 2 ст. 2 Закону про ЦПФР. Ст. 18 „Діяльність з управління активами інституційних інвесторів” доцільно викласти у приблизно такій редакції:

„Стаття 18. Інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування та діяльність з управління активами інституційних інвесторів

1. Інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування – професійна діяльність учасників фондового ринку – пайових та корпоративних інвестиційних фондів, пов’язана з об’єднанням (залученням)

грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника фондового ринку – компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.

2. Інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування та діяльність з управління активами інституційних інвесторів регулюється спеціальним законодавством.”

Абз. 5 ч. 2 ст. 2 Закону про ЦПФР, який містить узагальнене визначення професійних учасників, доцільно викласти у такій редакції:

„Професійні учасники фондового ринку – юридичні особи, що провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України.”

Посилання, що названа діяльність здійснюється на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР, у цій нормі Закону вважається зайвим. Визначення професійних учасників фондового ринку у запропонованій редакції буде в більшій мірі відповідати визначенню цих учасників, що міститься в абз. 9 ст. 1 Закону „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, не дублювати положення ст. 4 цього Закону, яка визначає види діяльності на вказаному ринку, що підлягають ліцензуванню, а також не виключати з числа професійних таких учасників цього ринку як ІСІ та рейтингові агентства, діяльність яких не потребує ліцензування згідно чинного законодавства.

З метою відображення у законодавстві вирішально важливого значення інвестиційної діяльності інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, вважається доцільним внести відповідні зміни і до ст. 356 ГК України, виклавши ч. 3 цієї статті у приблизно такій редакції:

„3. Законом можуть передбачатися також інші види посередницької діяльності з цінними паперами (інвестиційна діяльність інституційних інвесторів, діяльність з управління цінними паперами тощо).”

Враховуючи вищевикладене, може бути виділена ще одна загальна ознака інституційних інвесторів на ринку цінних паперів – здійснення ними інвестиційної діяльності на вказаному ринку на професійних засадах, а ІСІ є професійними учасниками ринку цінних паперів.

Розглядаючи загальні ознаки інституційних інвесторів, вважається необхідним окремо підкреслити, що інвестиційну діяльність ці інвестори здійснюють, як правило, на ринку цінних паперів. Для характеристики вітчизняних інституційних інвесторів ця ознака виступає істотною. Якщо в західній теорії і практиці, як відзначалося вище, під поняттям „інвестор” зазвичай розуміється саме інвестор у цінні папери, то в Україні дане поняття трактується ширше, охоплює інвестування у будь-які цінності. Це дає підстави окремим науковцям-економістам вкладати в поняття інституційних інвесторів більш широкий зміст, ніж закладений у легальному визначенні таких інвесторів у ст. 2 Закону про ЦПФР, відносячи до їх числа банки, які акумулюють кошти дрібних інвесторів і вкладають ці кошти в інвестиційні програми, і навіть холдингові компанії та акціонерні товариства [49]. Не можуть бути віднесені до інституційних інвесторів у розумінні названого Закону також банки та небанківські фінансові установи, які здійснюють емісію іпотечних облігацій [201] та іпотечних сертифікатів [200], фонди фінансування будівництва та фонди операцій з нерухомістю [223], які виступають на фондовому ринку як емітенти, але здійснюють інвестування не в цінні папери. Розширене тлумачення категорії інституційних інвесторів, включення до неї інших близьких інститутів розмиватиме зміст правового регулювання організації та діяльності цих інвесторів [120, с. 74]. Закон про ЦПФР надаючи визначення інституційних інвесторів має на увазі, що вони діють на ринку цінних паперів як інвестори, здійснюючи інвестиції саме у цінні папери. У Законі пряма вказівка на це відсутня, але дана обставина впливає з назви і контексту Закону. При характеристиці ж інституційних інвесторів у теорії вона, як уявляється, повинна відзначатися окремо.

Підсумовуючи аналіз загальних ознак інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, що притаманні усім групам таких інвесторів, можна зробити висновок, що до числа вказаних ознак належать такі:

1) інституційні інвестори є суб'єктами господарювання – господарськими організаціями і здійснюють відповідний вид господарської діяльності, отже володіють спеціальною господарською правосуб'єктністю;

2) інституційні інвестори мають спеціальний статус фінансової установи, що проявляється у підпорядкованості їх спеціально встановленому особливому порядку організації та діяльності як названої установи;

3) інвестиційна діяльність інституційних інвесторів є господарською діяльністю – фінансовим інвестиційним посередництвом, переважною мірою здійснюваним на ринку цінних паперів, яке полягає у прямому або опосередкованому наданні певного виду фінансових послуг, а саме в залученні фінансових ресурсів індивідуальних інвесторів та їх подальшому розміщенні у фінансові активи (у перерозподілі фінансових ресурсів шляхом здійснення операцій з цінними паперами) з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Для зазначеної діяльності характерними є здійснення портфельних інвестицій, диверсифікація ризиків та кваліфіковане, професійне управління інвестиціями;

4) інвестиційна діяльність інституційних інвесторів здійснюється ними на професійних засадах.

Грунтуючись на наведених ознаках інституційних інвесторів на ринку цінних паперів і використовуючи викладене вище легальне розуміння даної категорії, сформульоване у ст. 2 Закону про ЦПФР, вважається можливим сформулювати наступне загальне визначення таких інвесторів, яке може бути закріплено у законодавстві:

Інституційні інвестори на ринку цінних паперів – це господарські організації зі статусом фінансової установи, які на професійних засадах здійснюють на вказаному ринку господарську діяльність з фінансового інвестиційного посередництва, що полягає у залученні фінансових активів

індивідуальних інвесторів та їх подальшому розміщенні у цінні папери та інші фінансові активи з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Переходячи до характеристики правового статусу інституційних інвесторів вважається доцільним визначитися із змістом самого поняття правового статусу. Як свідчить аналіз відповідних джерел, правовий статус – це досить складне явище, щодо структури якого в юридичній літературі немає єдиної усталеної думки. Під правовим статусом (від латинського слова „статус”, що буквально означає „положення”, „стан”) звичайно розуміють сукупність прав та обов’язків фізичних і юридичних осіб [278, с. 44]. У теорії права дана категорія найповніше досліджена щодо правового статусу особи, індивіда. Найпоширенішим тут є визначення правового статусу як системи законодавчо встановлених та гарантованих державою прав, свобод, законних інтересів і обов’язків особи [6, с. 70; 17, с. 655 та ін.].

На такому ж розумінні підхід до поняття правового статусу учасників господарських відносин ґрунтується й у теорії господарського права [15, с. 148; 44, с. 54 – 55 та ін.]. При цьому правовий статус учасника господарських відносин тісно пов’язується з його правосуб’єктністю, тобто властивістю бути суб’єктом господарського права, носієм суб’єктивних юридичних прав та обов’язків, нести відповідальність за їх належне виконання та мати можливість захищати їх від можливих посягань [23, с. 68; 41, с. 198], але не співпадає з нею [46, с. 5]. Поняття „правовий статус” як юридично закріплене положення суб’єкта в суспільстві за своїм змістом ширше ніж правосуб’єктність, яка складає його основу. Правовий статус учасника господарських відносин визначається усією сукупністю його прав та обов’язків, необхідних для вирішення різних господарських питань, і саме ці права та обов’язки визначають його місце в системі господарських відносин, регулюють його діяльність [45, с. 172]. У зв’язку з цим при характеристиці правового статусу учасника (суб’єкта) господарських відносин крім його прав та обов’язків обґрунтовано включають питання утворення і припинення

діяльності такого суб'єкта, умови його організації та діяльності, питання організаційно-правової форми, управління, структури, майнової бази, відповідальності та інші, що характеризують положення даного суб'єкта в системі економічних відносин [23, с. 63 – 80; 265, с. 106 – 172; 264, с. 273 – 417; 274, с. 102 – 184 та ін.].

При цьому доречним буде наступне зауваження, яке уявляється принципово важливим. У поняття правового статусу можуть включатися як загальні права й обов'язки суб'єкта, що характеризують правове становище усіх подібних суб'єктів у даній правовій системі, так і фактичні права й обов'язки певного конкретного суб'єкта, які відображають питання факту в юридичній області, специфіки в реальному становищі такого суб'єкта [5, с. 142 – 143]. У першому випадку мова буде йти про визначений законодавчо загальний правовий статус відповідного суб'єкта, у другому – про реальне правове становище конкретного суб'єкта [239, с. 570]. У вітчизняній і світовій теорії і практиці у даному питанні на перший план висувається сукупність загальних прав та обов'язків, законодавчо закріплених за тими чи іншими суб'єктами, яка утворює їхній правовий статус. Суб'єкт права як поняття розкривається через права, що *можуть* йому належати, набуватися і здійснюватися ним, та обов'язки, що *можуть* ним виконуватися [100].

Враховуючи висловлене, при висвітленні правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів у цій роботі буде використано викладене розуміння змісту правового статусу учасника (суб'єкта) господарських відносин як усталене в теорії господарського права. При чому, основна увага буде приділятися питанням правового статусу інституційних інвесторів, а в разі потреби – наводитися приклади стосовно реального правового становища конкретних таких інвесторів.

Вважається необхідним висловити ще одне зауваження методологічного характеру, спрямоване на більш повне і різнобічне висвітлення предмету дослідження – правового статусу інституційних інвесторів у динаміці, яке також має принципово важливе значення. З точки

зору праксеологічного підходу (від грецького *praxis* – дія) господарська правосуб'єктність інституційних інвесторів на ринку цінних паперів та їх правовий статус у цілому реалізуються через господарські правовідносини, в які вступають ці інвестори у зв'язку з організацією та здійсненням інвестиційної діяльності. Тому, уявляється, найбільш повна та об'єктивна характеристика правового статусу цих інвесторів в аспекті, що досліджується, може бути надана саме шляхом розгляду названих правовідносин, які відображають динаміку правового статусу інституційних інвесторів, особливості їх створення і припинення діяльності, реалізацію їхніх прав, обов'язків і відповідальності у зв'язку із здійсненням інвестиційної діяльності.

Виходячи з викладених методологічних положень у наступних підрозділах даної роботи буде докладно розглянутий правовий статус окремих видів інституційних інвесторів на ринку цінних паперів.

1.3. Правовий статус інституційних інвесторів за зарубіжним законодавством та іноземних інвесторів на ринку цінних паперів України

Важливе значення для вдосконалення правового регулювання відносин на ринку цінних паперів України, у тому числі для вдосконалення правового статусу інституційних інвесторів на вказаному ринку, має застосування відповідного досвіду країн з розвинутою ринковою економікою, оскільки обіг цінних паперів у таких країнах має адекватно розвинуте правове регулювання. Так, європейська модель державного регулювання ринку цінних паперів почала формуватися ще з 1720 р., коли у Великій Британії було прийнято перший закон у цій сфері (так званий „Закон про мильну бульбашку”), спрямований на захист інвесторів від шахрайської діяльності біржових спекулянтів шляхом зобов'язання емітентів оприлюднювати інформацію про осіб, котрі очолювали компанії, що залучали грошові кошти

[263, с. 61]. У США федеральні закони про цінні папери діють з 1933 р., у всіх штатах встановлено державний контроль за обігом цінних паперів („Закони голубого неба”), яким захищаються права власників (інвесторів) від спекуляцій, коли покупцеві цінних паперів не пропонують ніякої реальної цінності [231]. Усі держави створюють спеціальні органи, що контролюють обіг цінних паперів, наглядають за дотриманням прав інвесторів. Вивчення і використання досвіду функціонування розвинутих ринків цінних паперів інших країн, його адаптація до українських реалій є цінним джерелом для формування в Україні надійної системи регулювання вітчизняного ринку цінних паперів, захисту прав інвесторів.

Об’єктивне уявлення про стан фондового ринку України дають рейтингові оцінки міжнародних рейтингових агентств. Так, за класифікацією одного з таких – агентства Standard & Poor’s Україну віднесено до групи Frontier (Frontier markets — невеликі ринки, порівняно з Emerging markets — ринками, що розвиваються). До цієї ж групи увійшло ще 20 країн (Румунія, Словенія, Словаччина, Хорватія, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва та деякі інші). Для інформування інвесторів про ситуацію на таких ринках агентство Standard & Poor’s для кожної країни щомісяця розраховує низку показників і відповідний спеціальний індекс – IFCG Frontier Comp. індекс [258].

Світовий досвід не дає однозначної моделі організації системи регулювання і контролю на ринку цінних паперів. Моделі вказаних ринків різних країн визначаються, головним чином, особливостями еволюції цих ринків, характер яких обумовлюється безліччю чинників. Це і конкретні історико-національні особливості певної країни, й особливості ментальності її населення [263, с. 61]. Різноманітність підходів у цій сфері визначається також ступенем розвитку зазначеного ринку, особливостями законодавства, яке в різних країнах відрізняється за рівнем жорсткості, соціальною та правовою культурою суспільства, рівнем організації професійних об’єднань учасників вказаного ринку, здатних взяти на себе значну частину роботи з регулювання діяльності на ньому, тощо. Відповідно до названих факторів

розрізняються і форми, прийоми та методи діяльності з регулювання і контролю за виконанням законодавства та правил цивілізованої поведінки на ринку цінних паперів, а також відповідальності за їх порушення. У цілому можна виділити дві основні моделі регулювання вказаного ринку у світовій практиці [117, с. 150]. Перша модель – регулювання ринку цінних паперів зосереджується переважно в державних органах, і лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення обов'язкових правил поведінки, навчання учасників ринку передається державою самоврядним (саморегульним) організаціям професійних учасників цього ринку. Такий підхід, зокрема, застосовується у Франції. Друга модель – максимально можливий обсяг повноважень передається самоврядним (саморегульним) організаціям, значне місце в контролі займають не жорсткі нормативні приписи, а переговорний процес, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку, але при цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції, можливості в будь-який момент втручатися у систему регулювання і саморегулювання. Найбільш характерний приклад такої моделі – ринок цінних паперів Великої Британії

У реальній практиці розвинутих зарубіжних країн ступінь централізації та жорсткість державного регулювання ринку цінних паперів коливається між цими двома крайніми моделями. Структура державних органів, що регулюють вказаний ринок, залежить від типу ринку, прийнятого в тій чи іншій конкретній державі (банківський, небанківський), ступеню централізації управління в країні та автономії регіонів. У країнах з федеративним устроєм частина повноважень держави на ринку цінних паперів передана територіям: у США – штатам, у Німеччині – землям тощо.

Загальною тенденцією у цьому плані є створення самостійних відомств – комісій з цінних паперів. З числа більш ніж 30 країн з розвинутими ринками цінних паперів понад 50 % мають такі самостійні відомства (комісії з цінних паперів – США), приблизно у 15 % країн за фондовий ринок відповідає Міністерство фінансів. У деяких країнах з банківським типом

ринку цінних паперів (зокрема, Німеччина, Австрія, Бельгія) основну відповідальність за цей ринок несе Центральний банк та орган банківського нагляду (як правило, відокремлений від Центрального банку). Унікальною в цьому відношенні є Швейцарія, де немає єдиного державного органу, що централізував би регулювання ринку цінних паперів, функції такого регулювання розподілені по окремих регіонах держави.

В Україні обрано першу з охарактеризованих (французьку) модель розвитку національного ринку цінних паперів [276, с. 239 – 240]. Це цілком закономірно, адже на початкових етапах становлення вказаного ринку особливо активну роль повинна виконувати саме держава.

Інституційні інвестори в економічно розвинутих країнах, зокрема ІСІ, розрізняються багатоманітністю типів та організаційно-правових форм.

Так у США інвестиційні компанії класифікуються відповідно до Закону про інвестиційні компанії від 1940 р. [231] і можуть бути або пайовими інвестиційними трастами, або так званими керованими інвестиційними компаніями. Пайовий інвестиційний траст (unit investment trust) акумулює кошти інвесторів та вкладає їх у фіксований портфель активів, що не змінюється протягом усього терміну дії фонду. Інвестиційний траст формується на основі трастового договору, де визначається структура та розмір портфеля активів. Цей тип ІСІ ще називають „некерованим”. Трасти випускають власні сертифікати пайової участі. Решту інвестиційних компаній називають „керованими” через потребу в управлінні, адже цінні папери в їх інвестиційному портфелі постійно купуються та продаються. „Керовані” інвестиційні компанії поділяють на такі види: інвестиційні компанії відкритого типу (open-end investment company) або взаємні фонди (mutual funds); інвестиційні компанії закритого типу (closed-end investment company). Взаємний фонд – це інвестиційний фонд відкритого типу, котрий може постійно випускати додаткові акції, продавати їх інвесторам та викуповувати (на першу вимогу своїх акціонерів) за вартістю чистих активів. Це означає, що обсяг загальних ресурсів взаємних фондів заздалегідь не

фіксується, а їх акції не котируються на фондових біржах. Інвестиційні компанії закритого типу випускають обмежену кількість акцій та не зобов'язуються викуповувати їх у своїх акціонерів. Розмір власних коштів (капіталізація) таких компаній є заздалегідь фіксованим, а їх акції можуть обертатися на фондовій біржі. Переважна більшість інвестиційних компаній у США є компаніями відкритого типу (більше 90 % усіх активів). Крім того інвестиційні компанії та інвестиційні фонди класифікуються на такі види: об'єднані фонди; трасти, які спеціалізуються на інвестуванні в нерухомість; фонди грошового ринку; фонди акцій; збалансовані та доходні фонди; фонди розподілу активів та індексні фонди [94, с. 286 – 287; 16, с. 169 – 178].

У Великій Британії функціонують два основні типи ІСІ: пайові фонди або юніт-трасти (unit trust) та інвестиційні трасти (investment trust). Перші являють собою установи, що вкладають свої кошти переважно у цінні папери. Ресурси юніт-трастів складаються з різних паїв, що продаються невеликим інвесторам та вільно викуповуються за більш низькою ціною. На відміну від пайових інвестиційних трастів США, юніт-трасти Великої Британії можуть бути як з фіксованим (fixed unit trust), так і зі змінним складом інвестиційного портфеля (flexible unit trust). Інвестиційні трасти на відміну від юніт-трастів, які належать до фондів відкритого типу, являють собою фонди закритого типу. У Франції виділяють три види ІСІ: інвестиційні компанії відкритого типу або взаємні фонди (Societe d'Investissement a Capital Variable, SICAV); інвестиційні компанії закритого типу (Societe d'Investissement a Capital Fixe, SICAF); пайові фонди (Fonds Communs de Placement) та інвестиційні фонди підприємств (Fonds Communs de Placement Enterprise). Найпоширенішим у Франції є інвестиційні компанії відкритого типу, SICAV. Контрактні типи інвестиційних компаній найбільш поширені в Австрії, Німеччині та Швейцарії. Форму корпорації з обмеженою відповідальністю інвестиційні компанії мають в Італії та Нідерландах [94, с. 286 – 287].

Інституційні інвестори на ринках цінних паперів розвинутих країн світу, як правило, користуються довірою рядових індивідуальних інвесторів.

Підтвердженням цьому є те, що в останні десятиріччя активність інституційних інвесторів на ринках цінних паперів розвинутих країн світу перебувала на досить високому рівні, росла кількість пенсійних фондів, страхових компаній та інших установ, що акумулюють особисті збереження громадян. Така довіра базується на тривалій історії в цілому конструктивних і здорових взаємовідносин двох сторін. А також на законодавстві, що передбачає жорсткі вимоги до створення та діяльності інституційних інвесторів, які самі по собі виступають гарантіями забезпечення прав і законних інтересів індивідуальних інвесторів, кошти яких залучаються, та жорсткому контролю за інвестиційною діяльністю інституційних інвесторів. Крім того, законодавство ряду зарубіжних країн встановлює додаткові гарантії відшкодування шкоди, заподіяної у результаті діяльності інституційних інвесторів, та передбачає додаткові організаційні механізми захисту прав інвесторів-споживачів.

Так, Європейським парламентом та Радою ЄС прийнята окрема Директива 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. „Про схеми компенсації інвесторам” [219], згідно зі ст. 2(1) якої, кожна держава-член повинна забезпечити запровадження на своїй території однієї або більше схем компенсації інвесторам. За винятком окремих специфічних випадків, визначених Директивою, жодна інвестиційна фірма не може провадити професійну інвестиційну діяльність, якщо не належить до такої схеми. Схема повинна забезпечувати покриття для інвесторів у таких випадках: 1) коли компетентні органи вирішили, що, на їх погляд, інвестиційна фірма з причин, безпосередньо пов'язаних з її фінансовим становищем, не спроможна виконати свої зобов'язання, що випливають з вимог інвесторів, та відсутня перспектива того, що вона буде спроможною зробити це найближчим часом; 2) коли судова інстанція прийняла рішення з причин, безпосередньо пов'язаних з фінансовим становищем інвестиційної фірми, внаслідок якого інвестор стає неспроможним заявляти вимоги до неї, залежно від того, що сталося раніше.

Компенсаційні схеми повинні забезпечувати покриття сумою не менше, ніж 20000 ЕКЮ (ЕКЮ – валютна одиниця європейської валютної системи у 1979 – 1998 рр., яка з 1999 р. була замінена на євро за курсом 1:1) для кожного інвестора. Нині ця сума збільшена до 100000 євро [219]. Країна-член може обмежити суму покриття певним відсотковим відношенням до суми вимоги інвестора, однак таке відношення має становити не менше 90% у разі, якщо сума, яка підлягає сплаті згідно з умовами схеми, менша, ніж вказана вище. При чому, у Додатку 1 до Директиви визначено категорії інвесторів, яким згідно з умовами схеми може покриття не надаватися або надаватися у зменшеному розмірі. Це, зокрема: професійні інвестори; наднаціональні інституції, вищі та центральні органи влади; провінційні, регіональні, місцеві та муніципальні органи влади; директори, менеджери та персонально відповідальні особи інвестиційної фірми, особи, що володіють 5 або більше відсотками капіталу такої фірми та деякі інші.

До того ж, ст. 11 іншої Директиви ЄС (2004/39/ЄС) від 21 квітня 2004 р. „Про ринки фінансових інструментів” [216] встановлює, що необхідною умовою отримання ліцензії інвестиційною компанією є її членство в легалізованій схемі компенсації інвесторам, виконання зобов’язань відповідно до Директиви 97/9/ЄС про інвестиційні компенсаційні схеми.

Певні кроки запровадження подібних схем зроблені у Російській Федерації, де 5 березня 1999 р. було прийнято федеральний закон „Про захист прав та законних інтересів інвесторів на ринку цінних паперів”, ст. 19 якого передбачає створення компенсаційного фонду як некомерційної організації для здійснення виплат компенсацій інвесторам – фізичним особам, які не можуть отримати відшкодування за судовими рішеннями та наказами з огляду на відсутність у боржника (професійного учасника ринку цінних паперів) грошових коштів та іншого майна [102]. Положення про створення компенсаційних фондів для ІСІ закріплено й у федеральному законі від 29 листопада 2001 р. „Про інвестиційні фонди” [105]. Українське ж законодавство у цьому питанні не пішло далі надання подібних гарантій

лише вкладникам банків [217]. Прийнятий у 1998 р. Указ Президента України „Про Фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку” [226] не набув чинності у зв’язку з відхиленням проекту відповідного закону.

Нині, у зв’язку з викладеним, враховуючи євроінтеграційні прагнення нашої держави та необхідність подолання недовіри масового інвестора до суб’єктів інвестиційної інфраструктури, заслуговує підтримки підготовлений НКЦПФР і внесений Кабінетом Міністрів України проект закону від 23 серпня 2011 р. № 9069 „Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку” [225], спрямований на встановлення засад функціонування названого Фонду, порядку здійснення компенсаційних виплат інвесторам, які втратили свої кошти та/або цінні папери внаслідок недоступності інвестицій. Слід відзначити, що прийняття такого закону в Україні сприймається позитивно далеко не всіма фахівцями [73], не підтримується вітчизняною інвестиційною спільнотою, головним чином тому, що створення подібного фонду призведе до збільшення непродуктивних витрат інвесторів та професійних учасників фондового ринку [255]. Проте, яке свідчить позитивний досвід функціонування схем компенсації інвесторам у розвинутих країнах, досвід створення цих схем у „нових” країнах – членах ЄС (Болгарії, Литві, Румунії, Чехії та інших) [3], прийняття такого закону, за умови його доопрацювання, є доцільним і вчасним. При цьому корисним вважається використання досвіду й окремо взятих країн, зокрема Великої Британії, яка досягла високих стандартів захисту прав інвесторів на ринку фінансових послуг [115].

Щодо додаткових організаційних механізмів захисту прав індивідуальних інвесторів заслуговує на увагу інститут фінансового омбудсмена, який діє вже у багатьох країнах світу (у Німеччині, Великій Британії, Франції, Італії, Польщі, Литві, Вірменії, Казахстані, Російській Федерації та інших). У праві розвинутих країн основними завданнями фінансового омбудсмена є оперативне позасудове вирішення спорів між надавачами фінансових послуг та їх споживачами, надання рекомендацій фінансовим установам щодо процедур і практики розгляду скарг клієнтів і

відповідних консультацій споживачам тощо. Створення в Україні інституту фінансового омбудсмена сприяло би забезпеченню більш надійного захисту інтересів індивідуальних інвесторів на ринках фінансових послуг [273].

Однією з важливих умов досягнення привабливості для інвесторів ринку цінних паперів України є зближення відповідного вітчизняного законодавства з міжнародними нормами, перш за все із законодавством ЄС. Таке зближення нині здійснюється в рамках адаптації законодавства України до законодавства ЄС, процес якої розпочався з набранням чинності Угоди про партнерство і співробітництво між Україною та Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами [256] і був конкретизований Законом України від 18 березня 2004 р. „Про загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу” [148]. При чому, сфера фінансових послуг належить до визначених статтею 51 названої Угоди пріоритетних сфер, в яких здійснюється адаптація законодавства України до законодавства ЄС. Шлях адаптації має забезпечити реальну можливість створення конкурентоспроможного вітчизняного ринку цінних паперів, інтеграції його у міжнародні ринки. Отже, розробка законів та підзаконних нормативних актів України у сфері регулювання ринку цінних паперів повинна здійснюватися з урахуванням досвіду ЄС.

Для більш ґрунтовного осмислення стратегії європейської інтеграції нашої держави в аспекті, що досліджується, вважається необхідним провести аналіз окремих правових актів ЄС, що в найбільшій мірі стосуються теми дослідження. У цьому плані насамперед слід назвати Директиву Ради ЄЕС (85/611/ЄЕС) від 20 грудня 1985 р. „Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ICI)” [220], яка заслуговує найбільшій уваги, оскільки застосовується виключно до ІСІ у цінні папери [276, с. 254].

Дана Директива діє з наступними змінами та виправленнями, і на сьогоднішній день включає преамбулу та 80 статей, об'єднаних у 13 секцій,

окремі з яких поділені на розділи. Директива виходить з того, що законодавство держав-членів ЄЕС стосовно ІСІ істотно різниться, зокрема, щодо зобов'язань і контролю, які покладаються на ці інститути, і така різниця викривляє умови конкуренції між вказаними інститутами, не забезпечує належного захисту утримувачів паїв (інвесторів). Національні законодавства, які регулюють ІСІ, слід скоординувати з метою зближення умов конкуренції між такими інститутами на рівні Співтовариства, одночасно забезпечуючи більш ефективний і однорідний захист інвесторів. Така координація сприятиме усуненню перешкод на шляху вільного обігу паїв ІСІ у Співтоваристві й утворенню Європейського ринку капіталів.

Згідно цієї Директиви до ІСІ належать установи, єдиною метою яких є спільне інвестування капіталів, отриманих від населення, у цінні папери, що знаходяться в обігу та/або інші ліквідні фінансові активи, які діють за принципом розподілу ризику, і паї яких на вимогу власників перепродані або викуплені, прямо або опосередковано, з активів даних інститутів. При чому, заходи вжиті ІСІ для гарантування того, що вартість їх паїв на фондовій біржі несуттєво відрізняється від вартості їх чистих активів, повинні вважатись еквівалентними до такого перепродажу або викупу.

ІСІ можуть бути засновані або згідно із законодавством, або згідно з договірним правом (як спільні фонди, якими управляють керуючі компанії – КУА), або згідно з правом довірчої власності (як довірчі пайові фонди), або статутом (як інвестиційні компанії). Проте, під дію цієї Директиви не підпадають інвестиційні компанії, активи яких інвестуються через посередництво дочірніх компаній головним чином не в цінні папери.

Згідно ст. 4 Директиви жоден ІСІ не має права проводити будь-яку діяльність до тих пір, поки не отримає ліцензію компетентних органів влади держави-члена, в якій він розташований. Таке ліцензування є дійсним для всіх держав-членів. Ліцензія надається довірчому пайовому фонду лише у тому випадку, якщо компетентними органами влади ухвалено керуючу компанію, правила фонду та вибір депозитарію. Інвестиційна компанія може

отримати ліцензію тільки якщо компетентними органами влади ухвалено документи про створення інвестиційної компанії як юридичної особи та про вибір депозитарію. Серед підстав відмови у видачі ліцензії Директива називає недостатність у членів правління доброї репутації або досвіду, необхідного для виконання своїх обов'язків по керівництву обраним типом ІСІ. З цією метою імена членів правління керуючої компанії, інвестиційної компанії, депозитарію і всіх осіб, які є їх наступниками, повинні заздалегідь подаватись до компетентних органів влади. Ані керуюча компанія, ані депозитарій не можуть бути замінені, а також не можуть бути внесені зміни до правил фонду або документів інвестиційної компанії про її створення як юридичної особи без схвалення цього компетентними органами влади.

Директива також регламентує зобов'язання щодо структури керуючих та інвестиційних компаній, обов'язки щодо депозитаріїв, зобов'язання щодо інвестиційної політики ІСІ, щодо надання інформації власникам паїв, включаючи публікацію проспектів і періодичних звітів та іншої інформації, загальні зобов'язання ІСІ та спеціальні положення стосовно ІСІ, які продають свої паї в інших державах-членах, а також положення щодо органів влади, відповідальних за видачу ліцензій і нагляд та інші.

Наступна директива, що стосується теми даного дослідження – Директива Європейського Парламенту та Ради ЄС (2004/39/ЄС) від 21 квітня 2004 р. „Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС” [216]. Значення цієї Директиви в аспекті даної роботи найбільш повно ілюструється тим, що до її прийняття ряд важливих питань, які нею врегульовані, охоплювалися припиненою Директивою Ради ЄЕС (93/22/ЄЕС) від 10 травня 1993 р. „Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів” [193].

Директива (2004/39/ЄС) „Про ринки фінансових інструментів...” упорядковує і класифікує фінансові інструменти, відносячи до таких інструментів, зокрема, цінні папери, що підлягають обігу (акції, облігації та

інші) з виділенням в окрему групу цінних паперів ІСІ. За визначенням Директиви до інвестиційних послуг належать прийняття та передача замовлень щодо одного чи більше фінансових інструментів, виконання замовлень від імені клієнтів, здійснення операцій за власний рахунок, управління активами, консультування з інвестування та інші подібні. У цілому це свідчить, що ринок інвестиційних послуг ЄС за переліком операцій практично є тим, що в Україні називають фондовим ринком [95].

Директива 2004/39/ЄС передбачає, що інвестиційні послуги надають інвестиційні компанії (investment firms), розуміючи під такою компанією будь-яку юридичну особу, постійна діяльність якої полягає в наданні однієї чи більше послуг з інвестування третім особам та/або здійсненні одного чи більше видів інвестиційної діяльності на професійній основі. Директива встановлює умови та порядок ліцензування інвестиційних компаній, зокрема вимоги для ліцензування, порядок надання та відмови у наданні ліцензії, підстави та порядок позбавлення ліцензії, а також визначає умови діяльності інвестиційних компаній, положення щодо забезпечення захисту інвесторів.

Цікавими і корисними є положення розділу III (ст. 31 – 35) Директиви 2004/39/ЄС, якими встановлюються права інвестиційних компаній, зокрема: щодо свободи надання послуг з інвестування та здійснення інвестиційної діяльності на території усіх держав-членів, за умови, що такі послуги та діяльність передбачені в ліцензії; щодо права на створення філій; щодо доступу до регульованих ринків, створених на територіях держав-членів, доступу до центральної сторони угоди, систем клірингу та розрахунків; щодо права інвестиційних компаній та ринкових операторів, які керують багатосторонніми торговельними технологіями, на досягнення відповідних домовленостей з центральними сторонами угод чи кліринговими установами та системою розрахунків інших держав-членів.

Важливе значення в аспекті даного дослідження має Директива Ради ЄЕС (89/298/ЄЕС) від 17 квітня 1989 р. „Про координацію вимог стосовно створення, упорядкування та розподілу проспекту, який буде виданий під час

пропозиції цінних паперів, що підлягають обігу, невизначеному колу осіб” [204]. Ця Директива регулює обсяг та зміст інформації, яка підлягає розкриттю, стосовно встановлення, впорядкування та розповсюдження проспекту емісії, що буде виданий за пропозиції цінних паперів, і має на меті захист інвесторів від ризиків, пов’язаних з інвестиціями в цінні папери, а також підвищення довіри до цінних паперів, що перебувають в обігу [276, с. 258]. У Директиві мова йде про нові випуски акцій та інших цінних паперів, що пропонуються вперше і раніше не були зареєстровані на біржі (ст. 1). Директивою (ст. 4) встановлюється вимога про обов’язковість опублікування проспекту емісії таких цінних паперів і розгляду проспекту в уповноважених органах держав – членів ЄС перед публікацією (ст. 12).

Згідно Директиви 89/298/ЄЕС зміст проспекту при допуску цінних паперів до котирування на фондовій біржі і за відсутності потреби такого допуску може розрізнятися – у другому випадку вимоги більш ліберальні (ст. 11). Проспект має бути представлений широкій публіці в кожній державі ЄС, у якій ці цінні папери пропонуються інвесторам (ст. 15), а уповноважені органи цих країн зобов’язані визнавати на своїй території проспект, затверджений національним уповноваженим органом іншої держави – члена ЄС (ст. 21). Фактично це не тільки спрощує процедуру розміщення цінних паперів у кожній з держав – членів ЄС, але і знімає внутрішні кордони на фондовому ринку ЄС, оскільки емітент однієї держави – члена ЄС отримує доступ до фінансових ресурсів на території всього простору ЄС [91].

Більш пізня Директива ЄС з цього питання від 4 листопада 2003 р. (2003/71/ЄС) „Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів і допуску їх до обігу на біржі” [214] встановила єдині стандарти розкриття інформації при публічному розміщенні цінних паперів на території ЄС. Завдяки імплементації норм цієї Директиви передбачається досягти такого рівня інтеграції, за якого розміщення цінних паперів на території різних держав – членів ЄС не буде визнаватися транскордонним розміщенням. Ключовими є наступні положення зазначеної

Директиви: спрощення процедури взаємного визнання проспектів емісії цінних паперів; установлення вимог до змісту і форми проспектів; можливість посилення емітента на документи, подані національному регулятору ринку цінних паперів. Якщо проспект емісії цінних паперів зареєстрований національним регулятором ринку, це надає право емітенту просити визнання даного проспекту іншими державами – членами ЄС.

Як такі, що мають безпосереднє відношення до предмету даної роботи, можуть бути названі й охарактеризована вище Директива Європейського парламенту та Ради ЄС (97/9/ЄС) від 3 березня 1997 р. „Про схеми компенсації інвесторам” [219], Директива Ради ЄЕС (93/6/ЄЕС) від 15 березня 1993 р. „Про адекватність капіталу інвестиційних фірм і кредитних установ” [138], Директива Європейського парламенту та Ради ЄС (2003/41/ЄС) від 3 червня 2003 р. „Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними” [145], Перша Директива Ради ЄЕС (73/239/ЄЕС) від 24 липня 1973 р. „Щодо узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень стосовно започаткування та ведення діяльності прямого страхування, іншого, ніж страхування життя” [275] а також деякі інші. Відповідні положення охарактеризованих та інших законодавчих актів ЄС будуть враховані в наступних розділах цієї роботи при характеристиці правового статусу вітчизняних інституційних інвесторів.

Встановлені у розглянутих директивах ЄС вимоги використовуються для розробки внутрішніх актів законодавства країнами, яким ці вимоги адресовані. Норми законодавства ЄС створюють умови для вільного руху капіталу, забезпечуючи підґрунтя для реальної інтеграції економік цих країн. На основі загальних норм фінансова індустрія формує конкретні заходи і процедури, які сприяють міжнародним інвестиційним потокам та зменшують ризики інвестиційної діяльності. Це цілком відповідає об’єктивній тенденції глобалізації світової економіки в цілому і фінансових ринків зокрема як процесу стирання меж між національними ринками, який виявляється в

інтеграції фінансових інструментів, учасників ринку, органів регулювання, механізмів торгівлі цінними паперами, правил стандартизації [77].

Проявом глобалізаційних процесів у зазначеній сфері є поява та активний розвиток диверсифікованих міжнародних інвестиційних фондів, що спеціалізуються на вкладенні у закордонні ринки, головним чином ринки країн, що розвиваються. Навіть американським інвесторам, які мають свій найбільший і найрозвинутіший ринок акцій у світі, фінансові консультанти радять вкладати приблизно 15% активів у закордонні ринки [51].

Враховуючи, що фінансова система України є частиною світової фінансової системи, і світові тенденції та фактори розвитку інституційних інвесторів в повній мірі притаманні і нашій державі, стосовно даної роботи вважається доречним розглянути відповідні аспекти правового статусу іноземних інвесторів на ринку цінних паперів України.

Правовий статус вказаних інвесторів у цілому визначається главою 38 ГК України, Законом України від 19 березня 1996 р. „Про режим іноземного інвестування” [215], іншими актами законодавства. Згідно названого Закону іноземні інвестори мають право здійснювати інвестиції на території України у вигляді іноземної валюти, рухомого і нерухомого майна та пов’язаних з ним майнових прав, інших цінностей, у тому числі акцій, облігацій, інших цінних паперів, а також корпоративних прав. Іноземні інвестиції в Україні можуть здійснюватися шляхом придбання цінних паперів, у тому числі цінних паперів ІСІ. В останньому випадку має місце реалізація так званих портфельних інвестицій – вкладення коштів у незначні за обсягом (від 1-5 до 10%) частки статутного капіталу кількох підприємств з метою, як правило, отримання дивідендів та диверсифікації ризиків [24, с. 17]. Інвестування шляхом придбання цінних паперів ІСІ не включає здійснення прямих іноземних інвестицій зі стратегічною метою – отримання істотної частки у статутному капіталі підприємства і відповідного права на управління ним.

Слід відзначити, якщо на світових ринках капіталів роль інституційних портфельних інвесторів зростає, Україні портфельні інвестиції знаходяться

на останньому місці у загальній структурі інвестицій, їх частка складає приблизно 15% проти 40 % в обсязі загальних світових інвестицій [243].

Іноземні інвестиції в Україні, у тому числі інвестиції у цінні папери, підлягають державній реєстрації згідно з Положенням про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій, затвердженим постановою Кабінету Міністрів України від 7 серпня 1996 р. [165]. Незареєстровані інвестиції не дають права на одержання пільг та гарантій, передбачених законодавством.

Для іноземних інвесторів в Україні встановлюється, як правило, національний режим інвестиційної та іншої господарської діяльності. Законодавство передбачає й гарантії іноземним інвесторам у разі зміни законодавства, гарантії щодо примусових вилучень і незаконних дій державних органів та їх посадових осіб та інші [61], а також врегульовує порядок вирішення спорів за участю таких інвесторів.

Встановлення національного режиму іноземного інвестування є найоптимальнішим варіантом регулювання іноземних інвестицій у разі досягнення країною певного рівня розвитку продуктивних сил. Але з метою досягнення такого рівня, залучення передових технологій і коштів для їх впровадження на певному етапі доцільно іноземним інвестиціям надавати пільговий режим, як це відбувалося в Україні [24, с. 336]. Проте допуск іноземних інвестицій у національну економіку може мати і несприятливі наслідки, на підтвердження чому існує багато прецедентів [276, с. 140 – 141].

У зазначеному аспекті стосовно сфери, що досліджується, слід відзначити, що характерною рисою українського фондового ринку є переважання іноземних інвесторів спекулятивного типу. За експертними оцінками, майже 70% операцій з цінними паперами на вітчизняному ринку виконуються за кошти іноземних інвесторів, як переважно орієнтовані виключно на короткострокові спекуляції [243]. Це суттєво підвищує ризик дестабілізації фондового ринку України внаслідок раптового та масштабного виведення іноземних капіталів. Саме це і відбулося під час світової фінансової кризи 2008 р., коли відтік іноземного спекулятивного капіталу з

України за різними оцінками становив до 30 млрд. доларів США та йшла спекулятивна гра на пониження основних учасників біржової торгівлі [13].

Крім того, процес глобалізації фінансових ринків має неоднозначний характер. З одного боку, наближення стандартів функціонування фондового ринку України до світових, зокрема європейських, вимог може бути розцінено позитивно як таке, що сприяє виходу українських учасників фондового ринку на закордонні та міжнародні ринки. Разом з цим даний процес містить ризик потенційного поглинання української інфраструктури фондового ринку краще організованими та капіталізованими конкурентами, ризик банкрутства професійних учасників українського ринку та посилення зовнішньої боргової залежності українських підприємств внаслідок пошуку фінансових ресурсів на іноземних ринках [243].

Зважаючи на викладене, особливо важливого значення набуває проведення правильної збалансованої політики держави з питань іноземного інвестування, яка дасть змогу залучити необхідну кількість іноземного капіталу і в той же час уникнути його експансії, гарантувати захист національних інтересів та цілісність вітчизняного ринку.

Питанням правового статусу іноземних інвесторів в Україні, зокрема на ринку цінних паперів, у юридичній науці приділялося достатньо уваги [70; 74; 114; 261 та ін.]. В аспекті даного дослідження вважається доречним особливо підкреслити важливість врахування у вітчизняному законодавстві тенденцій і наслідків, що обумовлені адаптацією законодавства України до законодавства ЄС, входженням нашої держави у світове співтовариство.

Висновки до розділу 1

Ринок цінних паперів як явище суспільного буття за своєю сутністю і змістом є економічним, господарським явищем, спрямованим на підвищення ефективності суспільного виробництва. Наукова категорія „ринок цінних паперів” економічна за змістом, за правовою формою господарсько-правова.

Прямими, безпосередніми учасниками ринку цінних паперів є НКЦПФР, її територіальні органи, інші органи, що здійснюють державне регулювання цього ринку, у тому числі саморегулювні організації в частині делегування їм окремих регулятивних повноважень. Усі вони є учасниками організаційно-господарських відносин на вказаному ринку, в яких виступають суб'єктами організаційно-господарських повноважень, наділених господарською компетенцією щодо суб'єктів господарювання – інших учасників цього ринку у процесі його управління та регулювання. До професійних учасників ринку цінних паперів належать рейтингові агентства.

На ринку цінних паперів переважають господарські відносини між його учасниками – суб'єктами господарювання, а також між цими суб'єктами та суб'єктами організаційно-господарських повноважень (господарсько-виробничі та організаційно-господарські). Ці відносини визначають у цілому господарсько-правову природу вказаного ринку. Поряд з господарськими на цьому ринку складаються й інші відносини (фінансові, цивільні тощо), але це не змінює його господарсько-правову природу і не усуває можливість та доцільність застосування господарсько-правового підходу до правового регулювання відносин на цьому ринку, та до дослідження цих відносин.

Категорія інституційних інвесторів на ринку цінних паперів є неоднорідною. Класифікацію інституційних інвесторів доцільно здійснити виходячи з їх легального визначення та використовуючи критерій місця, яке займає для кожної з окремих груп таких інвесторів їхня інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів відносно основної статутної діяльності. Інституційні інвестори за цим критерієм поділяються на дві групи: (1) ІСІ (ПФ та КІФ), які спеціально створюються для провадження інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів, і ця діяльність є для них основною та виключною; (2) фінансові установи, які основну діяльність здійснюють на ринках інших фінансових послуг (НПФ, ФБУ, страхові компанії та інші), а інвестиційна діяльність для них є не основною, служить легальним додатковим джерелом фінансування основної діяльності.

До основних загальних ознак інституційних інвесторів належать такі:

(1) вони є суб'єктами господарювання – господарськими організаціями і володіють спеціальною господарською правосуб'єктністю. Дана ознака потребує уточнення: - стосовно ПФ та ФБУ, що не є юридичними особами, а перебувають в управлінні відповідно КУА та уповноваженого банку, які є суб'єктами господарювання і юридично виступають в якості інвесторів у відносинах за участю ПФ та ФБУ. Використання у законодавстві терміну „інвестор” щодо ПФ та ФБУ є некоректним; – стосовно НПФ, які наряду з провадженням діяльності у соціальній сфері здійснюють господарські операції з пенсійними активами, розміщуючи (інвестуючи) їх та отримуючи дохід на користь учасників фонду, і в цій частині виступають як суб'єкти господарювання; (2) інституційні інвестори мають спеціальний статус фінансової установи, що проявляється у підпорядкованості їх особливому порядку організації та діяльності як такої установи; (3) інвестиційна діяльність інституційних інвесторів є господарською – фінансовим інвестиційним посередництвом, яке полягає у прямому або опосередкованому наданні певного виду фінансових послуг, а саме в залученні фінансових ресурсів індивідуальних інвесторів та їх подальшому розміщенні у фінансові активи (у перерозподілі фінансових ресурсів шляхом здійснення операцій з цінними паперами) з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Характерним для них є здійснення портфельних інвестицій, диверсифікація ризиків та кваліфіковане, професійне управління інвестиціями; (4) інвестиційна діяльність інституційних інвесторів здійснюється на професійних засадах. Для ІСІ вона є основною, виключною, здійснюється виключно на ринку цінних паперів, що дає підстави вважати ІСІ професійними учасниками вказаного ринку, які разом з іншими професійними учасниками обслуговують цей ринок, складають його інфраструктуру. Фактично професійний характер інвестиційної діяльності ІСІ доцільно відобразити у законодавстві – внести зміни до ст. 8 Закону про ІСІ, до абз. 5 ч. 2 ст. 2, ч. 2 ст. 16, ст. 18 Закону про

ЦПФР, а також до ч. 3 ст. 356 ГК України; (5) інвестиційна діяльність інституційних інвесторів здійснюється на ринку цінних паперів, що є істотним і дозволяє відокремити їх від інших близьких інститутів.

Ґрунтуючись на наведених ознаках інституційних інвесторів і використовуючи легальне розуміння таких інвесторів (ст. 2 Закону про ЦПФР), пропонується наступне загальне визначення цих інвесторів, яке доцільно закріпити у законодавстві, зокрема у ст. 2 названого Закону: „Інституційні інвестори на ринку цінних паперів – це господарські організації зі статусом фінансової установи, які на професійних засадах здійснюють на вказаному ринку господарську діяльність з фінансового інвестиційного посередництва, що полягає у залученні фінансових активів індивідуальних інвесторів та їх подальшому розміщенні у цінні папери та інші фінансові активи з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів”.

Розробка та вдосконалення законодавства України у сфері регулювання інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів повинні здійснюватися з урахуванням позитивного міжнародного досвіду, зокрема досвіду функціонування схем компенсації інвесторам у зарубіжних країнах та створення додаткових організаційних механізмів захисту прав інвесторів.

Особливо слід підкреслити важливість врахування у вітчизняному законодавстві тенденцій та наслідків, що обумовлені адаптацією законодавства України до законодавства ЄС, входженням нашої держави у світове співтовариство, необхідність проведення збалансованої політики з питань іноземного інвестування, яка дала б змогу залучити іноземний капітал і в той же час уникнути його експансії, гарантувати захист національних інтересів та цілісність вітчизняного ринку.

Висновки до розділу 1 опубліковані в наукових статтях у фахових виданнях, включених до переліків, затверджених ВАК України [29; 30; 36; 37], у матеріалах науково-практичних конференцій [31; 35].

РОЗДІЛ 2

ПРАВОВИЙ СТАТУС ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

2.1. Поняття і класифікація інститутів спільного інвестування, порядок їх створення, управління та припинення

Безпосереднє визначення поняття інституту спільного інвестування (ІСІ) у чинному законодавстві відсутнє. Закон про ІСІ у ст. 1 лише встановлює, що інститут спільного інвестування – це КІФ або ПІФ. У попередній редакції (до 18 грудня 2008 р.) ст. 3 Закону „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” було закріплено більш повне визначення ІСІ, але воно не в повній мірі узгоджувалося з визначенням інституційних інвесторів, наведеним у ст. 2 Закону про ЦПФР, і було змінено. Використовуючи зміст визначення ІСІ, що втратило чинність, і коригуючи його з урахуванням легальних визначень інституційних інвесторів (ст. 2 Закону про ЦПФР) та діяльності із спільного інвестування (п. 5 ч. 1 ст. 1 Закону про ІСІ), а також враховуючи обґрунтований вище висновок про професійний характер інвестиційної діяльності ІСІ та запропоноване визначення інституційних інвесторів, можна сформулювати таке визначення поняття ІСІ:

Інститут спільного інвестування (ІСІ) – це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який на професійних засадах провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів та інших фінансових активів інвесторів і вкладенням їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші дозволені активи в інтересах вказаних інвесторів за власний рахунок чи за рахунок цих інвесторів, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Запропоноване визначення поняття ІСІ відображає такі загальні характерні ознаки цих інститутів: (1) відображає, що ІСІ – це КІФ або ПІФ; (2) вказує на професійний характер діяльності ІСІ; (3) розкриває зміст їхньої діяльності – об'єднання (залучення) грошових коштів та інших фінансових активів інвесторів і вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість, причому з достатньою повнотою і ясністю відображає як характер інвестицій (грошові кошти та інші фінансові активи), так і об'єкти інвестування (цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість); (4) вказує на джерела фінансування цієї діяльності (за власний рахунок чи за рахунок цих інвесторів, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів); (5) відображає спрямованість діяльності ІСІ на задоволення потреб та інтересів споживачів його послуг (в інтересах вказаних інвесторів); (6) вказує на мету діяльності ІСІ (з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів). Враховуючи сказане, запропоноване визначення поняття ІСІ, як уявляється, може бути закріплене у п. 10 ч. 1 ст. 1 Закону про ІСІ, де надається визначення термінів, що вживаються в цьому Законі.

Слід відзначити, що у спеціальній літературі запропоновано перелік основних правових ознак, що виділяють ІСІ з-поміж інших учасників фондового ринку: (1) наявність особливої організаційної структури, що складається з відокремленого комплексу активів, сформованого внесками інвесторів, та керуючої компанії, що здійснює управління активами з метою інвестування на ринку цінних паперів; (2) використання емісійних цінних паперів для залучання коштів інвесторів; (3) здійснення інвестування на професійній основі як виключний вид підприємницької діяльності; (4) наявність механізму розподілу функцій з акумулювання коштів, управління ними та їхнього зберігання; (5) визначення конкретного змісту діяльності ІСІ і вимог до них в залежності від видової та типової специфіки ІСІ; (6) наявність особливої системи вимог до ІСІ та здійснюваної ними діяльності –

організаційних, майнових, інформаційних, вимог до складу і структури активів, вимог до осіб, що забезпечують діяльність [120, с. 75 – 76]. Як уявляється, зміст даного переліку кореспондує наведеним вище загальним характерним ознакам ІСІ, у цілому розширює, деталізує та конкретизує їх, але саме з цієї причини його складно покласти в основу легального визначення цих інститутів. Проте узагальнення основних правових ознак ІСІ, що пропонується в ньому, безперечно має наукове і практичне значення і буде більш докладно розкрито у наступних розділах цієї роботи.

Закон про ІСІ визначає поняття КІФ та ПФ. Згідно ст. 8 названого Закону КІФ є юридична особа, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування. КІФ є суб'єктом господарювання – господарською організацією. Слід відзначити, що акціонерне товариство у спеціальних дослідженнях визнається оптимальною формою створення ІСІ [19, с. 8].

На відміну від КІФ ПФ згідно ст. 41 Закону про ІСІ не має самостійної організаційної структури, не наділений правами юридичної особи. ПФ – це сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні КУА та обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності. ПФ створюється КУА у встановленому порядку шляхом продажу (розміщення) інвесторам випущених нею інвестиційних сертифікатів. Заслуговує на увагу питання щодо правосуб'єктності ПФ. Річ у тому, що деякі автори відносять ПФ до особливого виду суб'єктів господарювання, що створюються на договірних засадах і не мають статусу юридичної особи [22, с. 60.]. Співзвучною є й думка про належність подібних структур до „нетипових” суб'єктів господарювання, які наділені певними ознаками останніх [265, с. 106 – 107]. У цивілістичній літературі подібні майнові фонди отримали назву „квзисуб'єкти права” як такі, що мають неповну (часткову) правосуб'єктність [84].

Як зазначалося, ПФ не є суб'єктом господарювання. КУА ПФ як господарська організація юридично виступає в якості інвестора у відносинах за участю ПФ. ПФ є комплексом майна, позбавленим господарської правосуб'єктності, і не належить до суб'єктів господарювання якогось особливого виду [88, с. 12]. Віднесення їх до таких суб'єктів порушило б усталену систему цих суб'єктів, закріплену в ГК України, і поглибило б різнобій у розумінні цього поняття з відповідними положеннями ЦК України.

ПФ належать до ІСІ так званого контрактного типу, коли капітал спільного інвестування існує у формі грошово-майнового комплексу – спільній власності інвесторів, і управляється сторонньою особою. Такі фонди поширені в Австрії, Німеччині, Швейцарії, а нині і в Росії [19, с. 8; 79, с. 84]. Світовий розподіл ПФ характеризується наступними цифрами: США – 55,9 %; Японія – 2,6 %; Канада – 2,2 %; Гонконг – 1,6 %; Європа – 31,7 %; Австрія – 3,4 %; Бразилія – 1,0 %; інші – 1,6 %. Стрімко розвиваються в цьому напрямку Китай, країни Східної Європи [246]. Перевагою ПФ є те, що вони більш прості у створенні і функціонуванні (без реєстрації юридичної особи), мають відносно нижчі у порівнянні з корпоративними фондами видатки на управління та більш сприятливий режим оподаткування, оскільки унеможливають подвійне оподаткування їхніх прибутків. Цим пояснюється домінування ПФ у порівнянні з іншими ІСІ як на світовому ринку інвестиційних послуг [247], так і в сучасній Україні, де на початок 2011 р. з 1095 ІСІ 880 (більше 80 %) складала ПФ [64]. Тільки протягом першого півріччя 2011 р. ДКЦПФР зареєстровано 66 випусків інвестиційних сертифікатів ПФ на суму 26,6 млрд. грн., тоді як за цей же період зареєстровано 33 випуски акцій КІФ на суму 2,07 млрд. грн. [60].

Детальна класифікація ІСІ закріплена у ст. 4 Закону про ІСІ і стосується як КІФ, так і ПФ. Залежно від порядку здійснення їхньої діяльності ІСІ поділяються на три типи: відкриті, інтервальні та закриті.

ІСІ належить до відкритого типу, якщо він (або його КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу його учасників викуп

цінних паперів, емітованих цим ІСІ (його КУА). Відкритий ІСІ постійно випускає та продає нові цінні папери, скуповуючи при цьому власні цінні папери у всіх, хто бажає продати їх за ринковою ціною. Згідно з умовами організації такого ІСІ всі інвестори можуть продавати його цінні папери тільки самому фонду.

ІСІ належить до інтервального типу, якщо він (або його КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу його учасників викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (його КУА) протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу). При чому, проспект емісії ІСІ інтервального типу повинен передбачати порядок визначення дня початку та закінчення інтервалу, періодичність інтервалу (не рідше одного разу на рік), тривалість інтервалу (не менше 10 робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу).

ІСІ належить до закритого типу, якщо він (або його КУА) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (його КУА) до моменту припинення цього ІСІ. Закритий інвестиційний фонд не вимагає продажу своїх цінних паперів винятково самому собі. Нові цінні папери випускаються ним відносно рідко, а курс цінних паперів під впливом попиту та пропозиції на фондових ринках може коливатися.

Цінні папери відкритих інвестиційних фондів (акції КІФ, інвестиційні сертифікати ПІФ) не підлягають вільному обігу на вторинному ринку цінних паперів – як організованому, так і неорганізованому. Цінні папери інтервальних інвестиційних фондів підлягають вільному обігу на вторинному ринку лише у періоди міжінтервального, „закритого” стану фондів, що їх емітували. Дивіденди за цінними паперами відкритого та інтервального інвестиційних фондів не нараховуються і не сплачуються. Цінні папери закритих інвестиційних фондів підлягають вільному обігу на вторинному ринку цінних паперів. Дивіденди за такими цінними паперами нараховуються, якщо це передбачено проспектом їх емісії.

Дохід інвестора (учасника) ІСІ складається з приросту вартості належних йому цінних паперів ІСІ та/або дивідендів у випадках, якщо вони нараховуються. При чому вартість цінних паперів ІСІ визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість його цінних паперів, які перебувають в обігу на день розрахунку. [198, ст. 56]. Де вартість чистих активів виступає як різниця між сумою активів ІСІ з урахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань ІСІ, а активи ІСІ – сформована за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів ІСІ [198, ст. 1].

Інвестори відкритих та інтервальних ІСІ одержують інвестиційний дохід тільки при викупі КУА ІСІ належних їм цінних паперів фонду за ціною, що розраховується виходячи з вартості чистих активів фонду. Тобто, інвестори отримують інвестиційний дохід у формі інвестиційного прибутку за результатами здійснення операцій з придбання та наступного викупу цінних паперів ІСІ його КУА [127].

Вартість цінних паперів ІСІ з часом може як збільшуватись, так і зменшуватись, оскільки змінюється ринкова вартість цінних паперів та інших активів, у які інвестовано кошти ІСІ. Тому учасники інвестиційних фондів несуть ризик збитків, пов'язаних із зміною вартості активів інвестиційного фонду. Прибутковість фонду не гарантується ні державою, ні КУА. КУА заборонено надавати будь-які гарантії щодо рівня майбутньої дохідності інвестицій, здійснених за рахунок активів ІСІ [235].

Розрахункова вартість цінного паперу ІСІ відкритого типу визначається й оприлюднюється КУА щодня. Розрахункова вартість цінного паперу ІСІ інтервального типу визначається КУА на день прийому заявки на продаж або купівлю цінних паперів фонду. Якщо ринкова вартість цінних паперів або інших активів ІСІ зростає, то зростає і вартість цінних паперів ІСІ. І навпаки, якщо ринкова вартість цінних паперів або інших активів ІСІ зменшується, то падає і вартість його цінних паперів. Вартість чистих активів інвестиційного фонду змінюється і за рахунок купівлі або продажу цінних паперів ІСІ

інвесторами, проте це не впливає на ціну цінних паперів ІСІ, оскільки змінюється кількість цінних паперів ІСІ в обігу.

В умовах сучасної України такими, що найбільш відповідають інтересам масових інвесторів (населення), слід вважати ІСІ відкритого та інтервального типів, які постійно пропонують до продажу свої цінні папери у прагненні збільшити капітал, і постійно або періодично (протягом певного інтервалу) виконують вимоги власників своїх цінних паперів щодо їх викупу. Як свідчать результати наукових досліджень, найбільшою популярністю саме такі ІСІ користуються серед дрібних інвесторів і в зарубіжних країнах. Це довірчі пайові фонди в Англії, інвестиційні компанії зі змінним капіталом або спільні фонди інвестицій у Франції, Бельгії та Люксембурзі, інвестиційні фонди в Німеччині, фонди інвестицій в цінні папери в Іспанії, взаємні фонди в США [19, с. 9; 79, с. 84]. У той же час згідно з даними статистики з 1095 ІСІ, що функціонували на вітчизняному ринку на початок 2011 р., переважну більшість – 1009 ІСІ (більше 92 %) склали ІСІ закритого типу, і лише 50 ІСІ (близько 4,6 %) інтервального та 36 ІСІ (близько 3,3 %) відкритого типів [64]. Це свідчить про те, що вітчизняні засновники ІСІ при виборі типу останніх менш за все опікуються інтересами масових інвесторів (населення). Переважна більшість ІСІ орієнтована на юридичних осіб [240, с 139].

ІСІ відкритого та інтервального типів маючи визначений статутний капітал, все ж таки оперують змінними обсягами інвестиційного капіталу. На відміну від них ІСІ закритого типу мають постійний інвестиційний капітал. До цього типу у світі належать англійський інвестиційний траст, французька інвестиційна компанія з постійним капіталом, американський фонд закритого типу тощо. Для вітчизняної економіки вони вважаються менш підходящими з огляду на відносну недорозвиненість ринку цінних паперів, економічну та психологічну неготовність широких мас населення до спільного інвестування, переважну схильність потенційних інвесторів до стратегічних інвестицій, яка реалізується за межами ІСІ [19, с. 13].

ІСІ може бути строковим або безстроковим.

Строковий ІСІ створюється на певний строк, встановлений у його регламенті, після закінчення якого цей ІСІ припиняється.

Проте строк діяльності строкового ІСІ може бути продовжено: стосовно КІФ – за рішенням загальних зборів його учасників, стосовно ППФ – за рішенням органу КУА, уповноваженого вносити зміни до його регламенту. У разі продовження строку діяльності строкового ІСІ обов'язково здійснюється викуп цінних паперів такого ІСІ в його учасників, які протягом трьох місяців з дня прийняття зазначеного рішення подали письмову заяву про викуп у них цінних паперів, а в учасника КІФ – також за умови, що цей учасник не голосував за прийняття відповідного рішення. Такий викуп здійснюється за розрахунковою вартістю станом на день прийняття рішення про продовження строку діяльності строкового ІСІ, а кількість цінних паперів, які викупуваються в учасника, не може перевищувати кількості цінних паперів, власником яких він був на день прийняття зазначеного рішення. Строк, на який продовжується діяльність строкового ІСІ, не може перевищувати строку діяльності такого ІСІ, передбаченого його регламентом на день реєстрації цього регламенту. Кількість рішень про продовження строку діяльності строкового ІСІ не обмежується.

Безстроковий ІСІ створюється на невизначений строк.

ІСІ закритого типу може бути лише строковим. ІСІ відкритого та інтервального типу, як правило, безстрокові.

Залежно від структури активів (ступеню їх диверсифікованості та спеціалізації) ІСІ поділяються на чотири види: диверсифіковані, недиверсифіковані, спеціалізовані та кваліфікаційні.

ІСІ вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає вимогам, встановленим ч. 4 ст. 7 Закону про ІСІ щодо інвестування коштів такого ІСІ у різні інструменти ринку капіталів. Аналіз зазначених вимог дає підстави вважати їх основними, такими, що пов'язані зі статусом ІСІ, закріпленим у його установчих документах. На відміну від цих вимог до диверсифікованого ІСІ ч. 3 ст. 48 Закону про ІСІ встановлює ще додаткові,

визначені у формі заборон щодо основних параметрів діяльності такого ІСІ. При порушенні встановлених вимог ІСІ не можуть вважатися диверсифікованими і стають недиверсифікованими. Слід відзначити, що у практиці порушення вимог щодо диверсифікованості активів диверсифікованим ІСІ тягне накладення НКЦПФР на нього адміністративно-господарського штрафу [133].

Виділення спеціалізованих та кваліфікаційних видів ІСІ передбачено нормами Закону про ІСІ, які набувають чинності з 1 січня 2014 р.

ІСІ вважається спеціалізованим, якщо він інвестує активи виключно в активи, визначені названим Законом. До спеціалізованих належать ІСІ таких класів: 1) фонди грошового ринку; 2) фонди державних цінних паперів; 3) фонди облігацій; 4) фонди акцій; 5) індексні фонди; 6) фонди банківських металів.

Крім того, серед спеціалізованих новий Закон про ІСІ окремо виділяє біржові ІСІ, якими можуть бути відкриті спеціалізовані ІСІ двох класів – індексні фонди та фонди банківських металів. Біржовим визнається ІСІ, проспектом емісії цінних паперів якого передбачається: 1) цінні папери цього ІСІ підлягають обов'язковому обігу на фондовій біржі, визначеній проспектом емісії; 2) придбати цінні папери цього ІСІ або пред'явити їх до викупу можуть виключно андеррайтери; 3) андеррайтер цінних паперів такого ІСІ зобов'язаний підтримувати котирування (ціни попиту та пропозиції) цих цінних паперів на визначеній проспектом емісії фондовій біржі; 4) оплата цінних паперів такого ІСІ під час їх продажу або викупу може здійснюватися у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією цього ІСІ.

ІСІ вважається кваліфікаційним, якщо він інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не має будь-яких вимог до структури активів. До кваліфікаційних належать такі класи активів: 1) об'єднаний клас цінних паперів; 2) клас нерухомості; 3) клас рентних активів; 4) клас кредитних активів; 5) клас біржових товарних активів; 6)

інші класи активів, які НКЦПФР може вводити та відносити до кваліфікаційних.

Отже, ІСІ, які не відповідають встановленим вимогам щодо диверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного ІСІ, є недиверсифікованими. Для недиверсифікованих ІСІ не існує таких жорстких вимог стосовно диверсифікації їх активів, вони можуть здійснювати інвестиції, зокрема, в об'єкти нерухомості, у частки товариств з обмеженою відповідальністю тощо.

Відкритими ІСІ можуть бути тільки диверсифіковані та спеціалізовані ІСІ. Інтервальними ІСІ можуть бути тільки диверсифіковані, спеціалізовані та кваліфікаційні ІСІ.

В Україні серед 1095 ІСІ, що функціонували на початок 2011 р., переважали недиверсифіковані ІСІ – 1000 ІСІ або 91,3 %. Лише 95 ІСІ (8,7 %) були диверсифікованими, у тому числі інтервальні ПФ – 48, відкриті ПФ – 36, закриті диверсифіковані ПФ – 9, інтервальні КІФ – 2 [64]. Така невелика кількість диверсифікованих ІСІ може бути пояснена тим, що вимоги до визнання ІСІ диверсифікованим, визначені Законом про ІСІ, є доволі жорсткими. У цілому вони більш жорсткіші, ніж ті, що встановлені главою V охарактеризованої вище Директиви Ради ЄЕС (85/611/ЄЕС) від 20 грудня 1985 р. „Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ІСІ)”. Зазначені вимоги, будучи запозиченими з досвіду країн з розвиненим фондовим ринком, в Україні перешкоджають розвитку цього ринку, що підтверджується наведеною статистикою. У той же час не слід ігнорувати, що ці вимоги встановлені з метою більшого забезпечення прав та інтересів масових інвесторів, сприяння залученню їх до процесів інвестування. Тому законодавець при вирішенні даних питань повинен оптимально маневрувати, виходячи з пошуку „золотої середини”.

Саме на це спрямовано виділення спеціалізованих та кваліфікаційних видів ІСІ Законом про ІСІ від 5 липня 2012 р. Поділ ІСІ на класи введено з

урахуванням фактичного існування ІСІ, до складу активів яких входить певний вид активів (фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облігацій і т. д.). Закон про ІСІ на законодавчому рівні визначає класифікацію таких фондів та структуру їх активів, що відповідає сучасному розвитку сфери спільного інвестування [135]. У той же час слід зауважити, що викладені нововведення значно ускладнюють і без того дуже непросту для розуміння індивідуального інвестора систему ІСІ, й у зв'язку з цим навряд чи сприятимуть залученню таких інвесторів.

Серед ІСІ (ПІФ та КІФ) Закон про ІСІ окремо виділяє венчурні фонди, якими згідно ч. 10 ст. 7 цього Закону визнаються недиверсифіковані ІСІ закритого типу, що здійснюють виключно приватне розміщення цінних паперів серед юридичних та фізичних осіб. При чому, фізична особа може бути учасником венчурного фонду виключно за умови придбання нею цінних паперів на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат.

Отже, венчурні (від англ. *venture* – ризикова справа) інвестиційні фонди – це корпоративні або пайові недиверсифіковані закриті інвестиційні фонди, активи яких більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав і цінних паперів, що не котируються на фондових біржах. Венчурні фонди здійснюють виключно приватне розміщення емітованих ними цінних паперів та провадять досить ризиковану інвестиційну стратегію, зокрема, інвестиції в інноваційні проекти недержавних підприємців, які через високу ризиковість не можуть отримати фінансову підтримку з традиційних джерел (таких, як банківський кредит). Венчурним фондам властивий найвищий рівень інвестиційного ризику. У спеціальній літературі відзначається, що венчурний капітал функціонує в умовах „схваленого ризику”, інвестори заздалегідь враховують можливість втрати коштів у випадку невдачі фінансованої справи, розраховуючи на високу норму прибутку у разі успіху [71, с. 228].

Виникнення венчурних фондів у світовій практиці було зумовлено необхідністю фінансування малого наукомісткого бізнесу. Венчурний капітал почав застосовуватись у США з середини 50-х років минулого

сторіччя, у Європі він з'явився наприкінці 70-х років. Більшість технологічних революцій була ініційована фірмами, що фінансуються венчурним капіталом: у США 4% найшвидше зростаючих фірм, більшість з яких підтримуються венчурним капіталом, створюють 70% усіх нових робочих місць; у Європі витрати на проведення наукових досліджень і розробок нових зростаючих фірм, які підтримуються венчурним капіталом, складають у середньому 8,6% від обсягу продажу, тоді як в інших компаніях – лише 1,3%; у Європі за останні роки кількість працівників у фірмах, підтриманих венчурним капіталом, зростала на 15% щорічно, а в середньому по економіці – менше 1%. Дохідність венчурних інвестицій в західних країнах досягає 50–70% річних або й більше. Існування таких світових грандів ІТ-індустрії як Microsoft, Dell Computers, Hewlett – Packard, Intel, Apple стало можливим саме завдяки венчурним інвестиціям на початковому етапі розвитку. Зростання вартості компанії і, як наслідок, прибутку інвесторів, вкладеного у відповідні венчурні фонди, досягало 1000%. Останнім часом значний розвиток венчурна індустрія отримала в країнах Південно-Східної Азії, передусім у Китаї, Республіці Корея, Сінгапурі. В Україні розвиток венчурного бізнесу почався лише в 1992 році після створення фонду „Україна”. Венчурний капітал, як виключно ризиковий для компаній і проектів, перебуває в нашій державі на стадії формування [67].

Проте у порівнянні з іншими ІСІ венчурні фонди, які працюють переважно якщо не виключно з інвесторами – юридичними особами, у сучасній Україні домінують. Так, з 1095 ІСІ, що функціонували на початок 2011 р., 827 ІСІ (близько 76 %) були венчурними, серед яких більшість склали закриті недиверсифіковані венчурні ПФ – 755, а решту 72 – закриті недиверсифіковані венчурні КІФ [64].

Процес створення інфраструктури підтримки венчурного інвестування розвивається у постсоціалістичних країнах. Активно розпочався він у Російській Федерації, де у 1997 р. утворена Російська асоціація венчурного інвестування. У 2000 р. за розпорядженням Уряду РФ створений Венчурний

інноваційний фонд – перший „фонд фондів”, кошти якого призначені для дольових вкладень у створювані регіональні та галузеві венчурні фонди для інвестування в російські високотехнологічні підприємства. З 2000 р. щорічно проводяться Російські венчурні ярмарки [229]. Національним венчурним фондом розроблений проект федерального закону „Про венчурну діяльність”, який під такою діяльністю розуміє комерційну реалізацію інновацій, яка здійснюється венчурними компаніями та фондами [101]. В Угорщині у 1998 р. прийнято закон „Про венчурні інвестиції, компанії венчурного капіталу та фонди венчурного капіталу”, який передбачає функціонування двох видів венчурних інвесторів – компаній та фондів венчурного капіталу [283]. Російські та угорські компанії і фонди подібні до українських відповідно корпоративних та пайових венчурних ІСІ, що підтверджує прийнятність вітчизняних форм ІСІ для функціонування венчурних фондів.

Разом з тим, за висновками фахівців, в Україні відбулося викривлення змісту венчурного інвестування. Збільшення капіталізації венчурних фондів не призводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях в новостворені інноваційні компанії є винятковою. Основними акцепторами інвестицій венчурних фондів є компанії зі сфер нерухомості та будівництва (більше 50%), фінансів, харчової, хімічної промисловості тощо. Вітчизняний венчурний капітал ухиляється від участі в інноваційних проектах, оскільки інвестиції в окремі галузі традиційної економіки (торгівля, громадське харчування, будівництво) мають надвисокий рівень доходності за відносно короткий термін інвестування та за умов низького рівня ризику. Діяльність венчурних фондів часто використовується з метою оптимізації оподаткування. Якщо за кордоном головним призначенням венчурних фондів великих компаній є пошук і випробовування інновацій, то у вітчизняній практиці венчурні фонди нерідко відіграють роль фінансового буфера між підприємствами, що входять до складу холдингу [48, с. 682; 240, с 138; 243].

Слід зауважити, що визнання ІСІ венчурним фондом у Законі про ІСІ поставлено в залежність від відповідності його ряду формальних ознак і ніяк не пов'язується з інноваційною діяльністю. Підвищена ризиковість інвестицій венчурного фонду обмежується тим, що вони здійснюються переважно у корпоративні права та цінні папери невідомих на ринку емітентів. У зв'язку з цим, на доповнення висловлених пропозицій щодо сприяння здійсненню венчурними фондами функцій суб'єктів інноваційної інфраструктури [114, с. 16], вважається доцільним доповнити ч. 10 ст. 7 Закону про ІСІ, яка дає визначення венчурного фонду, вказівкою на те, що такий фонд спрямовує свою діяльність переважно на фінансування об'єктів інноваційної діяльності та інноваційних підприємств з метою комерційної реалізації інновацій. Це підкреслить роль венчурних фондів у фінансуванні реальної економіки і забезпеченні інноваційного розвитку України, сприятиме визнанню венчурного інвестора суб'єктом інноваційної діяльності відповідно до Закону „Про інноваційну діяльність” від 4 липня 2002 р. [196].

Порядок створення ІСІ – КІФ та ПФФ докладно регламентується Законом про ІСІ. При чому, порядок створення кожного з названих фондів істотно розрізняється, що обумовлено відмінностями їх юридичної природи. Як зазначалося, КІФ має організаційно-правову форму акціонерного товариства і створюється у порядку, визначеному розділом II Закону про ІСІ. ПФФ на відміну від КІФ не має самостійної організаційної структури. Згідно ст. 42 Закону про ІСІ ПФФ створюється за ініціативою КУА шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів.

Створення КІФ здійснюється за етапами, визначеними ч. 4 ст. 9 Закону про ІСІ, у встановленій цією нормою послідовності. Найбільш значущими результатами реалізації цих етапів є: реєстрація НКЦПФР випуску акцій КІФ з метою формування його початкового статутного капіталу, погодження нею проекту статуту КІФ та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску акцій; приватне розміщення акцій серед засновників КІФ; затвердження статуту, державна реєстрація КІФ та його статуту в органах

державної реєстрації; реєстрація КІФ у НКЦПФР з отриманням ним свідоцтва про реєстрацію випуску акцій КІФ, зареєстрованого регламенту КІФ, свідоцтва про внесення КІФ до Єдиного державного реєстру ІСІ (далі – Реєстр ІСІ) та зареєстрованого звіту про результати приватного розміщення акцій серед засновників КІФ. У цілому сукупність встановлених ч. 4 ст. 9 Закону про ІСІ етапів виступає як фактичний склад, сформований за принципом послідовного нагромадження елементів: юридичні наслідки – створення КІФ – настають лише у випадку нагромадження елементів складу у визначеному порядку. Порушення етапів створення КІФ є підставою для відмови НКЦПФР у видачі свідоцтва про реєстрацію випуску акцій КІФ, реєстрації регламенту та звіту про результати приватного розміщення акцій серед засновників КІФ.

Установчим документом КІФ, на підставі якого він провадить свою виключну діяльність із спільного інвестування, є статут фонду. Статут КІФ погоджується з НКЦПФР і затверджується установчими зборами КІФ. Крім загальних положень, визначених ст. 57 ГК України, статут КІФ повинен містити відомості про тип, вид і клас фонду, про спільне інвестування як його виключну діяльність та інші відомості згідно ст. 11 Закону про ІСІ.

Як впливає з порядку створення КІФ, визначеного ст. 9 Закону про ІСІ, крім державної реєстрації КІФ як юридичної особи [144] передбачається ще й його державна реєстрація як ІСІ, що провадиться НКЦПФР протягом шести місяців з дня державної реєстрації КІФ як юридичної особи. Проведення цієї спеціальної [109, с. 22] реєстрації, яка називається ще внесенням ІСІ до Реєстру ІСІ або реєстрацією регламенту ІСІ, регулюється ст. 6 Закону про ІСІ, а також Положенням про реєстрацію регламенту ІСІ та ведення Єдиного державного реєстру ІСІ, затвердженим рішенням ДКЦПФР в редакції від 3 вересня 2009 р. № 992 [175].

Регламент КІФ є другим крім статуту документом, на підставі якого фонд провадить свою виключну діяльність із спільного інвестування, і який визначає особливості діяльності КІФ. Регламент КІФ затверджується його

наглядовою радою і повинен містити відомості, визначені ст. 12 Закону про ІСІ та п. 3 розділу II названого Положення від 3 вересня 2009 р. № 992.

Для створення ПФ КУА згідно ст. 42 Закону про ІСІ повинна здійснити визначені цією статтею дії у певній послідовності, зокрема: прийняти рішення про створення ПФ та затвердити його регламент; подати до НКЦПФР документи для реєстрації ПФ та внесення відомостей про нього до Реєстру ІСІ й отримати відповідне свідоцтво; укласти договори з аудитором, зберігачем активів, депозитарієм, андеррайтером; затвердити проспект емісії інвестиційних сертифікатів ПФ; подати до НКЦПФР документи для реєстрації проспекту емісії цих сертифікатів та отримати свідоцтво про реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів.

Регламент ПФ є головним документом, що визначає особливості його діяльності. Регламент ПФ розробляється і затверджується КУА і повинен містити відомості, визначені ст. 44 Закону про ІСІ та п. 3 розділу III названого Положення від 3 вересня 2009 р. № 992.

Характеризуючи документи, що встановлюють особливості здійснення діяльності із спільного інвестування ІСІ, необхідно звернути увагу на відмінності у нормативному визначенні вимог до змісту регламенту ПФ між ст. 44 Закону про ІСІ та п. 3 розділу III Положення про реєстрацію регламенту ІСІ та ведення Єдиного державного реєстру ІСІ від 3 вересня 2009 р. № 992. У цьому Положенні вказані вимоги визначені дещо ширше, ніж у ст. 44 Закону про ІСІ, що уявляється більш обґрунтованим. Адже не можна заперечувати, що в регламенті ПФ повинно бути вказано відомості про форму існування та форму випуску інвестиційних сертифікатів, про повне та скорочене (у разі наявності) найменування КУА, її ідентифікаційний код за ЄДРПОУ та місцезнаходження й деякі інші, які не вимагаються за Законом про ІСІ. Зважаючи, що у названому Законі вимоги до регламенту ПФ сформульовані у формі вичерпного переліку, не виключені можливі колізії у практичному застосуванні ст. 44 Закону про ІСІ і вказаного Положення від 3 вересня 2009 р. № 992. У зв'язку з цим вважається

необхідним сформулювати перелік вимог до змісту регламенту ПФ у ст. 44 Закону про ІСІ більш широко, як вони визначені у названому Положенні, або сформулювати цей перелік як відкритий. Тим більше, що вимоги до регламенту КІФ у ст. 12 Закону про ІСІ визначені у формі відкритого переліку.

Слід підкреслити виключне, конститутивне значення для інвестиційних фондів акту їхньої державної реєстрації як ІСІ, оскільки згідно законодавства виключну діяльність з такого інвестування як КІФ так і ПФ здійснює лише після внесення відповідного фонду до Реєстру ІСІ та отримання свідоцтва про його внесення до цього Реєстру. Підставою для внесення ІСІ до названого Реєстру є реєстрація в НКЦПФР регламенту ІСІ. Ведення Реєстру ІСІ здійснюється НКЦПФР відповідно до ст. ст. 7 і 8 Закону про ЦПФР та Закону про ІСІ. Порядок внесення ІСІ до Реєстру ІСІ встановлений ст. 6 Закону про ІСІ та згадуваним вище Положенням від 3 вересня 2009 р. № 992 [175].

Для реєстрації в Реєстрі ІСІ КІФ зобов'язаний подати до НКЦПФР регламент фонду, звіт про результати закритого розміщення акцій з метою формування початкового статутного капіталу, заяву про реєстрацію названих звіту та регламенту і внесення КІФ до Реєстру ІСІ та інші необхідні документи, передбачені п. 2 розділу II названого Положення від 3 вересня 2009 р. № 992. Щодо ПФ перелік документів, які згідно з п. 2 розділу III цього Положення подає до НКЦПФР КУА з метою реєстрації створеного нею ПФ, включає заяву про реєстрацію регламенту та внесення ПФ до названого Реєстру, затверджений належним чином регламент ПФ та інші передбачені документи.

Закон про ІСІ (ст. 6 та інші) та Положення від 3 вересня 2009 р. № 992 (розділ IV) допускають внесення змін до регламенту ІСІ (крім зміни його виду та типу), встановлюють обов'язок щодо реєстрації цих змін в НКЦПФР і регламентують порядок їх реєстрації аналогічно реєстрації регламенту ІСІ.

Реєстрація регламенту ІСІ (змін до нього), реєстрація звіту про результати розміщення акцій з метою формування початкового статутного капіталу КІФ здійснюється НКЦПФР протягом 30 робочих днів з дня надходження до неї відповідних документів. НКЦПФР може відмовити в реєстрації з підстав невідповідності поданих документів вимогам законодавства, відсутності будь-якого документа, подання якого передбачено, наявності у поданих документах недостовірної або взаємовиключної інформації, порушення порядку створення ІСІ.

Аналізуючи відносини, що виникають при реєстрації ІСІ, як КІФ так і ПФ, доречно нагадати, що ці відносини за галузевою належністю є господарськими, а за видовими ознаками – організаційно-господарськими. Вони регулюються (опосередковуються) відповідними організаційно-господарськими правовідносинами, які виступають в якості правової моделі вказаних відносин, їхньої ідеальної правової форми [27, с. 29]. Названі правовідносини формують конкретну реальну поведінку учасників фактичних організаційно-господарських відносин у процесі організації господарської діяльності у сфері спільного інвестування, впливаючи на цю поведінку у напрямі, відповідному до норм права [34, с. 134]. Дані правовідносини за своїм характером є відносними, зобов'язальними, тобто є організаційно-господарськими зобов'язаннями. Одним учасником цих зобов'язань виступає суб'єкт господарювання (КІФ або КУА при створенні нею ПФ), який звертається до НКЦПФР із заявою про реєстрацію регламенту створюваного ІСІ та внесення його до Реєстру ІСІ. Право вимоги суб'єкта господарювання як управненої сторони у зобов'язанні полягає у праві вимагати розгляду поданої заяви і документів, що до неї додаються, у встановлений ст. 6 Закону про ІСІ строк, реєстрації ІСІ чи відмови в реєстрації за наявності вказаних у цій статті підстав, своєчасного отримання ним свідоцтва про реєстрацію ІСІ або повідомлення про відмову в реєстрації із зазначенням підстав відмови та виключним переліком зауважень. Зміст обов'язку суб'єкта організаційно-господарських повноважень (НКЦПФР) як

зобов'язаної сторони складає виконання законних вимог сторони управненої. У той же час НКЦПФР вправі вимагати подання названих документів суб'єктом господарювання у повному обсязі за встановленими нею зразками, вправі надавати зауваження до оформлення і змісту цих документів, а вказаний суб'єкт повинен виконати законні вимоги НКЦПФР.

Об'єктом цих організаційно-господарських зобов'язань – з державної реєстрації ІСІ виступає конкретна правова поведінка їхніх учасників, реальні господарські відносини, що складаються при такій реєстрації. Ця правова поведінка носить управлінсько-господарський (організаційний) характер. Юридичний зміст даних зобов'язань визначається суб'єктивними юридичними правами та обов'язками їхніх учасників – КІФ або КУА ПФ (суб'єкта господарювання) та НКЦПФР (суб'єкта організаційно-господарських повноважень), основні з яких охарактеризовані вище.

Дані організаційно-господарські зобов'язання двосторонні: кожна зі сторін виступає управненою щодо одних вимог і зобов'язаною щодо інших. Вони активні, оскільки зміст їх передбачає активні дії обох учасників, недоговірні – не виникають з договору та не набувають форми договору. Ці зобов'язання прості, не включають в себе інших зобов'язань. Вони регулятивні, точніше процесуально-регулятивні, оскільки регулюють певну позитивну поведінку їхніх учасників, регламентуючи процедуру державної реєстрації ІСІ. Хоча й певною мірою ці зобов'язання пов'язані і з реалізацією матеріально-правових норм, які встановлюють одну з найважливіших умов здійснення ІСІ діяльності із спільного інвестування на ринку цінних паперів. Безпосередніми підставами виникнення даних зобов'язань виступають звернення відповідних ІСІ до НКЦПФР із заявами про реєстрацію регламенту ІСІ та внесення його до Реєстру ІСІ.

За допомогою подібних організаційно-господарських зобов'язань регулюються і відносини, що виникають при реєстрації змін до регламенту ІСІ [198, ст. 6; 175, розділ IV]. Доречно зауважити, що заслугове на підтримку пропозиція щодо збільшення строку для подачі на реєстрацію

НКЦПФР змін до регламенту ІСІ до 20 календарних днів з моменту їх затвердження загальними зборами акціонерів (внесення відповідних змін до пункту 3 розділу IV Положення від 3 вересня 2009 р. № 992) [82, с. 288].

Органами КІФ є загальні збори та наглядова рада. Утворення інших органів названого фонду забороняється згідно ст. 15 Закону про ІСІ.

Загальні збори є вищим органом КІФ і можуть вирішувати будь-які питання його діяльності. Питання, що належать до виключної компетенції загальних зборів, визначені ч. 2 ст. 17 Закону про ІСІ. Умови та порядок скликання і проведення загальних зборів акціонерів КІФ (чергових і позачергових) докладно регламентуються цим же Законом (статтями 16 – 32).

Наглядова рада КІФ є органом, що здійснює захист прав його учасників, та відповідно до названого Закону і статуту КІФ здійснює нагляд за діяльністю фонду і виконанням умов регламенту, інвестиційної декларації та договору про управління активами КІФ. Порядок створення і компетенція наглядової ради, порядок її роботи визначені ст. 33 – 38 Закону про ІСІ.

Щодо ПФ то він не є юридичною особою і згідно ч. 3 ст. 41 Закону про ІСІ не може мати посадових осіб. Управління ПФ здійснює КУА. Згідно ст. 45 Закону про ІСІ учасники такого фонду не мають права впливати на діяльність названої компанії, наглядова рада у ПФ не створюється.

Слід відзначити, що чинний до 1 січня 2014 р. Закон „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 р. [197] передбачає можливість утворення наглядової ради учасниками ПФ, кошти спільного інвестування якого залучені шляхом приватного розміщення інвестиційних сертифікатів, для нагляду за виконанням інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, проведенням аудиторських перевірок та оцінки майна фонду. Уявляється, подібне право учасників ПФ має бути відновлено й у Законі про ІСІ [198], який набуває чинності з 1 січня 2014 р., з метою захисту насамперед майнових інтересів цих учасників, запобігання порушень і зловживань з боку КУА ПФ.

Крім того, ч. 1 ст. 27 чинного до 1 січня 2014 р. Закону „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” допускає заміну КУА ПФ у разі неефективної діяльності КУА (якщо протягом року вартість чистих активів ПФ в розрахунку на один інвестиційний сертифікат зменшилася більше ніж на 30 % або зменшилася від його номінальної вартості більше ніж на 20 %), у разі анулювання виданої їй ліцензії та у разі ліквідації КУА. Порядок заміни КУА врегульовано Положенням про порядок заміни компанії з управління активами пайового інвестиційного фонду у разі заміни компанії з управління активами шляхом передачі сукупності активів та зобов'язань, що становлять пайовий інвестиційний фонд, іншій компанії з управління активами, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 21 липня 2004 р. № 307 [166]. В умовах дії нового Закону про ІСІ, який набуває чинності з 1 січня 2014 р., з метою захисту прав та інтересів учасників ПФ вважається доцільним зберегти можливість заміни КУА ПФ. Тим більше, що цей Закон допускає анулювання ліцензії КУА, яке є підставою для ліквідації ПФ (ч. 4 ст. 66), та визнання КУА банкрутом (ч. 4 ст. 67). У разі ліквідації КУА при збереженні можливості її заміни ПФ як сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності (ч. 1 ст. 41 Закону про ІСІ), міг би продовжувати свою діяльність в інтересах його учасників з іншою КУА.

Назване Положення про порядок заміни КУА від 21 липня 2004 р. № 307 крім вказаних підстав для заміни КУА ПФ передбачає ще одну – прийняття КУА рішення про відмову від діяльності з управління активами створеного нею ПФ. Така підстава заміни КУА вважається цілком зрозумілою та обґрунтованою. При встановленні у Законі про ІСІ положень щодо заміни КУА ПФ вважається доцільним закріпити й її.

Припинення діяльності ІСІ здійснюється відповідно до загальних положень ст. 59 – 61 ГК України та спеціальних положень Закону про ІСІ (ст. 39, 40 для КІФ, ст. 46, 47 для ПФ) та іншого законодавства, зокрема нормативно-правових актів НКЦПФР. При чому, порядок та умови

припинення КІФ та ПФ істотно розрізняються в залежності від особливостей юридичної природи цих фондів.

Згідно ст. 39 Закону про ІСІ КІФ припиняє свою діяльність виключно шляхом ліквідації. Добровільна ліквідація КІФ здійснюється за рішенням загальних зборів його учасників у встановленому Законом порядку.

КІФ ліквідується в обов'язковому порядку, якщо: 1) внаслідок викупу акцій КІФ вартість його активів стала меншою, ніж встановлений Законом мінімальний розмір статутного капіталу КІФ; 2) закінчився строк діяльності строкового КІФ; 3) проспект емісії акцій КІФ, випущених з метою спільного інвестування, не зареєстровано протягом одного року з дня внесення відомостей про КІФ до Реєстру ІСІ; 4) протягом одного місяця після закінчення дії договору з КУА та/або зберігачем, якщо строк дії такого договору не продовжено або не укладено договір з іншою КУА та/або зберігачем; 5) анульовано ліцензію, видану КУА на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів, та не укладено протягом 30 робочих днів договір з іншою КУА; 6) анульовано ліцензію, видану зберігачу КІФ на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, та не укладено протягом 30 робочих днів договір з іншим зберігачем; 7) в інших випадках, передбачених законом.

Ліквідація КІФ із зазначених підстав здійснюється за рішенням загальних зборів його учасників, а в разі неприйняття ними такого рішення – на підставі рішення суду, зокрема, за позовом НКЦПФР або іншого уповноваженого державного органу.

Щодо строкового КІФ, у разі якщо протягом одного місяця з дня закінчення строку, передбаченого статутом та регламентом цього КІФ, загальними зборами його учасників не прийнято рішення про ліквідацію, ліквідація КІФ здійснюється за рішенням наглядової ради. Ліквідація строкового КІФ до закінчення строку, встановленого регламентом, є можливою за умови згоди усіх його учасників.

З моменту прийняття рішення про ліквідацію КІФ розміщення та обіг його акцій забороняються.

При ліквідації КІФ до складу ліквідаційної комісії обов'язково повинні входити представники КУА та зберігача. Процедура ліквідації КІФ та розподіл його активів здійснюються в порядку, встановленому ст. 39, 40 Закону про ІСІ, а також Положенням про порядок припинення корпоративного інвестиційного фонду та розрахунків з його акціонерами при ліквідації, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 20 серпня 2010 р. № 1324 [168]. Дане Положення, зокрема, встановлює послідовність дій та організаційних заходів щодо підготовки та проведення ліквідації КІФ за рішенням загальних зборів акціонерів фонду, за рішенням НКЦПФР, встановлює порядок здійснення розрахунків з акціонерами.

КІФ після виключення відомостей про нього з Реєстру ІСІ зобов'язаний здійснити всі дії, пов'язані з його ліквідацією як юридичної особи.

ПІФ згідно ст. 46 Закону про ІСІ припиняється виключно шляхом ліквідації. КУА ПІФ приймає рішення про його ліквідацію у разі, якщо: 1) вартість активів ПІФ стала меншою, ніж мінімальний обсяг активів ПІФ, та протягом шести місяців не збільшилася до мінімального обсягу активів; 2) закінчився строк діяльності строкового ПІФ; 3) проспект емісії інвестиційних сертифікатів ПІФ, випущених з метою спільного інвестування, не зареєстровано протягом одного року з дня внесення відомостей про цей фонд до Реєстру ІСІ; 4) протягом одного місяця після закінчення дії договору із зберігачем активів ПІФ строк дії такого договору не продовжено або не укладено договір з іншим зберігачем; 5) анульовано ліцензію, видану КУА на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів; 6) анульовано ліцензію, видану зберігачу активів ПІФ на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, та не укладено КУА протягом 30 робочих днів договір з іншим зберігачем; 7) в інших випадках, передбачених Законом.

Щодо ліквідації строкового ПФ, на наступний робочий день після закінчення строку, на який він був створений, КУА повинна прийняти рішення про його ліквідацію. Ліквідація строкового ПФ до закінчення строку, встановленого регламентом, є можливою за умови згоди усіх його учасників.

Ліквідація ПФ та розрахунки з учасниками здійснюються згідно ст. 46, 47 Закону про ІСІ та Положення про порядок припинення пайового інвестиційного фонду та розрахунків з його учасниками при ліквідації, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 5 жовтня 2010 р. № 1516 [169]. Положення визначає, зокрема, процедуру ліквідації ПФ, послідовність дій та організаційних заходів, які необхідно здійснити для підготовки та проведення його ліквідації.

ПФ вважається таким, що ліквідований, після виключення відомостей про нього з Реєстру ІСІ.

Виходячи з встановлених законодавством умов припинення діяльності ІСІ може бути виділено організаційно-господарське зобов'язання між суб'єктами господарювання (КІФ чи КУА ПФ) та суб'єктом організаційно-господарських повноважень (НКЦПФР), яке опосередковує господарські відносини, що складаються при вилученні КІФ або ПФ з Реєстру ІСІ. Зміст його складають обов'язки та права сторін, що впливають з відповідних норм Закону про ІСІ і кореспондують одне одному. Це, з одного боку, обов'язок КІФ (його ліквідаційної комісії) чи КУА ПФ щодо подання НКЦПФР документів на скасування реєстрації випуску цінних паперів ІСІ та звіту про результати ліквідації, їх право вимагати розгляду поданих документів і прийняття рішення згідно Закону. З другого боку, це обов'язок НКЦПФР анулювати свідоцтво про внесення відповідного ІСІ до Реєстру ІСІ і вилучити його з цього Реєстру, її право вимагати подання названих документів у відповідності із Законом. Дане зобов'язання двостороннє, оскільки кожна зі сторін має права та обов'язки. Воно недоговірне, просте,

регулятивне, активне, матеріально-правове, хоча й містить певні процесуальні моменти.

2.2. Майнова основа господарської діяльності інститутів спільного інвестування та її обслуговування

Майнову основу господарської діяльності ІСІ складають його активи. Згідно ст. 1 Закону про ІСІ активи ІСІ – це сформована за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів, передбачених законами та нормативно-правовими актами НКЦПФР. При цьому під коштами спільного інвестування розуміються кошти, внесені засновниками КІФ, кошти та у випадках, передбачених цим Законом, інші активи, залучені від учасників ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ, доходи, нараховані за активами ІСІ, та інші доходи від діяльності ІСІ (відсотки за позиками, орендні (лізингові) платежі, роялті тощо). Таке широке розуміння поняття активів ІСІ знаходить підтвердження й у судовій практиці [124; 126; 128].

З метою захисту прав учасників (акціонерів) ІСІ Закон про ІСІ встановлює жорсткі вимоги до складу та структури активів ІСІ, які конкретизуються у нормативно-правових актах НКЦПФР, зокрема у Положенні про склад та структуру активів інституту спільного інвестування, затвердженому рішенням ДКЦПФР в редакції від 3 вересня 2009 р. № 987 [179]. Ці вимоги відповідно розрізняються залежно від типу ІСІ (відкритий, інтервальний чи закритий), його виду (диверсифікований, недиверсифікований, спеціалізований чи кваліфікаційний) та класу (у разі якщо ІСІ є спеціалізованим або кваліфікаційним), належності ІСІ до біржового або венчурного, від способу розміщення цінних паперів (публічне, відкрите або приватне, закрите) та деяких інших обставин. Менш жорсткі вимоги встановлено щодо активів венчурних фондів. У цілому зазначені вимоги застосовуються через шість місяців з дня реєстрації проспекту емісії

інвестиційних сертифікатів ПФФ, а щодо КІФ – через шість місяців з дня реєстрації його регламенту (ст. 48 Закону про ІСІ).

Слід зауважити, що у практиці зустрічаються випадки порушення з боку ІСІ (КУА ІСІ) встановлених вимог до складу та структури їхніх активів. Такі випадки розглядаються як правопорушення і виступають підставою застосування НКЦПФР до порушників адміністративно-господарських санкцій [125 та ін.]. Проте може скластися ситуація, коли склад та структура активів ІСІ перестають відповідати викладеним вище вимогам з незалежних від них причин. Це, зокрема, випадки, коли в активах ІСІ виявляються фіктивні (технічні) цінні папери [113] або цінні папери, не зареєстровані належним чином. Останнє можливо, оскільки придбання цінних паперів на стадії розміщення дозволено законодавством, але обіг їх заборонений до моменту реєстрації емітентом звіту про розміщення цінних паперів, а емітенти з різних причин можуть не виконати своїх обов'язків з реєстрації звіту [83, с. 166]. Щодо подібних випадків розділ V Положення про склад та структуру активів ІСІ від 3 вересня 2009 р. № 987 встановлює, що КУА повинна усунути порушення протягом 30 днів від дня його виникнення або протягом 2 місяців, якщо порушення виникло внаслідок виключення фондовими біржами з біржового списку цінних паперів, що складають активи ІСІ. Якщо кредитний рейтинг цінних паперів, які входять до активів ІСІ, знизився до спекулятивного рівня за Національною рейтинговою шкалою, ІСІ (крім венчурного фонду) зобов'язаний привести свої активи у відповідність до встановлених вимог протягом року з дати зниження рейтингу. Про усунення виявленого порушення КУА зобов'язана повідомити НКЦПФР протягом десяти робочих днів.

Закон про ІСІ встановлює умови і порядок визначення вартості чистих активів ІСІ. Така вартість являє собою різницю між сумою активів ІСІ з урахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань цього ІСІ. Визначається вона, як зазначалося, з метою встановлення розрахункової вартості цінних паперів ІСІ, яка має вирішальне значення у визначенні

ринкової ціни цих паперів і, відповідно, їх доходності чи збитковості для інвесторів. Вартість чистих активів ІСІ визначається КУА згідно регламенту ІСІ відповідно до Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), затвердженого рішенням ДКЦПФР в редакції від 16 грудня 2008 р. № 1441 [164]. Довідка про вартість чистих активів ІСІ та додатки до неї є документами звітності КІФ та КУА ПФ. Така довідка на відповідну звітну дату складається КУА та засвідчується зберігачем.

Облік операцій ІСІ здійснюється відповідно до законодавства з урахуванням особливостей, встановлених Положенням про особливості бухгалтерського обліку операцій інститутів спільного інвестування, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 7 липня 2005 р. № 362 [161]. Особливості стосуються обліку власного капіталу ІСІ й оцінки їхніх фінансових інвестицій та обліку діяльності КУА щодо ПФ.

Цінні папери ІСІ – акції КІФ та інвестиційні сертифікати ПФ можуть бути лише іменними, простими та існувати у бездокументарній формі. Згідно ст. 56 Закону про ІСІ розрахункова вартість цінного паперу ІСІ визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу на день проведення розрахунку. Цією ж статтею визначаються особливості визначення вартості цінних паперів ІСІ при їх придбанні інвесторами та викупі у них.

Активи КІФ належать йому на праві власності, управління активами КІФ здійснює КУА на підставі договору про управління активами, згідно якого у відносинах з третіми особами КУА повинна діяти від імені та в інтересах КІФ. При чому, управління активами КІФ КУА виключає право самого КІФ здійснювати управління своїми активами, самостійно (без залучення КУА) проводити будь-які операції з ними. Таке тлумачення Закону про ІСІ знаходить підтвердження в судовій практиці [129].

Активи ПФ належать його учасникам (інвесторам) на праві спільної часткової власності і перебувають в управлінні КУА на підставі договору про

приєднання до ПФ. Активи ПФ обліковуються КУА окремо від результатів її господарської діяльності. Бухгалтерський та податковий облік операцій та результатів діяльності зі спільного інвестування, яка проводиться КУА через ПФ, здійснюється КУА окремо від обліку операцій та результатів її господарської діяльності та обліку операцій і результатів діяльності інших ПФ, активи яких перебувають в її управлінні. Укладаючи договори за рахунок активів ПФ, КУА діє від свого імені, з обов'язковим зазначенням у таких договорах реквізитів вказаного фонду. Активи ПФ, у тому числі нерухоме майно, цінні папери і депозити, реєструються в установленому порядку на ім'я КУА з обов'язковим зазначенням реквізитів такого фонду.

Отже, управління активами ІСІ провадять КУА – фінансові посередники, які на професійних засадах здійснюють відбір об'єктів інвестування в межах, дозволених законом, та подальше управління інвестиційним портфелем ІСІ [240, с 138].

В юридичній науці і практиці питання про правову природу відносин з управління активами ІСІ не отримало однозначного розуміння, виступає як дуже складне і викликає гострі дискусії. Проте більшість авторів обґрунтовано виходять з того, що управління спільними інвестиціями є одним з видів управління майном [88, с. 8; 242, с. 38 – 39], і вважає допустимим застосування до цих відносин загальних положень глави 70 ЦК України, яка регулює зобов'язання з управління майном, в частині, що не суперечить законодавству про ІСІ [39, с. 123]. Хоча й у судовій практиці існує думка, що договір про управління активами має характер договору доручення [259].

Найбільш дискусійним є трактування самого інституту управління майном, щодо якого позиції вчених розходяться від визнання його зобов'язальним правом згідно вказаних положень глави 70 ЦК України до надання цьому інституту властивостей речового права, обґрунтування виникнення в управителя права довірчої власності на майно. Існують і

проміжні точки зору, зокрема визнання управління майном зобов'язанням з елементами речового права [242, с. 36; 57, с. 49].

На нашу думку, вирішення цього питання стосовно відносин у сфері спільного інвестування на ринку цінних паперів єдино можливе на легальній основі, з використанням положень чинного законодавства. Як випливає зі ст. 1029 ЦК України, на підставі договору управління майном встановлюється можливість виникнення двох видів прав управителя на отримане в управління майно: або права управителя на чуже майно (власником майна, що перебуває в управлінні, залишається установник); або право довірчої власності (право власності на довірене майно переходить від установника до управителя) [112, с. 37; 40, с. 561]. Згідно ст. 316 ЦК України право довірчої власності виникає внаслідок закону або договору управління майном. Законодавчі та підзаконні нормативно-правові акти, що регулюють відносини у вказаній сфері [198; 227; 162 та ін.], а також договори про управління активами та про приєднання до ПФ, які укладаються відповідно до цих актів, не передбачають виникнення у КУА права довірчої власності (на відміну від того, як це встановлюється в деяких інших законах [200; 223]). Більш того, згідно Закону про ІСІ активи КІФ належать йому на праві власності, а активи ПФ належать інвесторам на праві спільної часткової власності. Отже, чинне законодавство не пов'язує управління активами ІСІ з виникненням довірчої власності і не характеризує його як „довірче”.

Проте, не зважаючи на це деякі дослідники прямо або побічно підкреслюють довірчий, фідучіарний (від лат. *fiduciarius* – такий, що укладається на віру) характер відносин з управління активами ІСІ [4; 57, с. 49; 117, с. 207 та ін.], а окремі навіть стверджують, що при укладенні договору про приєднання до ПФ як договору управління майном відбувається розщеплення правомочностей власника майна, переданого в управління [39, с. 119].

Доречно зауважити, що ознака „довірчості” щодо подібних випадків сама по собі не надає будь-якої юридичної специфіки відносинам, які

складаються при управлінні активами ІСІ. Дані відносини у цілому підпадають під дію норм глави 70 ЦК України, яка регулює зобов'язання з управління майном. Як справедливо відзначає І. В. Спасибо-Фатєєва, наділення управителя за договором управління майном значним обсягом повноважень хоч і зумовлює підвищену ступінь довіри між сторонами, однак не виходить за межі фактичної довіри та взагалі довіри, що має місце при вчиненні будь-якого договору [245, с. 650]. Аналогічної думки дотримуються й такі провідні російські вчені-правознавці, як В. Дозорцев, Є. Суханов, В. Вітрянський [238, с. 391]. Щодо самого терміну „довірчості” складається враження, що включення його у законодавство, інспіроване фінансово-банківськими лобістами [269, с. 209 – 210], має метою „приспати” увагу потенційних клієнтів і надати фінансово-банківським посередникам можливість скористатися їх коштами у своїх інтересах. На такі думки наштовхує як сумний досвід довірчих товариств [192; 221], так і більш свіжі приклади використання „довірчих” конструкцій у механізмах залучення коштів громадян [9; 50; 190 та ін.]. Сама конструкція „довірчої власності” запозичена з системи загального (англо-саксонського) права, а „довірче управління” – це категорія системи континентального права [117, с. 206 – 207], які склалися віками. У вітчизняному ж законодавстві, за прикладом російського, ці поняття еkleктично поєднані. У зв'язку з викладеним вважається доречним підтримати пропозиції про виключення з ЦК України положень про довірчу власність і допустимість використання конструкції довірчих відносин для досягнення суспільно корисних результатів лише за умови ретельної підготовки із запобіганням їх використання у протизаконних цілях [253, с. 100].

Щодо відносин, які складаються при управлінні активами ІСІ, інвестори мають покладатися не на особисто-довірчий характер цих відносин, а на професійні можливості КУА, її ділову репутацію та досвід діяльності, відповідність встановленим вимогам і державний контроль за їх додержанням [242, с. 38 – 39; 87, с. 352].

Управління активами ІСІ здійснюється відповідно до Закону про ІСІ та іншого законодавства, зокрема нормативно-правових актів НКЦПФР, провідним з яких у цьому питанні є Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затверджене рішенням ДКЦПФР від 2 листопада 2006 р. № 1227 [162].

Згідно Закону про ІСІ КУА є господарське товариство у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, що створюється відповідно до законодавства і здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, яка видається НКЦПФР. Запропоноване юридичною наукою доктринальне визначення КУА ґрунтується на її легальних ознаках із слушним уточненням, що така компанія є суб'єктом господарювання – юридичною особою і володіє спеціальною господарською правосуб'єктністю [122, с. 5].

У спеціальній літературі відзначається, що КУА належать до тієї категорії суб'єктів господарювання, для яких держава висуває більш підвищені вимоги, ніж до інших учасників господарських відносин [83, с. 161]. Дійсно, Закон про ІСІ з метою забезпечення прав та інтересів інвесторів висуває суворі вимоги та встановлює обмеження діяльності щодо КУА. Так, розмір статутного капіталу КУА має становити не менш як 7 мільйонів гривень, при чому частка держави в статутному капіталі компанії не може перевищувати 10 відсотків. Поєднання діяльності з управління активами КУА з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів забороняється, крім випадків, передбачених законом. Зокрема, КУА може здійснювати діяльність з управління іпотечним покриттям [198, ч. 4 ст. 63]. Проте КУА може одночасно здійснювати управління активами кількох ІСІ.

Ст. 64 Закону про ІСІ встановлює ряд обмежень щодо КУА під час провадження нею діяльності з управління активами ІСІ. Проте у Положенні про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів від 2 листопада 2006 р. № 1227 містяться ще два обмеження діяльності КУА, які прямо не передбачені у ст. 64 Закону про ІСІ, хоча й не

суперечать змісту цього Закону: заборона передовіряти управління активами ІСІ іншій КУА, за винятком передання права управління сукупністю активів та зобов'язань, що становлять ПФ КУА, яка припиняє здійснення діяльності щодо управління активами ПФ, іншій КУА; заборона запевняти учасників ІСІ у беззаперечному отриманні доходу від придбаних цінних паперів ІСІ (чи його певного розміру) або у відсутності збитків від інвестування в цінні папери, робити заяви, які можуть бути розцінені як гарантії зазначеного. Щодо другої з цих заборон доречно відзначити, що в судовій практиці вона прямо пов'язується з ризиком можливих збитків учасників (акціонерів) ІСІ за наслідками діяльності ІСІ [235]. Як уявляється, з метою запобігання подвійному тлумаченню і усунення невідповідності норм вказаного Положення від 2 листопада 2006 р. № 1227 нормам Закону про ІСІ зазначені обмеження необхідно безпосередньо закріпити у ст. 64 названого Закону.

Вважається доцільним співставити обмеження діяльності КУА, що міститься у п. 5 ч. 2 ст. 64 Закону про ІСІ (надавати позику за рахунок активів ІСІ), з обмеженням п. 17 цієї ж частини названого Закону (надавати кредити за рахунок активів ІСІ), особливо зважаючи, що обмеження надавати позику не поширюються на діяльність КУА венчурного фонду, а обмеження надавати кредити стосуються КУА всіх ІСІ, у тому числі й венчурного. На перший погляд, виходячи із співвідношення позики і кредиту (ст. 1046 і 1054 ЦК України) може скластися враження, що перше із зазначених обмежень (щодо позики) охоплює друге (щодо кредиту) і обумовлює зайвість його у переліку обмежень діяльності КУА, встановлених у ч. 2 ст. 64 Закону про ІСІ. Але це не так, згідно ч. 4 ст. 48 названого Закону до складу активів венчурного фонду можуть входити не тільки грошові кошти (щодо надання кредиту за рахунок яких встановлено обмеження), а й інші – боргові зобов'язання, оформлені векселями, заставними, договорами відступлення прав вимоги, позики та в інший не заборонений законодавством спосіб, а також нерухомість, корпоративні права та цінні папери. За рахунок цих інших активів (крім грошових коштів) венчурного фонду можуть надаватися

позики. При чому, позики можуть надаватися лише юридичним особам, учасником яких є такий венчурний фонд [198, ч. 4 ст. 48; 234]. З метою уточнення і недопущення можливості подвійного тлумачення норм Закону про ІСІ, що аналізуються, вважається необхідним у реченні другому ч. 4 ст. 48 цього Закону слово „коштів” замінити на слово „активів”.

Крім того, законодавством не встановлено обмеження діяльності КУА на надання факторингових послуг, хоча потреба в такому обмеженні, як свідчить практика, виникає. У судовій практиці в подібних випадках суди виходять із загальних положень ч. 4 ст. 63 Закону про ІСІ, які забороняють КУА поєднувати діяльність з управління активами з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів крім випадків, передбачених законом, а також з нормативно-правових актів НКЦПФР з питань ліцензування професійної діяльності на цьому ринку [129]. Проте така аргументація виглядає слабкою та недостатньо переконливою, особливо коли йдеться про надання факторингових послуг за рахунок активів ІСІ, яке може тлумачитися як складова провадження діяльності з управління цими активами. Виходячи із сказаного вважається необхідним безпосередньо встановити у ч. 2 ст. 64 Закону про ІСІ, а також у Положенні про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів від 2 листопада 2006 р. № 1227 обмеження діяльності КУА щодо надання нею факторингових послуг за рахунок активів ІСІ.

Ліцензування діяльності КУА здійснюється НКЦПФР у порядку, встановленому ст. 66 Закону про ІСІ, іншим законодавством а також Ліцензійними умовами провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), затвердженими рішенням ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 341 [150]. Для отримання ліцензії КУА подає НКЦПФР заяву про видачу ліцензії за встановленою формою, до якої додає документи згідно переліку, що міститься у названих Ліцензійних умовах, у тому числі письмове подання відповідної саморегулювальної організації щодо спроможності

цієї компанії провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів. Серед документів, що подаються для отримання ліцензії, мають бути також: аудиторський висновок про формування та сплату статутного капіталу за станом на дату державної реєстрації заявника, складений відповідно до Положення щодо підготовки аудиторських висновків, які подаються до ДКЦПФР при розкритті інформації емітентами та професійними учасниками фондового ринку, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 19 грудня 2006 р. № 1528 [181]; на підтвердження кваліфікаційних вимог – довідка про керівних посадових осіб та фахівців заявника (його відокремлених підрозділів), що мають повноваження безпосередньо провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів і сертифіковані у порядку, встановленому НКЦПФР; на підтвердження технічних вимог – документи, що підтверджують право власності заявника на відокремлене приміщення або право користування ним (загальною площею не менше ніж 30 кв.м, а для відповідного відокремленого структурного підрозділу ліцензіата – не менше ніж 20 кв.м. і обладнане відповідно до встановлених вимог), а також інші документи.

Слід відзначити, що вимоги вітчизняного законодавства щодо ліцензування діяльності КУА у цілому відповідають основним вимогам і стандартам ЄС, і це є показовим та становить особливий інтерес з огляду на євроінтеграційні прагнення України. Зокрема, згідно охарактеризованої у підрозділі 1.3 цієї роботи Директиви Ради ЄС 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. „Про ринки фінансових інструментів” [216] регулярне надання послуг з інвестування або здійснення інвестиційної діяльності на професійній основі (сюди входить діяльність КУА) підлягають попередньому ліцензуванню компетентними органами влади. З іншої охарактеризованої Директиви ЄС 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 р. „Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери (ICI)” [220] впливає обов’язок КУА мати достатні фінансові та матеріальні ресурси для ефективного здійснення діяльності. У зв’язку з

виконанням цієї вимоги цілком обґрунтованою є, зокрема, вимога щодо подання при ліцензуванні КУА аудиторського висновку про формування та сплату статутного капіталу. Вимоги до розміру статутного капіталу КУА в Україні (7 мільйонів гривень) практично відповідають тим, що містяться в Директиві 93/6/ЄЕС від 15 березня 1993 р. „Про адекватність капіталу інвестиційних фірм і кредитних установ” [138, ст. 3] – 730000 євро. Обґрунтованими вважаються й інші вимоги названих Ліцензійних умов.

НКЦПФР приймає рішення про видачу ліцензії або про відмову в її видачі не пізніше ніж через тридцять календарних днів з дати надходження заяви. Підставами для відмови у видачі ліцензії можуть бути недостовірність даних у поданих заявником для отримання ліцензії документах або невідповідність заявника згідно з поданими документами вимогам ліцензійних умов.

Згідно ст. 66 Закону про ІСІ НКЦПФР має право застосування до КУА такої адміністративно-господарської санкції як анулювання ліцензії, зокрема, у разі: провадження компанією іншої професійної діяльності, ніж діяльність з управління активами (крім випадків, передбачених законом); неодноразового порушення законодавства, що заподіяло шкоду інвесторам (якщо ця шкода доведена судом); непровадження КУА діяльності з управління активами протягом двох років. Докладний перелік підстав та порядок анулювання ліцензії КУА регламентуються названими вище Ліцензійними умовами від 26 травня 2006 р. № 341 [150].

Доречно відзначити, що серед підстав анулювання ліцензії вказані Ліцензійні умови передбачають заяву ліцензіата про анулювання ліцензії, яка на відміну від інших підстав не пов’язується з будь-якою протиправною поведінкою КУА, а анулювання ліцензії при цьому не є адміністративно-господарською санкцією. Щодо подібних випадків у спеціальній літературі цілком справедливо пропонується розмежовувати анулювання ліцензії та відмову від ліцензії як такі, що мають різну природу, з виділенням у відповідних ліцензійних умовах відмови від ліцензії у самостійну підставу

припинення її дії [11, с. 11; 280, с. 69 – 74]. Дана пропозиція потребує закріплення й щодо КУА у Ліцензійних умовах від 26 травня 2006 р. № 341.

Оскільки КУА є суб'єктом господарювання зі спеціальною виключною господарською правосуб'єктністю, то анулювання ліцензії для неї означає припинення діяльності [280, с. 66], а для КІФ – припинення договору про управління активами з цією КУА та укладення такого договору з іншою КУА. Щодо ПФ анулювання ліцензії КУА є підставою для його ліквідації або для передачі сукупності активів та зобов'язань, що становлять ПФ, іншій такій компанії згідно Положення про порядок заміни компанії з управління активами пайового інвестиційного фонду у разі заміни компанії з управління активами шляхом передачі сукупності активів та зобов'язань, що становлять пайовий інвестиційний фонд, іншій компанії з управління активами, затвердженого рішення ДКЦПФР від 21 липня 2004 р. № 307 [166].

У той же час Закон про ІСІ не передбачає можливість застосування до КУА такої адміністративно-господарської санкції як зупинення дії ліцензії на здійснення діяльності з управління активами. Чинне законодавство передбачає зупинення дії ліцензії на інші види професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та діяльності з організації торгівлі [184]. Встановлення у ст. 66 Закону про ІСІ права НКЦПФР на застосування такої санкції щодо КУА, зокрема, за неподання у встановлений строк повідомлення про зміну даних, зазначених у документах, що додавались до заяви про видачу ліцензії, за відмову у проведенні перевірки органом ліцензування та інші малозначні порушення Ліцензійних умов та законодавства, як уявляться, сприяло би запобіганню подібним порушенням у діяльності цих компаній, своєчасному усуненню допущених порушень та їх наслідків.

Ліцензійні умови від 26 травня 2006 р. № 341 [150] серед умов провадження діяльності з управління активами передбачають, зокрема, включення КУА протягом трьох місяців після отримання ліцензії до державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на

ринку цінних паперів (п. 14 глави 3 розділу II Ліцензійних умов). Таке включення здійснюється відповідно до Закону України від 12 липня 2001 р. „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” [222] та Порядку формування та ведення державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 14 липня 2004 р. № 296 [185].

Крім того, неодмінною умовою здійснення КУА професійної діяльності є членство її в саморегульованій організації, яка об’єднує юридичних осіб, що здійснюють діяльність з управління активами. Умови набуття членства в такій організації визначені Положенням про саморегульовані організації професійних учасників фондового ринку, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 17 лютого 2009 р. № 125 [177]. Назване Положення визначає основні функції, права та обов’язки саморегульованих організацій, регулює відносини членства, а також інші питання організації та діяльності, у тому числі порядок та умови передачі НКЦПФР повноважень до саморегульованих організацій. Саморегульованою організацією професійних учасників фондового ринку, яка об’єднує нині всі КУА в Україні, виступає Українська асоціація інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ) [257]. УАІБ функціонує на підставі Статуту, затвердженого рішенням загальних зборів УАІБ 18 лютого 2009 р. і погодженого рішенням ДКЦПФР від 30 квітня 2009 р. № 451 [248]. Згідно п. 14 глави 3 розділу II названих Ліцензійних умов від 26 травня 2006 р. у разі виходу із саморегульованої організації КУА зобов’язана протягом двадцяти робочих днів з дати виходу подати до НКЦПФР відповідне повідомлення в письмовій формі із зазначенням причини виходу. У цьому разі КУА повинна протягом трьох місяців стати членом саморегульованої організації та повідомити про це НКЦПФР протягом тридцяти календарних днів.

Відносини, що виникають при видачі НКЦПФР ліцензії КУА, опосередковуються організаційно-господарським зобов’язанням. Одним учасником цього зобов’язання виступає суб’єкт господарювання – КУА, яка звертається до НКЦПФР із заявою про видачу ліцензії. Право вимоги

суб'єкта господарювання як управненої сторони у вказаному зобов'язанні полягає у праві вимагати розгляду поданої ним заяви і документів, що до неї додаються, у встановлений строк, видачі ліцензії чи відмови у видачі ліцензії за наявності встановлених законом підстав, своєчасного отримання повідомлення про прийняття рішення про видачу ліцензії або про відмову у її видачі із зазначенням підстав відмови, своєчасного оформлення ліцензії тощо. Зміст обов'язку суб'єкта організаційно-господарських повноважень – НКЦПФР як зобов'язаної сторони складає виконання законних вимог сторони управненої. У той же час НКЦПФР вправі вимагати подання заяви про видачу ліцензії та документів, що до неї додаються, відповідно до встановлених вимог, вправі залишити без розгляду заяву про видачу ліцензії, якщо вона підписана особою, яка не має на це повноважень та в інших встановлених випадках, вправі вимагати подачу документа, що підтверджує внесення плати за видачу ліцензії тощо, а вказаний суб'єкт господарювання (КУА) повинен виконати законні вимоги НКЦПФР.

Об'єктом цього організаційно-господарського зобов'язання – з видачі ліцензії КУА – виступає конкретна правова поведінка його учасників, реальні відносини, що складаються при видачі ліцензії, і на врегулювання яких воно спрямоване. Ця правова поведінка носить управлінсько-господарський (організаційний) характер. Юридичний зміст даного зобов'язання визначається суб'єктивними юридичними правами та обов'язками його учасників – суб'єкта господарювання та суб'єкта організаційно-господарських повноважень, основні з яких охарактеризовані вище.

Дане організаційно-господарське зобов'язання двостороннє: кожна зі сторін виступає управненою щодо одних вимог і зобов'язаною щодо інших. Воно активне, оскільки зміст його передбачає активні дії обох учасників, недоговірне – не виникає з договору та не набуває форми договору. Це зобов'язання просте, не включає в себе інших зобов'язань. Воно регулятивне, точніше процесуально-регулятивне, оскільки регулює певну позитивну поведінку його учасників, регламентуючи процедуру видачі ліцензії КУА.

Безпосередньою підставою виникнення даного зобов'язання виступає звернення КУА до НКЦПФР із заявою про видачу ліцензії.

Аналогічними організаційно-господарськими зобов'язаннями опосередковуються й відносини, які складаються при здійсненні контролю за додержанням ліцензійних умов, при виявленні порушень цих умов та при видачі розпоряджень про усунення порушень, при зупиненні дії ліцензії або її анулюванні за наявності відповідних підстав. Серед зобов'язань з анулювання ліцензії, що опосередковують відповідні відносини, у свою чергу можуть бути виділені окремі елементарні зобов'язання відповідно до підстав анулювання ліцензій, встановлених ст. 66 Закону про ІСІ та іншими нормами законодавства. Окремо можуть бути виділені зобов'язання з видачі копії ліцензії, з видачі дубліката ліцензії у разі втрати або пошкодження її бланка, з переоформлення ліцензії у разі зміни місцезнаходження КУА, зміни її найменування, а також інші подібні зобов'язання.

У цілому всі зазначені зобов'язання можуть бути об'єднані в єдине складне організаційно-господарське зобов'язання з ліцензування діяльності КУА ІСІ, яке вміщує окремі елементарні зобов'язання, основні з яких названі та охарактеризовані тут. Це складне організаційно-господарське зобов'язання у своїй системі відображає єдність, спрямовану на досягнення відповідної мети – ліцензування вказаної господарської діяльності. У цілому це зобов'язання носить матеріально-правовий характер, оскільки переважною мірою пов'язане з реалізацією матеріально-правових норм, які встановлюють обов'язок здійснювати діяльність з управління активами ІСІ лише при її ліцензуванні, а також умови і порядок ліцензування такої діяльності. Саме це, як уявляється, є головним, визначальним у характеристиці даного зобов'язання, оскільки в найбільшій мірі відображає сутність і призначення ліцензування діяльності з управління активами ІСІ як засобу державного регулювання у цій сфері. Тобто, процесуально-правовий аспект даного зобов'язання, відзначений вище, виступає вторинним щодо матеріально-правового аспекту [32].

Управління активами КІФ КУА здійснює на підставі відповідного договору про управління активами. У відносинах з третіми особами названа компанія повинна діяти від імені та в інтересах КІФ згідно вказаного договору. Договір про управління активами КІФ є господарським договором, оскільки укладається між суб'єктами господарювання – КІФ та КУА [122, с. 15] і спрямованій на забезпечення господарської діяльності суб'єктів господарювання [41, с. 239]. Предметом цього договору є надання КУА послуг з управління активами КІФ, а зміст його складають господарсько-договірні зобов'язання – взаємні права та обов'язки вказаних сторін згідно з чинним законодавством. Договір про управління активами повинен відповідати вимогам, встановленим ст. 74 Закону про ІСІ та Положенням про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 2 листопада 2006 р. № 1227 [162]. Зокрема, КУА в процесі здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів повинна формувати інвестиційний портфель відповідно до інвестиційної декларації з метою отримання максимального доходу при мінімально можливих ризиках, з урахуванням умов договору про управління активами, кон'юнктури ринку цінних паперів, ризику вибору контрагента та інших факторів ризику (п. 1.2 розділу IV названого Положення). Згідно ч. 2 ст. 14 Закону про ІСІ договір між КІФ і КУА про управління активами КІФ укладається на строк, визначений сторонами договору, і його дію може бути продовжено за рішенням загальних зборів учасників КІФ.

Щодо ПФ управління його активами КУА здійснює від свого імені без укладення будь-якого договору на підставі ст. 41 Закону про ІСІ.

КУА здійснює свою діяльність з управління активами ІСІ за винагороду, яка встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів ІСІ. Порядок нарахування і виплати винагороди КУА, її максимальний розмір встановлено Положенням про склад і розмір витрат, що

відшкодовуються за рахунок активів інституту спільного інвестування, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 2 липня 2002 р. № 196 [178].

Згідно ст. 67 Закону про ІСІ КУА несе майнову відповідальність за порушення вимог законодавства, регламенту, проспекту емісії цінних паперів ІСІ, інвестиційної декларації, договору про управління активами КІФ. Особливості відшкодування КУА заподіяних збитків ІСІ регламентуються розділом VI Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів від 2 листопада 2006 р. № 1227 [162]. Зокрема, КУА відшкодовує втрати, понесені ІСІ, який здійснює публічне (відкрите) розміщення своїх цінних паперів, якщо протягом року вартість чистих активів ІСІ у розрахунку на один цінний папір ІСІ зменшилася нижче його номінальної вартості більш ніж на 20 % внаслідок порушення КУА вимог законів. Відшкодування провадиться за рахунок резервного фонду КУА, а при недостатності цього фонду за рахунок її іншого майна. Якщо КУА перевищить свої повноваження або укладе договір не від імені КІФ, то вона несе відповідальність за зобов'язаннями, які виникають внаслідок виконання таких договорів, майном, що належить їй на праві власності, якщо законом не встановлено інше.

Отже, при здійсненні КУА основної статутної діяльності – управління активами ІСІ складаються господарські правовідносини з управління активами ІСІ, учасниками яких є самі ці компанії та відповідні ІСІ.

Господарські правовідносини КУА з КІФ, управління активами якого вона здійснює, носять відносний характер і набувають форми майново-господарського договірною зобов'язання з управління активами.

Стосовно ПФ ці правовідносини мають абсолютний характер, оскільки опосередковують реалізацію відповідних абсолютних прав та обов'язків КУА. Адже у якості ПФ юридично виступає сама КУА [57, с. 48]. Так, згідно Закону про ІСІ КУА ПФ, як було відзначено, обліковує активи вказаного фонду (окремо від результатів своєї господарської діяльності), здійснює бухгалтерський та податковий облік операцій та результатів

діяльності зі спільного інвестування, яка проводиться нею через ПФ (окремо від обліку операцій та результатів її господарської діяльності та діяльності інших ПФ, активи яких перебувають в її управлінні). КУА в інтересах ПФ укладає договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором чи депозитарієм, оцінювачем майна та іншими учасниками ринку цінних паперів, організовує публічне (відкрите) або приватне (закрите) розміщення інвестиційних сертифікатів ПФ. КУА виступає розпорядником нерухомого майна, що становить активи ПФ і реєструється в установленому порядку на ім'я КУА з обов'язковим зазначенням реквізитів ПФ тощо.

Зазначені абсолютні господарські правовідносини належать до категорії господарських правовідносин з ведення власної господарської діяльності [264, с. 75; 27, с. 188 – 193]. Вони виникають у зв'язку з веденням КУА її основної статутної господарської діяльності – діяльності з управління активами ІСІ, і саме ця діяльність виступає об'єктом даних правовідносин. Зміст останніх обумовлений правами та обов'язками абсолютного характеру КУА, названими вище.

Конструкція правового зв'язку у цих правовідносинах така, що у КУА, яка здійснює свою діяльність за встановленими законом правилами, немає конкретних зобов'язаних осіб. Усі інші суб'єкти (усі і кожний, невизначене коло осіб), у тому числі інші суб'єкти господарювання та суб'єкти організаційно-господарських повноважень на ринку цінних паперів, зобов'язані утримуватися від дій, що перешкоджають здійсненню КУА своїх прав (самостійно створювати ПФ, здійснювати управління активами цього фонду відповідно до законодавства тощо). Коло абсолютних господарських правовідносин з ведення власної господарської діяльності КУА доволі широке, як і широке коло абсолютних прав та обов'язків такої компанії, встановлене законодавством.

Абсолютні правовідносини, які характеризуються, існують за умови, що КУА не вступає у відносини з будь-яким іншим конкретним суб'єктом, і нормальний хід її діяльності з управління активами ПФ не припиняється під

впливом третіх осіб або в результаті порушення встановленого порядку ведення такої діяльності самою КУА. У подібних випадках абсолютне правовідношення переходить у відносне: КУА набуває право усунути незаконне порушення своїх прав, або, навпаки, зобов'язується на вимогу уповноваженого суб'єкта, зокрема НКЦПФР, яка здійснює державний контроль у сфері спільного інвестування, припинити порушення закону чи встановлених меж права.

Абсолютні господарські правовідносини з управління активами ПФ можуть бути майнові або немайнові в залежності від змісту абсолютного права (обов'язку) КУА, реалізацію якого вони опосередковують. Зазначені правовідносини є матеріально-правовими, регулятивними та односторонніми (КУА має тільки право, усі інші учасники – тільки обов'язок). Вони можуть бути тільки пасивними: обов'язок зобов'язаного учасника полягає в утриманні від дій, які небажані для учасника управненого (КУА). Ознак активних правовідносин вони можуть набувати з перетворенням їх на інші, відносні правовідносини.

Підставою виникнення абсолютних господарських правовідносини з управління активами ПФ виступає юридичний факт утворення КУА ПФ відповідно до законодавства. Саме з моменту його утворення КУА набуває передбачених законом абсолютних прав та обов'язків щодо такого фонду і може бути учасником названих абсолютних правовідносин.

У цілому господарські правовідносини з управління активами ІСІ входять до окремої групи господарських правовідносин, що виникають у сфері спільного інвестування на ринку цінних паперів і об'єктом своїм мають обслуговування ІСІ та забезпечення їхньої діяльності [32]. Значення цих правовідносин обумовлено тим, що саме КУА відіграють вирішальну роль в обслуговуванні та забезпеченні діяльності інституційних інвесторів.

До цієї ж групи правовідносин входять і майново-господарські договірні зобов'язання з надання послуг щодо зберігання цінних паперів ІСІ та обліку прав власності на них, з обслуговування операцій ІСІ, які

здійснюються відповідно до договору між КІФ або КУА ПФ, з однієї сторони, і зберігачем, з другої. Укладення такого договору обумовлено вимогами Закону про ІСІ, згідно ст. 68 якого активи ІСІ у формі цінних паперів, які обслуговуються депозитарною системою, мають обліковуватись на рахунку у цінних паперах у зберігача. Зберігачем активів ІСІ з публічним розміщенням виступає банк, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, видану НКЦПФР в порядку, встановленому рішенням ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 349 „Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності” [151]. Укладання договору зі зберігачем на обслуговування активів ІСІ з приватним розміщенням не є обов’язковим. У разі укладання КІФ або КУА ПФ з приватним розміщенням такого договору зберігачем активів ІСІ може бути юридична особа, що має ліцензію НКЦПФР на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів.

Закон про ІСІ встановлює вимоги до зберігача активів ІСІ та до здійснення ним діяльності із зберігання вказаних активів. Так, зберігачем не можуть бути пов’язані особи КУА, аудитора (аудиторської фірми), оцінювача майна ІСІ, депозитарію. Кожен ІСІ повинен мати тільки одного зберігача. Банк, який є зберігачем активів ІСІ (крім венчурного фонду) у формі цінних паперів, повинен мати кредитний рейтинг не нижче інвестиційного рівня, що визначений уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

Зберігач провадить діяльність відповідно до законодавства, на підставі статуту та договору про обслуговування зберігачем активів ІСІ, укладеного з КІФ або з КУА ПФ. Договір про обслуговування ІСІ повинен відповідати вимогам, встановленим ст. 74 Закону про ІСІ та Положенням про вимоги до договору про обслуговування зберігачем активів інституту спільного

інвестування, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 23 жовтня 2001 р. № 312 [155].

Зберігач зобов'язаний здійснювати обслуговування ІСІ з дотриманням регламенту та проспекту емісії цінних паперів ІСІ. З цією метою зберігач у порядку, встановленому договором, здійснює нагляд за відповідністю операцій з активами ІСІ регламенту, проспекту емісії цінних паперів ІСІ та законодавству. Зберігач інформує наглядову раду КІФ або КУА ПФ про будь-які виявлені дії КУА, що не відповідають проспекту емісії цінних паперів ІСІ або порушують регламент, закон чи нормативно-правові акти Комісії, протягом трьох робочих днів з дня виявлення порушення. У цей же строк він повинен повідомити про порушення і НКЦПФР [198, ст. 69; 79, с. 84]. У разі невиконання зазначених вимог зберігач несе відповідальність за збитки, завдані учасникам ІСІ, відповідно до договору та закону. У подібних випадках зберігач виконує функцію агенту контролю [107, с. 11], залученого згідно законодавства відповідним органом державної влади (НКЦПФР) з метою оперативного отримання необхідної такому органу інформації для здійснення контролю. Зберігач несе відповідальність за неподання, несвоєчасне подання або подання недостовірної інформації: наглядовій раді КІФ, КУА ПФ – відповідно до договору, НКЦПФР – відповідно до закону. Він має право вимагати скликання позачергових зборів учасників КІФ.

Банк, який виконує функцію зберігача, може здійснювати операції з поточного обслуговування рахунків ІСІ та збереження активів у грошовій формі відповідно до умов договору про обслуговування ІСІ.

Зберігач несе майнову відповідальність за невиконання або несвоєчасне виконання своїх обов'язків та повинен відшкодувати збитки, завдані ІСІ та КУА внаслідок невиконання або несвоєчасного виконання ним своїх обов'язків, відповідно до договору.

До групи господарських правовідносин, що об'єктом своїм мають обслуговування ІСІ та забезпечення їхньої діяльності, входять також наступні майново-господарські договірні зобов'язання:

- з проведення оцінки нерухомого майна під час його придбання або відчуження суб'єктом оціночної діяльності згідно ст. 72 Закону про ІСІ в порядку, встановленому законодавством про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність [211]. Оцінювач майна ІСІ (суб'єкт господарювання) проводить оцінку майна відповідно до договору, що укладається між ним та КУА ІСІ. Положення про вимоги до договору про надання послуг з оцінки вартості нерухомого майна інституту спільного інвестування затверджено рішенням ДКЦПФР від 23 жовтня 2001 р. № 313 [154]. Оцінювачем майна ІСІ не можуть бути КУА та її пов'язані особи, зберігач, аудитор (аудиторська фірма), які обслуговують такий ІСІ, та їх пов'язані особи; КІФ та його пов'язані особи;

- з проведення аудиторської перевірки ІСІ, яка відповідно до ст. 73 Закону про ІСІ проводиться аудитором (аудиторською фірмою), залученою КУА ІСІ для підтвердження правильності і встановлення відповідності річної фінансової звітності результатам своєї діяльності. Аудитор (аудиторська фірма) не може бути пов'язаною особою КУА.

У цілому використання договірної форми для регулювання відносин між суб'єктами діяльності із спільного інвестування – відносин з управління активами КІФ, з обслуговування зберігачем активів ІСІ, з оцінки вартості нерухомого майна ІСІ, з проведення аудиторської перевірки ІСІ відображає диспозитивний характер цих відносин [56, с. 74]. Усі охарактеризовані договори є господарськими [122, с. 4], укладаються вони між відповідними суб'єктами господарювання, і кожен з них являє собою засноване на згоді сторін і зафіксоване у встановленій законом формі зобов'язальне правовідношення між суб'єктами господарювання, змістом якого є взаємні права та обов'язки сторін у сфері спільного інвестування [12, с. 59]. Як відзначається у спеціальній літературі, організаційна структура, що обслуговує і забезпечує діяльність ІСІ, є досить вразливою та потребує певних витрат з їх боку, проте вона складається з різних, незалежних одна від

одної господарських організацій і служить меті запобігання можливим зловживанням у діяльності кожної з них, і насамперед КУА [241, с. 394].

Підводячи підсумок, доречно підкреслити, що при обслуговуванні ІСІ та забезпеченні їхньої діяльності (управлінні активами, обслуговуванні зберігачем, наданні послуг з оцінки вартості нерухомого майна та з проведення аудиторської перевірки ІСІ) на ринку цінних паперів складаються господарські правовідносини, учасниками яких є суб'єкти господарювання – відповідні ІСІ, КУА, а також суб'єкт організаційно-господарських повноважень – НКЦПФР. Основні з цих правовідносин охарактеризовані вище і можуть бути як майново-господарськими, так і організаційно-господарськими, як відносними, так і абсолютними.

2.3. Правове регулювання здійснення інвестиційними фондами інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів

Здійснення інвестиційними фондами інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів полягає, як зазначалося, в залученні ними фінансових ресурсів широкого кола інвесторів – учасників (акціонерів) ІСІ шляхом емісії та розміщення цінних паперів ІСІ, з наступним ефективним розміщенням цих ресурсів у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи, дозволені законодавством. У п. 5 ст. 1 Закону про ІСІ вона отримала офіційну назву як діяльність із спільного інвестування – діяльність, яка провадиться в інтересах учасників (учасника) ІСІ та за рахунок ІСІ шляхом вкладення коштів спільного інвестування в активи ІСІ.

Слід відзначити, що в окремих джерелах діяльність із спільного інвестування розглядається як складова діяльності з управління активами ІСІ, оскільки норми законодавства, в яких вживаються ці поняття, не містять чітких критеріїв їхнього співвідношення [47, с. 215 – 216]. На нашу думку, різниця між вказаними поняттями полягає у відображенні в них суб'єкта відповідної діяльності: ІСІ здійснюють діяльність із спільного інвестування, а

КУА – з управління активами. У цілому ж ці поняття певною мірою ідентичні за своїм змістом, якщо не брати до уваги особливості юридичної природи КІФ і ПФ.

Цінними паперами ІСІ є акції КІФ та інвестиційні сертифікати ПФ. Згідно ст. 51 Закону про ІСІ цінні папери ІСІ можуть бути лише іменними та існують виключно в бездокументарній формі.

Закон про ІСІ визначає акцію КІФ як цінний папір, емітентом якого є названий фонд та який посвідчує майнові права його власника (учасника КІФ), включаючи право на отримання дивідендів (для закритого КІФ), частини майна КІФ у разі його ліквідації, право на управління КІФ, а також немайнові права, передбачені цим Законом. Дане визначення в цілому узгоджується із загальним поняттям акції, закріпленим у ст. 6 Закону про ЦПФР.

Інвестиційний сертифікат ПФ згідно Закону про ІСІ – це цінний папір, емітентом якого є КУА ПФ та який засвідчує право власності учасника цього фонду на частку в ПФ та право на отримання дивідендів (для закритого ПФ). Доречно відзначити, що визначення інвестиційного сертифікату, закріплене у ст. 12 Закону про ЦПФР, певною мірою застаріло і потребує приведення у відповідність із сучасним законодавством, оскільки відображає ще й інвестиційні фонди, інвестиційні компанії та взаємні фонди інвестиційних компаній, які припинили діяльність у зв'язку з набуттям чинності ще Законом „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 р. [197], що знайшло підтвердження і в Законі про ІСІ [198].

Залучення ІСІ фінансових ресурсів учасників (інвесторів) здійснюється шляхом емісії і розміщення ним цінних паперів ІСІ. Учасником ІСІ може бути будь-яка юридична або фізична особа, яка є власником цінних паперів ІСІ, за встановленими законом винятками. Зокрема, згідно ст. 4 Закону про ІСІ зберігач активів ІСІ, депозитарій, аудитор (аудиторська фірма), оцінювач майна ІСІ та їх пов'язані особи не можуть бути учасниками ІСІ, з яким вони

уклали договори про обслуговування. Не можуть бути учасниками ІСІ держава або територіальна громада, а також юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25 відсотків. Фізична особа може бути учасником венчурного ІСІ за умови придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат. Щодо кваліфікаційного ІСІ фізична особа може бути його учасником за умови придбання цінних паперів такого ІСІ на суму не менше ніж 100 мінімальних заробітних плат.

Особа, яка має намір набути статус учасника ІСІ, цінні папери якого існують у бездокументарній формі, зобов'язана відкрити рахунок у цінних паперах у зберігача цінних паперів. Особа набуває статусу учасника ІСІ з моменту набуття права власності на цінні папери ІСІ відповідно до законодавства про депозитарну систему. Власником усіх цінних паперів ІСІ може бути одна особа.

Стосовно ПФ доречно зауважити, що придбаваючи інвестиційні сертифікати і таким чином приєднуючись до ПФ, інвестори передають свої кошти в управління КУА на умовах, визначених регламентом ПФ. Але інвестори не набувають пайової участі у власному капіталі КУА як емітента, як це інколи помилково відображається в літературі [92, с. 57], а також права на участь в управлінні діяльністю КУА та інших корпоративних прав щодо неї. Це ставить під сумнів правильність віднесення у ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР інвестиційних сертифікатів до групи пайових цінних паперів [268, с. 36 – 37; 272, с. 209 – 210]. У даному аспекті заслуговує на увагу аргументована в юридичній науці позиція, що інвестиційні сертифікати ПФ посвідчують відносини з управління майном і, з урахуванням особливої правової природи посвідчуваних ними прав, входять до окремої групи цінних паперів. Цю групу цінних паперів запропоновано визначити як такі, що посвідчують право власності на частку в об'єднаному фонді управління (зокрема в ПФ, а також у фонді операцій з нерухомістю, іпотечних активах,

що забезпечують випуск іпотечних сертифікатів участі), визначають відносини з управління цією часткою у складі фонду та передбачають виконання зобов'язань з виплати вартості цієї частки згідно з умовами випуску [88, с. 5]. Скорочено цю групу цінних паперів доречно позначити як цінні папери участі, відобразивши це у ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР та іншому відповідному законодавстві. За своєю правовою природою договір про приєднання до ПФ є договором про надання юридично-фактичних послуг, різновидом договору управління майном, тому до нього застосовуються загальні положення глави 70 ЦК України, в частині, що не суперечить Закону про ІСІ. Специфічні ознаки цього договору аналізуються у спеціальній літературі [39, с. 119 – 120].

Порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ регулюється Законом про ІСІ та загальними нормами законодавства про цінні папери та фондовий ринок в частині, що не суперечить вказаному Закону. Спеціальним підзаконним нормативно-правовим актом, який докладно регулює відносини у цій сфері, є Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування, затверджене рішенням ДКЦПФР в редакції від 7 серпня 2009 р. № 940 [172].

Згідно ст. 51 Закону про ІСІ емісія цінних паперів ІСІ провадиться шляхом публічного або приватного їх розміщення. Оплата цінних паперів ІСІ здійснюється виключно коштами, крім випадку, передбаченого п. 4 ч. 9 ст. 7 цього Закону щодо оплати цінних паперів біржового ІСІ під час їх продажу або викупу у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією. Оплата цінних паперів ІСІ у розстрочку не допускається. Строк розміщення цінних паперів безстрокового ІСІ не обмежується, а строкового – зазначається у проспекті емісії.

Розміщення та викуп розміщених цінних паперів ІСІ здійснюються КУА безпосередньо та/або через торговців цінними паперами, з якими ця компанія уклала відповідні договори. Торговець цінними паперами під час розміщення цінних паперів ІСІ діє від імені, за рахунок та в інтересах КІФ

або КУА ПФ. Під час продажу раніше викуплених емітентом цінних паперів ІСІ або їх викупу торговець цінними паперами діє від власного імені, за рахунок та в інтересах КІФ або КУА ПФ.

Придбання інвесторами цінних паперів ІСІ та викуп цінних паперів ІСІ інвестиційними фондами у їхніх учасників здійснюються шляхом подачі ними КУА або торговцю цінними паперами відповідних заявок, оформлених і поданих згідно вимог ст. 57 Закону про ІСІ та названого Положення від 7 серпня 2009 р. № 940. Заявки на придбання та викуп цінних паперів ІСІ подаються відповідно з проспектом їхньої емісії.

Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ здійснюються за ціною, що визначається згідно ст. 56 Закону про ІСІ на певну дату, виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ, крім передбаченого ч. 5 ст. 55 цього Закону випадку розміщення цінних паперів виходячи з їх номінальної вартості до отримання КУА повідомлення НКЦПФР про відповідність ПФ вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ.

Викуп інвестиційних сертифікатів ПФ відкритого типу здійснюється кожного робочого дня починаючи з дня, що настає за днем отримання повідомлення НКЦПФР про відповідність ПФ вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ. Викуп акцій КІФ відкритого типу здійснюється кожного робочого дня починаючи з дня реєстрації НКЦПФР регламенту такого фонду та внесення його до Реєстру ІСІ. Аналогічні правила діють щодо викупу цінних паперів ІСІ інтервального типу з уточненням стосовно строків, встановлених проспектами емісії цінних паперів таких ІСІ

Щодо ІСІ закритого типу на письмову вимогу учасника КУА такого ІСІ може здійснити викуп цінних паперів ІСІ до моменту припинення його діяльності (достроковий викуп). Рішення щодо дострокового викупу цінних паперів цього ІСІ може бути прийнято КУА у разі дотримання таких умов: 1) можливість дострокового викупу за ініціативою учасника ІСІ передбачена регламентом; 2) у результаті такого викупу вартість активів цього ІСІ не стане меншою від встановленого Законом про ІСІ мінімального обсягу

активів ІСІ. У разі недотримання зазначених умов КУА не може здійснювати достроковий викуп цінних паперів ІСІ. Достроковий викуп цінних паперів ІСІ, коли він допускається, проводиться за ціною, встановленою виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день зарахування цінних паперів на рахунок емітента.

Ст. 59 Закону про ІСІ регулює зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ. Викуп цінних паперів ІСІ зупиняється КУА одночасно із зупиненням їх розміщення. Розміщення цінних паперів ІСІ закритого типу зупиняється в строки, що визначаються проспектом емісії цінних паперів. Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупиняються за рішенням КУА, якщо відповідно до регламенту та нормативно-правових актів НКЦПФР цього вимагають інтереси учасників ІСІ. Якщо розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупинені, КУА зобов'язана у термін не пізніше робочого дня, наступного за днем зупинення, повідомити про це депозитарію, з яким укладено договір про обслуговування емісії цінних паперів ІСІ, та НКЦПФР із зазначенням причин такого зупинення. НКЦПФР розглядає обставини та підстави для зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ протягом семи робочих днів з дня отримання вказаного повідомлення. За результатами розгляду НКЦПФР може прийняти рішення про необґрунтованість такого зупинення і зобов'язати КУА поновити розміщення та викуп цінних паперів ІСІ. У разі загрози заподіяння істотної шкоди інтересам учасників ІСІ або держави НКЦПФР має право прийняти рішення про зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ.

Закріплені у законодавстві умови і порядок розміщення та викупу цінних паперів ІСІ зумовлюють види і структуру майново-господарських договірних зобов'язань, які виникають при такому розміщенні. При безпосередньому розміщенні цінних паперів КУА такі зобов'язання виникають між цією компанією та безпосереднім (індивідуальним) інвестором, якщо такий є суб'єктом господарювання, і набувають форми

договору купівлі-продажу цінних паперів (придбання акцій КІФ, інвестиційних сертифікатів ПІФ). Доречно відзначити, якщо індивідуальний інвестор не є суб'єктом господарювання, відповідні відносини регулюються цивільним законодавством і мають форму цивільно-правових зобов'язань.

При розміщенні та викупі цінних паперів ІСІ із залученням професійного торговця цінними паперами майново-господарські договірні зобов'язання виникають між КУА та цим торговцем.

Професійними торговцями цінними паперами згідно ст. 17 Закону про ЦПФР виступають господарські товариства, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банки. У господарсько-правовій науці сформульовано визначення поняття торговця цінними паперами як суб'єкта господарювання – юридичної особи, яка створюється у встановленому законом порядку у формі господарських товариств (у тому числі акціонерних, статутний фонд яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій), здійснює діяльність по випуску та обігу цінних паперів на підставі ліцензії НКЦПФР і володіє спеціальною господарською правосуб'єктністю [122, с. 5]. У принципі погоджуючись з даним доктринальним визначенням, вважається необхідним дещо його скоригувати з уточненням кола зазначених торговців (додавши банки), змісту їхньої діяльності без зайвої деталізації (зміст професійної діяльності з торгівлі цінними паперами визначений Законом про ЦПФР [227, ч. 2 ст. 17]) та із залученням термінології ч. 2 ст. 55 ГК України. Отже торговцями цінними паперами слід вважати суб'єктів господарювання, які створюється у встановленому законом порядку, здійснюють професійну діяльність з торгівлі цінними паперами на підставі ліцензії НКЦПФР і володіють спеціальною господарською правосуб'єктністю. Торговцями цінними паперами можуть бути господарські організації у формі господарських товариств, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банки.

В аспекті даного дослідження заслуговують на увагу такі види професійної діяльності з торгівлі цінними паперами як брокерська діяльність, дилерська діяльність, андеррайтинг. Конкретизуючи зазначені види діяльності стосовно цінних паперів ІСІ і враховуючи положення ст. 17 Закону про ЦПФР (не беручи до уваги її цивілістичну заангажованість), можна охарактеризувати ці види діяльності таким чином. Брокерська діяльність – це укладення торговцем цінними паперами договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів ІСІ від свого імені (від імені іншої особи, у нашому випадку від імені КУА КІФ або ПФ), за дорученням і за рахунок цієї іншої особи. На відміну від брокерської дилерська діяльність являє собою укладення торговцем цінними паперами договорів з КУА (як правило, договорів купівлі-продажу або міни) щодо цінних паперів ІСІ від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу (крім випадків, передбачених законом). І андеррайтинг – це розміщення (підписка, продаж) цінних паперів ІСІ торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента – КІФ (КУА КІФ) або КУА ПФ.

Стосовно андеррайтингу доречно звернути увагу не деяку некоректність у його застосуванні щодо таких цінних паперів ІСІ, як акції КІФ. Адже емітентом цих акцій є сам КІФ, але розміщення їх здійснює КУА КІФ, у даному випадку шляхом залучення торговця цінними паперами – андеррайтера. Слід відзначити, що ця некоректність значною мірою нівелюється у договорі про андеррайтинг, типова форма якого зобов'язує при зазначенні повного найменування емітента для ІСІ вказувати повне найменування КІФ, від імені, за рахунок та в інтересах якого на підставі договору про управління активами діє КУА, із зазначенням їх ідентифікаційних кодів та реєстраційного коду за Реєстром ІСІ відповідного КІФ [189]. Стосовно ПФ подібного питання не виникає, оскільки КУА ПФ є емітентом інвестиційних сертифікатів ПФ, і у договорі про андеррайтинг при зазначенні повного найменування емітента вказується повне найменування цієї компанії, яка діє від свого імені за рахунок та в

інтересах ПФ, із зазначенням її ідентифікаційного коду та ПФ із зазначенням реєстраційного коду за Реєстром ІСІ.

Отже, основними видами договорів, що використовуються при розміщенні та викупі цінних паперів ІСІ із залученням професійного торговця цінними паперами, є договори купівлі-продажу та міни цінних паперів, договори доручення та комісії, договір про андеррайтинг. За даними практики, до недавнього часу найбільш поширеним у використанні серед вказаних договорів був договір доручення. Нині у відносинах з первинного (від емітента першому власнику) розміщення цінних паперів усе більшої питомої ваги набуває використання договору про андеррайтинг, предмет якого й полягає у розміщенні цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Особливості використання зазначених договорів достатньо повно висвітлені в юридичній літературі [72, с. 286 – 301; 81; 86]. Вимоги до даних договорів докладно регламентовані нормативно-правовими актами НКЦПФР, зокрема Правилами (умовами) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затвердженими рішенням ДКЦПФР у редакції від 15 листопада 2011 р. № 1638, Типовим договором про андеррайтинг, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 18 листопада 2008 р. № 1336 [189].

Об'єктами договірних зобов'язань з розміщення та викупу цінних паперів ІСІ із залученням професійного торговця є відповідні реальні відносини, що складаються при таких розміщенні та викупі, і на регулювання яких спрямовані ці зобов'язання. Юридичний зміст зобов'язань визначається суб'єктивними правами та обов'язками їх учасників, що встановлюються у договорах.

Особливості обігу цінних паперів ІСІ обумовлені типом ІСІ і в загальній формі регулюються ст. 61 Закону про ІСІ. Цінні папери ІСІ закритого типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів. Стосовно ІСІ інтервального типу його цінні папери підлягають вільному обігу на ринку

цінних паперів в період між інтервалами, а протягом інтервалу – виключно на фондових біржах. Цінні папери ІСІ відкритого типу підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах. При чому, цінні папери КІФ не підлягають обов'язковій процедурі лістингу.

При розміщенні, обігу та викупі цінних паперів ІСІ крім майново-господарських відносин, охарактеризованих вище, складаються ще й організаційно-господарські відносини між суб'єктами господарювання – КІФ, КУА КІФ, КУА ПФ, з одного боку, та суб'єктом організаційно-господарських повноважень – НКЦПФР, з другого. Це відносини, пов'язані з реєстрацією випуску цінних паперів ІСІ та проспекту їх емісії, з поданням звіту про результати розміщення цінних паперів ІСІ, із зупиненням розміщення та викупу цінних паперів ІСІ та деякі інші подібні. Дані відносини носять зобов'язальний характер і є організаційно-господарськими зобов'язаннями.

Зобов'язання з реєстрації випуску цінних паперів ІСІ та проспекту їх емісії обумовлені вимогами законодавства, зокрема ст. 52 – 54 Закону про ІСІ, згідно яких при емісії та обігу цінних паперів ІСІ (як інвестиційних сертифікатів ПФ, так і акцій КІФ) КУА має право здійснювати розміщення цих цінних паперів тільки за умови реєстрації в НКЦПФР їх випуску та проспекту емісії. Порядок такої реєстрації докладно регламентується Положенням про порядок реєстрації випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду, затвердженим рішенням ДКЦПФР в редакції від 24 листопада 2009 р. № 1477 [170] та Положенням про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 24 листопада 2009 р. № 1478 [171].

Аналізуючи зобов'язання з реєстрації випуску цінних паперів ІСІ, вважається необхідним надати відповідну характеристику такому важливому документу як проспект емісії цінних паперів ІСІ, що надає потенційним інвесторам інформацію, необхідну і визначальну у процесі прийняття ними відповідного інвестиційного рішення. Насамперед доречно відзначити, що

Закон про ІСІ у ст. 52 встановлює, що проспект емісії цінних паперів ІСІ – це документ, який містить інформацію про розміщення цінних паперів ІСІ. Ст. 1 Закону про ЦПФР дає більш широке визначення: проспект емісії цінних паперів – це документ, який містить інформацію про розміщення цінних паперів та інші відомості, передбачені цим та іншими законами, що визначають особливості розміщення певних видів цінних паперів.

Згідно ч. 7 ст. 52 Закону про ІСІ перелік відомостей, які повинен містити проспект емісії цінних паперів ІСІ, встановлюється цим Законом та нормативно-правовими актами НКЦПФР. Проте у Законі про ІСІ, у тому числі в його ст. 52 з відповідною назвою, перелік вказаних відомостей відсутній. Щодо інвестиційних сертифікатів ПФ вимоги до проспекту їх емісії визначені п. 3 розділу II Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 24 листопада 2009 р. № 1478 [171], а щодо акцій КІФ – п. 3 розділу III Положення про порядок реєстрації випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду, затвердженого рішенням ДКЦПФР в редакції від 24 листопада 2009 р. № 1477 [170]. Проспект емісії цінних паперів ІСІ згідно вказаних нормативних актів повинен містити такі відомості: характеристику КУА, характеристику ІСІ та зареєстрований НКЦПФР текст його регламенту, дані про проголошену емісію цінних паперів ІСІ, інформацію про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів ІСІ (щодо кожного випуску окремо), відомості про реєстроутримувача або депозитарій, про незалежного оцінювача майна, про зберігача, аудитора (аудиторську фірму), про торговця (торговців) цінними паперами. Обсяг зазначених відомостей докладно регламентований у вказаних Положеннях. Крім того, щодо проспекту емісії акцій КІФ передбачено включення переліку організаторів торгівлі, на яких перебувають в обігу ці акції у разі укладення відповідного договору з організатором торгівлі. Як уявляється, подібна вимога була би корисною і щодо проспекту емісії інвестиційних сертифікатів ПФ.

Зважаючи на важливість для потенційного інвестора й інвестиційного процесу в цілому інформації, що надається у проспекті емісії цінних паперів, у ряді зарубіжних країн вимоги до проспекту емісії визначені у законодавчих актах. Як приклад можна навести ст. 22 закону Російської Федерації „Про ринок цінних паперів” [103] або чинний у ФРН спеціальний законодавчий акт, що встановлює вимоги до проспекту емісії (Prospectus Act 1998) [282]. У законодавстві ЄС обсяг та зміст інформації, що підлягає розкриттю, регулюється положеннями Директиви Ради 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р. „Про координацію вимог стосовно створення, упорядкування та розподілу проспекту, який буде виданий під час пропозиції цінних паперів, що підлягають обігу, невизначеному колу осіб” [204], яка має на меті захист інвесторів від ризиків, пов’язаних з інвестиціями в цінні папери, а також підвищення довіри до цінних паперів, що перебувають в обігу [276, с. 258].

З урахуванням сказаного, основні вимоги до проспекту емісії цінних паперів ІСІ вважається доцільним більш докладно визначити безпосередньо у ст. 52 Закону про ІСІ з деталізацією цих вимог у відповідних нормативно-правових актах НКЦПФР.

Проспект емісії цінних паперів ІСІ та зміни до нього підлягають обов’язковій реєстрації в НКЦПФР, а також оприлюдненню (крім приватного розміщення) відповідно до вимог, встановлених нормативно-правовими актами НКЦПФР. Згідно ч. 6 ст. 52 Закону про ІСІ збитки, завдані внаслідок подання недостовірної інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів ІСІ та змінах до нього, відшкодовуються в порядку, встановленому законодавством. КУА забезпечує вільний доступ інвесторів до інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів ІСІ та змінах до нього [162, п. 2.7 розділу IV].

Реєстрація проспекту емісії цінних паперів ІСІ здійснюється НКЦПФР за заявою КУА. У разі необхідності внесення змін до проспекту емісії цінних паперів ІСІ такі зміни повинні бути внесені КУА протягом семи днів з дня їх виникнення та аналогічним чином зареєстровані в НКЦПФР – у порядку,

встановленому для реєстрації проспекту емісії. Слід відзначити, що невнесення у необхідних випадках змін до проспекту емісії цінних паперів розглядається як правопорушення і є підставою застосування НКЦПФР до КУА адміністративно-господарської санкції [125].

Організаційно-господарське зобов'язання, що виникає при реєстрації в НКЦПФР проспекту емісії цінних паперів ІСІ та змін до нього, своїм об'єктом має конкретні відносини, що складаються при такій реєстрації, і на врегулювання яких воно спрямоване. Юридичний зміст даного зобов'язання визначається суб'єктивними юридичними правами та обов'язками його учасників – КУА (суб'єкта господарювання) та НКЦПФР (суб'єкта організаційно-господарських повноважень). Право вимоги КУА (управненої сторони щодо відповідних вимог) тут полягає у праві вимагати розгляду поданої нею заяви і документів про реєстрацію проспекту емісії цінних паперів ІСІ (змін до нього) у встановлений Законом про ІСІ строк, проведення такої реєстрації ІСІ або надання вмотивованої відмови в реєстрації тощо. Зміст обов'язку НКЦПФР як зобов'язаної сторони складає виконання законних вимог сторони управненої. НКЦПФР, у свою чергу, має право вимагати подання зазначених документів у повному обсязі і належній формі, має право надавати зауваження щодо цих документів, а КУА повинна виконати законні вимоги НКЦПФР.

Дане організаційно-господарське зобов'язання двостороннє: кожна зі сторін виступає управненою щодо одних вимог і зобов'язаною щодо інших. Воно активне, оскільки зміст його передбачає активні дії обох учасників, недоговірне – не виникає з договору та не набуває форми договору. Це зобов'язання просте, не включає в себе інших зобов'язань. Воно регулятивне, точніше процесуально-регулятивне, оскільки регулює певну позитивну поведінку його учасників, регламентуючи процедуру реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ. У той же час це зобов'язання певною мірою пов'язане і з реалізацією матеріально-правових норм, які встановлюють умову емісії цінних паперів ІСІ – реєстрацію проспекту їх емісії (реєстрацію

змін до цього проспекту). Безпосередньою підставою виникнення даного зобов'язання виступає звернення КУА до НКЦПФР з відповідною заявою та документами.

Аналогічне організаційно-господарське зобов'язання виникає і при реєстрації випуску акцій КІФ, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії (ст. 54 Закону про ІСІ).

Згідно ст. 55 Закону про ІСІ строк, встановлений для досягнення мінімального обсягу активів ПФ, визначається проспектом емісії інвестиційних сертифікатів і не може перевищувати шести місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів. Протягом трьох робочих днів після закінчення цього строку (або до його закінчення) КУА зобов'язана подати НКЦПФР звіт про досягнення мінімального обсягу активів ПФ в порядку, встановленому розділом V Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування від 7 серпня 2009 р. № 940 [172]. НКЦПФР на підставі звіту про досягнення мінімального обсягу активів ПФ протягом 15 робочих днів після отримання цього звіту та всіх необхідних документів повідомляє КУА про відповідність або невідповідність ПФ вимогам щодо мінімального обсягу активів.

У разі якщо ПФ не відповідає вимогам щодо мінімального обсягу активів, НКЦПФР визнає випуск його інвестиційних сертифікатів таким, що не відбувся. Усі кошти, отримані ПФ, повинні бути повернені його учасникам у місячний строк. Витрати, пов'язані з визнанням випуску інвестиційних сертифікатів ПФ таким, що не відбувся, покладаються на КУА ПФ. Після проведення розрахунків з учасниками ПФ КУА повинна подати до НКЦПФР документи для скасування реєстрації проспекту емісії та випуску цінних паперів ПФ відповідно до Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, затвердженого рішенням ДКЦПФР в редакції від 5 жовтня 2010 р. № 1517 [174].

Доречно відзначити, що рішення НКЦПФР про визнання ІСІ таким, що не відповідає вимогам щодо мінімального обсягу активів, може бути оскаржено в суд, і судова практика надає приклади скасування подібних рішень [128; 130; 132], що виступає вагомою гарантією прав ІСІ. Основною причиною скасування рішень є помилкове визначення НКЦПФР складу активів венчурних ІСІ.

Організаційно-господарське зобов'язання з подання звіту про досягнення мінімального обсягу активів ПФ, що опосередковує дані відносини, є двостороннім, його зміст складають взаємні права та обов'язки обох сторін. Воно недоговірне, просте, регулятивне, активне, матеріально-правове. У випадку визнання невідповідності ПФ встановленим вимогам щодо мінімального обсягу активів дане зобов'язання переростає в аналогічне за своїми характеристиками організаційно-господарське зобов'язання із скасування реєстрації проспекту емісії та випуску цінних паперів ПФ, зміст якого складають права та обов'язки його учасників (КУА ПФ та НКЦПФР), визначені названим Положенням від 5 жовтня 2010 р. № 1517 [174].

До групи організаційно-господарських зобов'язань, що виникають при розміщенні та обігу цінних паперів ІСІ, належать і зобов'язання із зупинення розміщення та викупу цих цінних паперів. Таке зупинення, як зазначалося, може мати місце як за рішенням КУА, так і за розпорядженням НКЦПФР (у разі загрози заподіяння істотної шкоди інтересам учасників ІСІ або держави).

Якщо КУА зупинені розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу, КУА зобов'язана у термін не пізніше робочого дня, наступного за днем зупинення, повідомити про це НКЦПФР із зазначенням причин такого зупинення. НКЦПФР повинна розглянути обставини та підстави для зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ протягом семи днів, і на підставі розгляду може винести рішення про необґрунтованість такого зупинення та зобов'язати КУА поновити розміщення та викуп цінних паперів ІСІ.

Викладене дає підстави для виділення двох видів організаційно-господарських зобов'язань із зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ. При зупиненні розміщення та викупу цінних паперів за розпорядженням НКЦПФР виникає одностороннє зобов'язання, в якому відповідному праву НКЦПФР протистоїть обов'язок КУА виконати вказану вимогу. Дане зобов'язання недоговірне, просте, матеріально-правове, регулятивне, активне. Друге організаційно-господарське зобов'язання – із зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ за рішенням КУА – є двостороннім. Обов'язок КУА полягає у своєчасному і належному повідомленні про таке зупинення НКЦПФР, а при визнанні нею необґрунтованості цього зупинення поновити розміщення та викуп цінних паперів ІСІ. Обов'язок НКЦПФР складає своєчасний розгляд обставин і підстав для зупинення розміщення та викупу цінних паперів і винесення відповідного рішення. Кожному із зазначених обов'язків кореспондують відповідні права іншої сторони даного зобов'язання. Це зобов'язання також недоговірне, просте, матеріально-правове, регулятивне, активне.

Підводячи підсумок, доречно підкреслити, що здійснення інвестиційними фондами інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів (розміщення, обіг та викуп цінних паперів ІСІ) опосередковується (регулюється) господарськими зобов'язаннями між учасниками цього ринку – як майново-господарськими, так і організаційно-господарськими.

Висновки до розділу 2

У п. 10 ч. 1 ст. 1 Закону про ІСІ, де надається визначення термінів, що вживаються у цьому Законі, доцільно закріпити наступне визначення поняття ІСІ, яке відображає основні характерні ознаки цих інститутів: „Інститут спільного інвестування (ІСІ) – це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який на професійних засадах провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів та інших

фінансових активів інвесторів і вкладенням їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші дозволені активи в інтересах вказаних інвесторів за власний рахунок чи за рахунок цих інвесторів, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.”

З метою посилення ролі венчурних фондів у забезпеченні розвитку економіки України інноваційним шляхом доцільно офіційно визнати венчурного інвестора суб'єктом інноваційної діяльності, для чого доповнити ч. 10 ст. 7 Закону про ІСІ вказівкою про те, що венчурний фонд спрямовує свою діяльність переважно на фінансування об'єктів інноваційної діяльності та інноваційних підприємств з метою комерційної реалізації інновацій.

Виділення спеціалізованого та кваліфікаційного видів, а також класів ІСІ у Законі про ІСІ значно ускладнює непросту для розуміння індивідуального інвестора систему ІСІ, і в силу цього навряд чи сприятиме залученню таких інвесторів.

Необхідно у ст. 44 Закону про ІСІ сформулювати перелік вимог до змісту регламенту ППФ більш широко, як він визначений у Положенні про реєстрацію Регламенту ІСІ та ведення Єдиного державного реєстру ІСІ від 3 вересня 2009 р. № 992, або сформулювати цей перелік як відкритий.

Реєстрація ІСІ опосередковується організаційно-господарським зобов'язанням між КІФ або КУА ППФ (суб'єктом господарювання) та НКЦПФР (суб'єктом організаційно-господарських повноважень). Це зобов'язання двостороннє, активне, недоговірне, просте, регулятивне (процесуально-регулятивне). Безпосередньою підставою його виникнення є звернення КІФ або КУА ППФ до НКЦПФР із заявою про реєстрацію регламенту створюваного ІСІ та внесення його до Реєстру ІСІ. Подібним зобов'язанням опосередковується і реєстрація змін до регламенту ІСІ.

З метою захисту майнових прав та інтересів учасників ППФ як сукупності активів, що належать цим на праві спільної часткової власності,

запобігання порушенням і зловживанням з боку КУА ПФ у Законі про ІСІ, який набуває чинності з 1 січня 2014 р., необхідно відновити можливість утворення наглядової ради ПФ та заміни КУА ПФ. При встановленні у Законі про ІСІ положення щодо заміни КУА ПФ доцільно закріпити й таку підставу заміни, як прийняття КУА рішення про відмову від діяльності з управління активами створеного нею ПФ.

Припинення діяльності ІСІ опосередковується організаційно-господарським зобов'язанням між КІФ або КУА ПФ (суб'єктом господарювання) та НКЦПФР (суб'єктом організаційно-господарських повноважень) з вилучення КІФ або ПФ з Реєстру ІСІ, яке є двостороннім, недоговірним, простим, регулятивним, активним, матеріально-правовим з окремими процесуальними елементами.

З метою уточнення, запобігання подвійному тлумаченню окремих норм Закону про ІСІ та усунення невідповідності даному Закону окремих норм Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів від 2 листопада 2006 р. № 1227 необхідно:

1) у ч. 2 ст. 64 Закону про ІСІ безпосередньо закріпити такі обмеження діяльності КУА:

- заборону передовіряти управління активами ІСІ іншій КУА, за винятком передання права управління сукупністю активів та зобов'язань, що становлять ПФ, КУА, яка припиняє здійснення діяльності щодо управління активами ПФ, іншій КУА;

- заборону запевняти учасників ІСІ у беззаперечному отриманні доходу від придбаних цінних паперів ІСІ (чи його певного розміру) або у відсутності збитків від інвестування в цінні папери, робити заяви, які можуть бути розцінені як гарантії зазначеного;

- заборону надавати факторингові послуги за рахунок активів ІСІ (це обмеження необхідно закріпити також у названому Положенні від 2 листопада 2006 р. № 1227);

2) у реченні другому ч. 4 ст. 48 Закону про ІСІ слово „коштів” замінити на слово „активів”.

У Ліцензійних умовах провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами) від 26 травня 2006 р. № 341 необхідно провести розмежування анулювання ліцензії та відмови від ліцензії як таких, що мають різну природу, з виділенням відмови від ліцензії у самостійну підставу припинення її дії.

У ст. 66 Закону про ІСІ доцільно встановити можливість застосування до КУА такої адміністративно-господарської санкції, як зупинення дії ліцензії на здійснення діяльності з управління активами, що сприятиме запобіганню незначним порушенням Ліцензійних умов та законодавства у діяльності КУА, своєчасному усуненню допущених порушень та їх наслідків.

Ліцензування діяльності з управління активами ІСІ опосередковується складним організаційно-господарським зобов'язанням з ліцензування цієї діяльності між КУА (суб'єктом господарювання) та НКЦПФР (суб'єктом організаційно-господарських повноважень), елементарними складовими якого є зобов'язання: з видачі ліцензії; із здійснення контролю за додержанням ліцензійних умов; із виявлення порушень цих умов та видачі розпоряджень про усунення порушень; з анулюванні ліцензії; з видачі копії або дубліката ліцензії; з переоформлення ліцензії.

Віднесення у ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР інвестиційних сертифікатів ПФ до пайових цінних паперів виглядає сумнівно. Інвестиційні сертифікати ПФ правильніше віднести до окремої групи цінних паперів, що посвідчують право власності на частку в об'єднаному майновому фонді, і позначити цю групу як цінні папери участі із закріпленням цього у ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР та іншому відповідному законодавстві.

При здійсненні КУА її основної статутної діяльності складаються господарські правовідносини з управління активами ІСІ, учасниками яких є КУА та відповідні ІСІ. Господарські правовідносини КУА з КІФ носять

відносний характер і набувають форми майново-господарського договірною зобов'язання з управління активами. Стосовно ПФ такі правовідносини мають абсолютний характер, оскільки опосередковують реалізацію абсолютних прав та обов'язків КУА щодо утворення нею ПФ, і належать до категорії господарських правовідносин з ведення власної господарської діяльності, зміст яких обумовлений правами та обов'язками абсолютного характеру КУА. Вказані абсолютні правовідносини можуть бути майнові або немайнові, вони є матеріально-правовими, регулятивними, односторонніми, пасивними. Підставою їх виникнення виступає юридичний факт утворення ПФ компанію з управління активами.

Господарські правовідносини з управління активами ІСІ входять до окремої групи господарських правовідносин, що виникають у сфері спільного інвестування на ринку цінних паперів і об'єктом своїм мають обслуговування ІСІ та забезпечення їхньої діяльності. До цієї групи правовідносин входять також наступні майново-господарські договірні зобов'язання: з надання послуг щодо зберігання цінних паперів ІСІ та обліку прав власності на них, з обслуговування операцій ІСІ, які виникають згідно договору між КІФ (КУА ПФ) та зберігачем; з проведення оцінки нерухомого майна під час його придбання або відчуження – між КІФ (КУА ПФ) та суб'єктом оціночної діяльності згідно ст. 72 Закону про ІСІ; з проведення аудиторської перевірки ІСІ – між КІФ (КУА ПФ) та аудитором (аудиторською фірмою) відповідно до ст. 73 Закону про ІСІ.

Визначення інвестиційного сертифікату, закріплене у ст. 12 Закону про ЦПФР, значною мірою застаріло і потребує приведення у відповідність із сучасним законодавством.

Закріплені у законодавстві умови і порядок розміщення та викупу цінних паперів ІСІ зумовлюють види і структуру майново-господарських договірних зобов'язань, які виникають при такому розміщенні. При безпосередньому розміщенні цінних паперів КУА такі зобов'язання виникають між КУА та безпосереднім (індивідуальним) інвестором, якщо

такий є суб'єктом господарювання, і набувають форми договору купівлі-продажу цінних паперів (придбання акцій КІФ, інвестиційних сертифікатів ПФ). При розміщенні та викупі цінних паперів ІСІ із залученням професійного торговця цінними паперами майново-господарські договірні зобов'язання виникають між КУА та цим торговцем. Основними видами договорів, що використовуються при розміщенні цінних паперів ІСІ із залученням професійного торговця цінними паперами, є договори купівлі-продажу та міни цінних паперів, договори доручення та комісії, договір про андеррайтинг.

При розміщенні, обігу та викупі цінних паперів ІСІ між КІФ, КУА КІФ, КУА ПФ (суб'єктами господарювання), з одного боку, та НКЦПФР (суб'єктом організаційно-господарських повноважень), з другого, складаються такі організаційно-господарські зобов'язання:

- з реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ (змін до проспекту емісії цінних паперів ІСІ) – двостороннє, активне, недоговірне, просте, регулятивне (процесуально-регулятивне). Безпосередньою підставою його виникнення є звернення КУА до НКЦПФР із заявою та документами про реєстрацію проспекту емісії (змін до нього). Аналогічне організаційно-господарське зобов'язання виникає і у зв'язку з реєстрацією випуску акцій КІФ, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії;

- з подання звіту про досягнення мінімального обсягу активів ПФ – двостороннє, недоговірне, просте, регулятивне, активне, матеріально-правове. У випадку визнання невідповідності ПФ встановленим вимогам щодо мінімального обсягу активів дане зобов'язання переростає в аналогічне організаційно-господарське зобов'язання із скасування реєстрації проспекту емісії та випуску цінних паперів ПФ;

- із зупинення розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ, яке може бути двох видів: одностороннє – при зупиненні розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ за розпорядженням НКЦПФР; двостороннє – при зупиненні розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ за рішенням КУА з повідомленням

про таке зупинення НКЦПФР, а при визнанні останньою необґрунтованості цього зупинення – поновленням розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ. Обидва види вказаних зобов'язань також недоговірні, прості, матеріально-правові, регулятивні, активні.

Зважаючи на важливість для потенційного інвестора й інвестиційного процесу в цілому інформації, що надається у проспекті емісії цінних паперів ІСІ, та враховуючи досвід ряду зарубіжних країн, необхідно основні вимоги до проспекту емісії цінних паперів ІСІ більш докладно визначити безпосередньо у ст. 52 Закону про ІСІ з деталізацією цих вимог у відповідних нормативно-правових актах НКЦПФР.

Висновки до розділу 2 опубліковані в наукових статтях у фахових виданнях, включених до переліків, затверджених ВАК України [28; 32; 34; 36], у матеріалах науково-практичної конференції [31].

РОЗДІЛ 3

ПРАВОВИЙ СТАТУС ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ, ДЛЯ ЯКИХ ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НЕ Є ОСНОВНОЮ

3.1. Недержавні пенсійні фонди як інституційні інвестори на ринку цінних паперів

Закон про ЦПФР (ст. 2) до інституційних інвесторів на ринку цінних паперів відносить недержавні пенсійні фонди (НПФ). Як відзначалося, НПФ істотно відрізняються від охарактеризованих вище ІСІ тим, що інвестиційна діяльність є для них не основною та виключною, а служить легальним додатковим джерелом фінансування основної діяльності [72, с. 187].

Недержавне пенсійне забезпечення було введено Указом Президента України від 13 квітня 1998 р. „Про Основні напрями реформування пенсійного забезпечення в Україні” [210] і згодом офіційно визначено як 3-й рівень системи пенсійного забезпечення в Україні [149, ч. 2 ст. 2]. З прийняттям Закону про НПЗ [209] недержавне пенсійне забезпечення активно впроваджується в Україні. Суть його полягає у добровільному нагромадженні коштів на пенсійних рахунках, відкритих на ім'я учасників у НПФ, шляхом сплати вкладниками пенсійних внесків і безперервного нарахування інвестиційного доходу на залишок пенсійних накопичень.

НПФ як центральний елемент системи недержавного пенсійного забезпечення провадять діяльність з накопичення пенсійних внесків з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснюють пенсійні виплати їх учасникам у порядку, визначеному законодавством. Інвестиційні можливості НПФ обумовлені тим, що період накопичення пенсійних внесків (до здійснення пенсійних виплат після досягнення учасником фонду пенсійного віку) є досить великим і дозволяє у межах даної накопичувальної системи нагромаджувати значні обсяги пенсійних активів, використовувати

їх як інвестиційні ресурси, спрямовуючи доходи від інвестицій на збільшення обсягів цих пенсійних активів в інтересах учасників НПФ.

Недержавне пенсійне забезпечення, яке здійснюється з метою підвищення рівня життя громадян у період їхнього пенсійного віку, широко поширене в розвинутих країнах. Починаючи з кінця ХХ сторіччя йде процес формування цієї багаторівневої системи пенсійного забезпечення, яка здатна виконувати й інвестиційну функцію. Недержавні (приватні, корпоративні) накопичувальні фонди по суті стали інституційними інвесторами на фінансових ринках багатьох країн. Так, на 1 січня 2010 р. загальні пенсійні активи найбільших країн світу становили 70% від їхнього ВВП (від 12% у ФРН та 13% у Франції до 113% у Швейцарії та 120% у Нідерландах). При чому, найбільшу частку коштів, що знаходяться в управлінні пенсійних фондів світу, інвестовано в цінні папери – акції та облігації (більше 80 %) [18]. Зокрема, в Японії загальний обсяг вкладень у цінні папери сягає майже 90 % загального обсягу інвестицій, при цьому близько чверті становлять інвестиції в цінні папери інших країн [250].

Україна значно відстає від світових темпів розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення, хоча ця система в нашій державі протягом останніх років розвивається досить динамічно. Станом на 30 червня 2011 р. у Державному реєстрі фінансових установ зареєстровано 97 недержавних пенсійних фондів. Загальний обсяг активів, сформованих ними, становить 1265,9 млн. грн., або 0,1% від ВВП. Але ж українські НПФ інвестували в цінні папери лише 50,5% своїх коштів, решту складають депозити (31,5%), банківські метали, нерухомість та інші активи, не заборонені законодавством [65]. Отже, у процесі реалізації пенсійної реформи на фінансовому ринку України почали створюватися НПФ із значним інвестиційним потенціалом, які, враховуючи світові тенденції, здатні суттєво прискорити не лише розвиток фінансового ринку, а й реального сектора економіки. Це дозволить використовуючи переваги накопичувальної системи нагромаджувати значні обсяги інвестиційних

ресурсів та відповідно сприяти створенню передумов для довгострокового економічного зростання.

Правовий статус НПФ як інституційних інвесторів на ринку цінних паперів регулюється законодавством про вказаний ринок, Законом про НПЗ, іншим законодавством. Згідно ст. 1 Закону про НПЗ НПФ – юридична особа, створена відповідно до цього Закону, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників НПФ з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам НПФ у визначеному цим Законом порядку. Запропоноване в науковій літературі визначення НПФ [25, с. 4] у цілому принципово не відрізняється від наведеного легального.

Закон про НПЗ (ст. 4.) встановлює принципи, на яких здійснюється недержавне пенсійне забезпечення. Додержання цих принципів у практиці забезпечує належне виконання НПФ покладених на них завдань, у тому числі функцій інституційних інвесторів. До принципів, які в найбільшій мірі забезпечують виконання цих функцій, належать, зокрема: розмежування та відокремлення активів НПФ від активів його засновників і роботодавців-платників, адміністратора, КУА, страхових організацій з метою унеможливлення банкрутства НПФ; цільове та ефективне використання пенсійних коштів; відповідальність суб'єктів системи недержавного пенсійного забезпечення за порушення норм, передбачених законодавством; державне регулювання недержавного пенсійного забезпечення та державний нагляд за його здійсненням.

Обмеження діяльності НПФ, що випливає з наведеного їх легального визначення, принципи, на яких здійснюється ця діяльність (розмежування та відокремлення активів НПФ, державне регулювання та державний нагляд за їхньою діяльністю та інші), у цілому відповідають вимогам Директиви ЄС (2003/41/ЄС) від 3 червня 2003 р. „Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними” [145].

За видами НПФ може бути відкритим, корпоративним або професійним. Названі види розрізняються за колом засновників, платників та учасників фондів. Належність НПФ до будь якого з цих видів обумовлює певні особливості в його організації та діяльності, але в цілому не впливає на правовий статус НПФ як інвестора на ринку цінних паперів.

Господарська правосуб'єктність НПФ як інституційних інвесторів та їх правовий статус у цілому, як і розглянуті вище відповідні правосуб'єктність і статус ІСІ, реалізуються через господарські правовідносини, в які вступають НПФ у зв'язку з організацією та здійсненням інвестиційної діяльності. Ці правовідносини, як і відзначалося щодо ІСІ, відображають динаміку правового статусу НПФ, особливості їх створення і припинення діяльності, реалізацію їхніх прав, обов'язків і відповідальності у зв'язку з провадженням інвестиційної діяльності. Тому з метою надання найбільш повної та об'єктивної характеристики правового статусу НПФ в аспекті, що досліджується, доцільно здійснити аналіз названих правовідносин.

У залежності від їхнього змісту і ролі в інвестиційній діяльності НПФ вказані господарські правовідносини можуть бути поділені на три групи. Першу групу складають правовідносини, пов'язані із створенням і припиненням діяльності НПФ як господарської організації (юридичної особи), його легалізацією, інституюванням як фінансової установи – учасника ринку фінансових послуг і ринку цінних паперів. До другої групи доцільно віднести правовідносини, пов'язані з виконанням вимог законодавства щодо забезпечення діяльності НПФ – з укладенням і виконанням договорів про його адміністрування, про управління активами фонду, про обслуговування його зберігачем та інших подібних. Правовідносини цих двох груп безпосередньо не пов'язані з інвестиційною діяльністю НПФ, але вони мають незамінне значення для здійснення вказаної діяльності, оскільки опосередковують створення необхідних умов, без яких її здійснення неможливо. Третю групу правовідносин НПФ складають безпосередньо інвестиційні господарські правовідносини, пов'язані з

розміщенням пенсійних активів фонду у цінні папери та здійсненням інших дозволених законом операцій з такими паперами.

Доречно підкреслити, що до вказаних груп господарських правовідносин НПФ, що пов'язані із здійсненням інвестиційної діяльності, ми не включаємо господарські правовідносини загального характеру з господарчого забезпечення діяльності цих фондів (оренди приміщень, закупівлі обладнання та інвентаря, отримання телекомунікаційних, рекламних послуг та інші подібні). Не включені сюди також правовідносини, що опосередковують основну статутну діяльність НПФ – надання послуг з пенсійного забезпечення, оскільки вони не належать до господарських, пов'язані з реалізацією норм пенсійного законодавства, і до здійснення названими фондами інвестиційної діяльності не мають прямого відношення, хоча інвестиційна діяльність і слугує, як відзначалося, легальним додатковим джерелом фінансування цієї основної діяльності.

Отже, аналіз господарсько-правового статусу НПФ як інституційних інвесторів на ринку цінних паперів у даній роботі здійснюватиметься в аспекті динаміки цього статусу за трьома основними напрямками: створення і припинення діяльності пенсійних фондів, управління ними; забезпечення здійснення НПФ інвестиційної діяльності; безпосереднє здійснення ними такої діяльності.

Відповідно до Закону про НПЗ НПФ створюються на підставі рішення засновників як неприбуткові організації (непідприємницькі товариства), тобто не мають на меті одержання прибутку для його подальшого розподілу між засновниками. Недержавне пенсійне забезпечення для НПФ є виключним видом діяльності. НПФ діє на підставі статуту, який затверджується його засновниками, і повинен відповідати вимогам ст. 9 вказаного Закону. Невід'ємним додатком до статуту НПФ є пенсійна схема, у якій визначаються умови та порядок здійснюваного фондом недержавного пенсійного забезпечення, про що обов'язково зазначається в статуті. Статут НПФ реєструється при проведенні державної реєстрації фонду. Зміни до

статуту в разі потреби їх внесення також підлягають реєстрації в порядку, встановленому для реєстрації статуту.

Державна реєстрація НПФ (зокрема його статуту) та видача йому свідоцтва про державну реєстрацію проводяться Нацкомфінпослуг. Це цілком відповідає вимозі ст. 9 названої Директиви ЄС (2003/41/ЄС) від 3 червня 2003 р., згідно якій пенсійна установа має бути зареєстрована в національному реєстрі компетентним наглядовим органом. Значення цієї державної реєстрації полягає в тому, що з моменту реєстрації та отримання відповідного свідоцтва згідно ст. 11 Закону про НПЗ НПФ набуває статусу юридичної особи (господарської організації), згідно ст. 7 Закону України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. [222] – статусу фінансової установи, отже набуває права на провадження діяльності з недержавного пенсійного забезпечення.

Процедура державної реєстрації НПФ складна і включає три етапи:

I-й – реєстрація статуту НПФ у Нацкомфінпослуг, яка проводиться згідно Положення про реєстрацію статуту недержавного пенсійного фонду та пенсійних схем, затвердженого розпорядженням Держфінпослуг від 17 серпня 2004 р. № 2080 [174];

II-й – державна реєстрація НПФ як юридичної особи відповідно до Закону України „Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб – підприємців” [144];

III-й – реєстрація НПФ у Нацкомфінпослуг (внесення інформації про нього до Державного реєстру фінансових установ) відповідно до Положення про внесення інформації про недержавні пенсійні фонди до Державного реєстру фінансових установ, затвердженого розпорядженням Держфінпослуг від 12 жовтня 2004 р. № 2534 [158].

Проте слід відзначити, що такий порядок державної реєстрації НПФ безпосередньо не закріплений в Законі про НПЗ, а впливає із вказаних нормативно-правових актів Нацкомфінпослуг, що само по собі не можна вважати припустимим. Ст. 11. вказаного Закону щодо реєстрації НПФ та

подання документів, необхідних для реєстрації, викладена у загальному вигляді і не відповідає реальній практиці. З метою адекватної регламентації порядку державної реєстрації НПФ на законодавчому рівні вважається необхідним у ст. 11 Закону про НПЗ відобразити викладені вище етапи процедури державної реєстрації НПФ.

Для реєстрації статуту НПФ, а потім НПФ його засновники подають до Нацкомфінпослуг відповідні заяви з доданням документів, визначених названими Положеннями. З метою захисту інтересів учасників НПФ, забезпечення державного регулювання діяльності у цій сфері Нацкомфінпослуг має право перевіряти подані документи на відповідність їх нормам законодавства, на достовірність повідомленої в них інформації та, в разі необхідності, вимагати надання додаткових документів та пояснень.

Відносини, пов'язані з реєстрацією НПФ у Нацкомфінпослуг опосередковуються (регулюються) складним організаційно-господарським зобов'язанням між цими суб'єктами, значення якого і зміст в цілому визначаються ст. 11 Закону про НПЗ та названими підзаконними нормативно-правовими актами Нацкомфінпослуг. Складовими цього зобов'язання є прості організаційно-господарські зобов'язання з подачі заяви і документів про реєстрацію НПФ, з відмови в реєстрації та усунення недоліків, з відшкодування збитків, завданих неправомірною відмовою або нереєстрацією. Організаційно-господарськими є й зобов'язання з реєстрації у змін до статуту НПФ (ч. 4 ст. 9 названого Закону), зобов'язання з повідомлення Нацкомфінпослуг про участь роботодавця у вже створеному корпоративному НПФ (ч. 2 ст. 8 цього Закону), зобов'язання з попередження роботодавцем Нацкомфінпослуг про припинення участі у НПФ (ч. 8 ст. 8 Закону) та деякі інші. Мають місце при створенні НПФ і господарсько-виробничі правовідносини, до яких належать правовідносини з прийняття рішення про створення НПФ, що можуть бути відносними за наявності кількох засновників (щодо рішення установчих зборів) або абсолютними за наявності одного засновника (щодо рішення його уповноваженого органу).

Припинення діяльності НПФ здійснюється на підставі рішення його засновників (правонаступників засновників) у випадках і порядку, передбачених Законом про НПЗ. Більш докладно процедура припинення НПФ регламентується Порядком здійснення окремих дій, пов'язаних із припиненням недержавних пенсійних фондів, затвердженим розпорядженням Держфінпослуг від 29 серпня 2006 р. № 6154 [183] та Методичними рекомендаціями щодо припинення недержавних пенсійних фондів, затвердженими розпорядженням Держфінпослуг від 27 червня 2006 р. № 5944 [153]. Рішення про ліквідацію НПФ погоджується з Нацкомфінпослуг. Порядок утворення, склад, повноваження та порядок функціонування ліквідаційної комісії, процедура проведення ліквідації кожного окремого НПФ визначаються Нацкомфінпослуг в індивідуальному порядку. НПФ вважається ліквідованим з дня скасування його реєстрації Нацкомфінпослуг та анулювання свідоцтва.

Відносини, пов'язані з припиненням діяльності НПФ опосередковуються (регулюються) відповідними господарськими правовідносинами. Майново-господарськими зобов'язаннями серед них є ті, що пов'язані, зокрема, з прийняттям засновниками рішення про ліквідацію НПФ, з виконанням встановленого обов'язку НПФ повідомити про ліквідацію адміністратора, зберігача фонду, осіб, що здійснюють управління активами, й інших суб'єктів господарювання та інші подібні. Організаційно-господарськими є такі зобов'язання між НПФ та Нацкомфінпослуг: з погодження рішення про ліквідацію НПФ; з визначення процедури проведення ліквідації щодо кожного окремого НПФ, порядку утворення, складу, повноважень та порядку функціонування ліквідаційної комісії, порядку задоволення претензій вкладників, учасників та кредиторів НПФ; зі скасування реєстрації НПФ та анулювання свідоцтва про його реєстрацію. Зміст усіх цих правовідносин (права та обов'язки учасників), підстави і порядок їх виникнення та реалізації визначаються відповідними нормами Закону про НПЗ та вказаними нормативними актами Нацкомфінпослуг.

Вважається доцільним звернути увагу на деяку неузгодженість положення ч. 1 ст. 17 названого Закону стосовно того, що рішення про ліквідацію НПФ погоджується з Нацкомфінпослуг, з ч. 3 цієї ж статті, яка встановлює обов'язок фонду (ради фонду) до початку процедури його ліквідації у встановлений Нацкомфінпослуг термін повідомити про це рішення Нацкомфінпослуг. На нашу думку, правильніше було б у ч. 1 ст. 17 Закону про НПЗ закріпити, що з Нацкомфінпослуг погоджується не рішення про ліквідацію НПФ, а проект такого рішення. Це сприятиме встановленню більш чіткого і недвозначного порядку припинення діяльності НПФ та здійснення такого припинення за участі й під контролем Нацкомфінпослуг з метою більш повного захисту прав учасників фондів.

Згідно Закону про НПЗ єдиним органом управління НПФ, який здійснює контроль за поточною діяльністю фонду і вирішує основні питання його роботи, є рада фонду, що утворюється його засновниками. У сфері інвестиційної діяльності НПФ рада фонду, зокрема, звітує про діяльність фонду перед зборами його засновників, затверджує інвестиційну декларацію фонду та зміни до неї, укладає від імені фонду договори з адміністратором, КУА або іншою особою, яка має право здійснювати управління активами НПФ, зберігачем, заслуховує звіти названих осіб про їх діяльність та приймає рішення щодо цих звітів, здійснює контроль за цільовим використанням активів пенсійного фонду та інші повноваження.

Виконання НПФ функцій інституційних інвесторів у визначальній мірі залежить від обсягу та складу їхнього майна (активів). Активи НПФ (пенсійні активи) формуються за рахунок внесків до вказаного фонду (пенсійних внесків) та прибутку (збитку) від їх інвестування.

Згідно ст. 47 Закону про НПЗ до складу активів НПФ належать активи у грошових коштах, в цінних паперах та інші активи згідно із законодавством. Вказана стаття встановлює жорсткі вимоги до пенсійних активів, спрямовані на гарантування реалізації прав учасників і вкладників НПФ, забезпечення цільового та ефективного використання пенсійних

коштів, запобігання їх використання не за призначенням, а також з метою унеможливлення банкрутства НПФ.

Використання пенсійних активів НПФ здійснюється згідно ст. 48 Закону про НПЗ. Пенсійні активи можуть бути використані виключно для цілей інвестиційної діяльності фонду, виконання зобов'язань фонду перед його учасниками та оплати витрат, пов'язаних із здійсненням недержавного пенсійного забезпечення, за напрямками, вказаними цією статтею. Використання пенсійних активів для інших цілей забороняється.

Згідно ст. 12 Закону про НПЗ з метою забезпечення діяльності НПФ до початку її здійснення рада фонду обов'язково повинна укласти договори про адміністрування НПФ, про управління активами НПФ, про обслуговування НПФ зберігачем. Тобто, ця стаття Закону є нормативною підставою виникнення майново-господарських договірних зобов'язань НПФ: з адміністрування НПФ, з управління активами НПФ, з обслуговування НПФ зберігачем. Зміст цих зобов'язань (права, обов'язки та відповідальність сторін), підстави їх виникнення, зміни і припинення регулюються нормами Закону про НПЗ та інших нормативно-правових актів. Доречно відзначити, що обов'язковість вступу НПФ до названих зобов'язань згідно цій ст. 12 Закону про НПЗ забезпечується правом Нацкомфінпослуг прийняти рішення про скасування реєстрації НПФ у разі невиконання ним вимог щодо укладення вказаних договорів протягом одного року з дня реєстрації, тобто забезпечується організаційно-господарським зобов'язанням із скасування Нацкомфінпослуг реєстрації НПФ.

Договір про адміністрування НПФ укладається з адміністратором, який має ліцензію на провадження діяльності з адміністрування НПФ. Вимоги щодо адміністратора НПФ та діяльності з адміністрування пенсійних фондів, зокрема щодо порядку ліцензування вказаної діяльності, встановлені розділом III Закону про НПЗ. Так, адміністратором НПФ може бути або юридична особа, яка надає професійні послуги з адміністрування НПФ (професійний адміністратор), або юридична особа – одноосібний засновник

корпоративного НПФ, який прийняв рішення про самостійне здійснення адміністрування такого фонду, або КУА. Адміністратор діє від імені НПФ і в інтересах його учасників. Названий Закон визначає й істотні умови договору про адміністрування НПФ. Проте, обов'язки адміністратора полягають насамперед у забезпеченні виконання фондом функцій з недержавного пенсійного забезпечення, і в силу цього, як уявляється, не потребують більш докладного аналізу в рамках даної роботи.

Щодо інвестиційної діяльності НПФ безпосереднє відношення до неї має діяльність з управління активами НПФ. Згідно ст. 34 Закону про НПЗ таке управління здійснюється відповідно до умов договору про управління активами НПФ КУА, або банком щодо активів створеного ним корпоративного НПФ, або професійним адміністратором НПФ (далі – управитель активами НПФ) – за умови отримання переліченими особами ліцензії НКЦПФР на провадження діяльності з управління активами.

Доречно відзначити, що виходячи з даної норми Закону про НПФ не можуть бути виключені випадки поєднання в одній особі (підконтрольності одній особі) функцій засновника НПФ, адміністратора та управителя активами. Це можливо, наприклад, при створенні свого корпоративного пенсійного фонду КУА, банківською установою або будь-яким іншим суб'єктом господарювання. Такий суб'єкт може створити свого професійного адміністратора для утвореного ним НПФ, що допускає ч. 1 ст. 22 Закону про НПЗ, і цей адміністратор буде здійснювати управління активами НПФ під контролем засновника. Таке поєднання функцій спрощує управління НПФ, але не виключає можливості вчинення порушень при управлінні пенсійними активами, особливо за умови налагодження відповідного контакту із зберігачем НПФ (порушення умов диверсифікації активів, використання їх не за призначенням, вилучення у тіньовий капіталооборот, розкрадання). Думається, таку можливість необхідно враховувати як при вдосконаленні законодавства про НПФ, так і при здійсненні контролю за їхньою діяльністю.

Умови і порядок провадження діяльності з управління активами НПФ регулюються Законом про НПЗ, охарактеризованими у підрозділі 2.2 цієї роботи щодо ІСІ Положенням про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 2 листопада 2006 р. № 1227 [162] та Ліцензійними умовами провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), затвердженими рішенням ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 341 [150], а також іншими нормативно-правовими актами. У цілому управління активами НПФ здійснюється аналогічно проаналізованому вище управлінню активами ІСІ. Тому при характеристиці такого управління вважається доцільним зупинитися лише на його особливостях, обумовлених специфікою об'єкта управління – активів НПФ і відображених у Законі про НПЗ .

Так, зокрема, управитель активами НПФ не може бути засновником або пов'язаною особою засновників зберігача НПФ, засновників корпоративного або професійного НПФ, з яким він уклав договір про управління активами. Щодо КУА НПФ, то вона, як і КУА ІСІ, є юридичною особою (господарською організацією), яка утворюється та діє відповідно до законодавства з урахуванням вимог, передбачених Законом про НПЗ. Керівник виконавчого органу та посадові особи КУА не мають права отримувати у будь-якому вигляді винагороду від адміністратора, за винятком випадків здійснення професійним адміністратором діяльності з управління активами відповідно до Закону про НПЗ, від зберігача, аудиторів НПФ, з яким КУА укладено договір, та від пов'язаних осіб цих суб'єктів.

Видача ліцензії на провадження діяльності з управління активами НПФ здійснюється відповідно до названих Ліцензійних умов від 26 травня 2006 р. № 341. Згідно ч. 2 ст. 39 Закону про НПЗ така ліцензія видається за умови, що управитель активами НПФ має сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не менш як 7 мільйонів гривень на день подання документів до НКЦПФР для отримання цієї ліцензії. Управитель активами НПФ

зобов'язаний підтримувати розмір власного капіталу на вказаному рівні, а у разі зменшення цього розміру зобов'язаний повідомити про це НКЦПФР протягом трьох робочих днів з дня виникнення такого зменшення, а також привести розмір власного капіталу у відповідність з обов'язковим розміром протягом шести місяців з дня виникнення такої невідповідності та надати підтвердні документи НКЦПФР. НКЦПФР має право прийняти рішення про продовження строку усунення невідповідності розміру власного капіталу управителя активами НПФ на строк не більш як три місяці.

Згідно ст. 41 Закону про НПЗ НКЦПФР має право прийняти рішення про анулювання ліцензії на провадження діяльності з управління активами НПФ в порядку, визначеному названими Ліцензійними умовами. Анулювання ліцензії є підставою для дострокового розірвання договору про управління активами НПФ з відповідним управителем та передачі його повноважень іншому управителю активами НПФ.

Вважається доцільним у ст. 41 Закону про НПЗ встановити можливість і зупинення дії ліцензії на провадження діяльності з управління активами НПФ як адміністративно-господарську санкцію. Це сприяло би запобіганню незначним порушенням Ліцензійних умов і законодавства з боку управителя активами НПФ, своєчасному усуненню допущених порушень та їх наслідків.

При ліцензуванні діяльності з управління активами НПФ виникає складне організаційно-господарське зобов'язання між управителем активами НПФ і НКЦПФР, елементарними складовими якого є прості зобов'язання: з видачі ліцензії управителю активами НПФ; із здійснення контролю за додержанням ліцензійних умов; з анулювання ліцензії; з видачі копії або дублікату ліцензії; з переоформлення ліцензії та інші. Це складне зобов'язання у своїй системі відображає єдність, спрямовану на ліцензування господарської діяльності з управління активами НПФ. Дане зобов'язання двостороннє, активне, недоговірне, регулятивне (процесуально-регулятивне). Безпосередньою підставою його виникнення виступає звернення управителя активами НПФ до НКЦПФР із заявою про видачу ліцензії. Юридичний зміст

даного зобов'язання визначається суб'єктивними юридичними правами та обов'язками його учасників – управителя активами НПФ та НКЦПФР.

Аналогічне організаційно-господарське зобов'язання виникає й у зв'язку з виконанням управителем активами НПФ вказаного вище обов'язку повідомити НКЦПФР про зменшення розміру власного капіталу нижче встановленого рівня та привести цей розмір у відповідність з обов'язковим.

Управління активами НПФ здійснюється на підставі договору, який укладається НПФ з управителем активами. Договір про управління активами є господарським договором [122, с. 15], предметом його є надання управителем активами НПФ відповідних послуг. Закон про НПЗ встановлює істотні умови договору про управління активами НПФ та передбачає, що невід'ємним додатком до договору є інвестиційна декларація НПФ.

Згідно ст. 37 Закону про НПЗ рада фонду може замінювати управителя активами НПФ з обов'язковим повідомленням про це Нацкомфінпослуг та НКЦПФР із зазначенням причин такої заміни. Заміна управителя активами докладно регламентується Положенням про порядок заміни особи, яка провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 18 серпня 2004 р. № 348 [167] і може провадитися після закінчення строку відповідного договору про управління активами або у разі дострокового розірвання такого договору за ініціативою ради НПФ чи управителя активами.

Закон про НПЗ містить вимоги до здійснення діяльності з управління активами НПФ (ст. 38), яким, зокрема, повинен відповідати і договір про управління активами, а також встановлює обмеження діяльності управителя активами НПФ (ст. 40). Так, управитель під час провадження діяльності з управління активами НПФ не має права: використовувати пенсійні активи НПФ для забезпечення виконання будь-яких зобов'язань, не пов'язаних з функціонуванням цього НПФ, у тому числі власних; здійснювати за рахунок активів НПФ операції з придбання, набуття активів, у тому числі цінних паперів, які не можуть бути віднесені до пенсійних активів відповідно до

названого Закону; від імені НПФ надавати позику або брати позику чи кредит, які підлягають поверненню за рахунок пенсійних активів; укладати від імені НПФ угоди купівлі-продажу, міни, дарування та інші угоди щодо відчуження пенсійних активів з його пов'язаними особами, а також з іншими пенсійними або інвестиційними фондами, які знаходяться у нього в управлінні; інвестувати пенсійні активи з порушенням встановлених названим Законом обмежень; безоплатно відчужувати пенсійні активи тощо.

Розмір винагороди управителю активами НПФ визначається радою НПФ відповідно до Положення про винагороду за надання послуг з управління активами недержавного пенсійного фонду, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 11 серпня 2004 р. № 335 [157] і зазначається у договорі про управління активами. Сума винагороди визначається як відсоток чистої вартості активів НПФ, що перебувають в управлінні.

Управитель активами несе відповідальність перед НПФ за виконання своїх зобов'язань і збитки, завдані НПФ внаслідок порушення ним законодавства, положень інвестиційної декларації НПФ або договору про управління активами, всім майном, що належить йому на праві власності.

Обслуговування НПФ зберігачем здійснюється за відповідним договором, укладеним НПФ з таким зберігачем. Згідно ст. 1, ст. 44 Закону про НПЗ зберігачем НПФ може бути банк, який провадить депозитарну діяльність зберігача цінних паперів. Як і зберігач активів ІСІ, зберігач НПФ повинен мати ліцензію НКЦПФР на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів – депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, видану в порядку, встановленому Ліцензійними умовами провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності, затвердженими рішенням ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 349 [151]. Зберігач НПФ не може бути пов'язаною особою НПФ, його адміністратора, управителя активами, засновників і аудитора та їх пов'язаних осіб. Зберігач не має права здійснювати управління активами створеного ним корпоративного НПФ. Він не може бути кредитором адміністратора або

управителя активами НПФ, з яким укладено договір про обслуговування. Зберігач не може надавати послуги торговця цінними паперами вказаному НПФ протягом строку дії такого договору, не може використовувати активи НПФ, що знаходяться на рахунках цього фонду, як кредитні ресурси.

Слід зауважити, що формулювання ч. 2 ст. 12, ч. 2 ст. 44 та деяких інших статей Закону про НПЗ дають підстави вважати, що договір про обслуговування НПФ зберігачем укладається з радою фонду, що саме рада НПФ а не сам фонд є стороною даного договору. Подібна позиція проводиться і в науковій літературі [122, с. 4, 15], і в судовій практиці [134]. Такий підхід не можна вважати коректним, оскільки рада НПФ є не самостійним суб'єктом договірних відносин, а органом НПФ, який згідно ст. 14 вказаного Закону укладає від імені НПФ договори з адміністратором, управителем активами, зберігачем, аудитором НПФ. У цьому зв'язку названі та інші відповідні норми зазначеного закону потребують коригування.

Згідно ст. 44 Закону про НПЗ НПФ може обслуговуватися тільки одним зберігачем. У зберігача відкриваються поточні рахунки НПФ, зберігаються пенсійні активи НПФ у формі цінних паперів та документи, які підтверджують право власності на пенсійні активи в інших формах. Більш докладно обов'язки зберігача НПФ визначені названим Законом, Положенням про здійснення діяльності зберігача недержавного пенсійного фонду щодо операцій з активами недержавного пенсійного фонду, порядок обчислення тарифів за послуги зберігача та їх граничний розмір, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 11 серпня 2004 р № 336 [159], а також конкретним договором про обслуговування НПФ зберігачем.

Як і зберігач активів ІСІ, зберігач НПФ виконує функцію агенту контролю [107, с. 11], оскільки всі операції з пенсійними активами НПФ здійснюються лише через зберігача. Він фактично контролює діяльність управителя активами НПФ. У разі виявлення порушень законодавства щодо провадження діяльності з управління активами НПФ зберігач протягом одного робочого дня з моменту виявлення порушення повинен письмово

надати відповідну інформацію раді НПФ, його адміністратору, Нацкомфінпослуг та НКЦПФР, а також управителю активами, що вчинив таке порушення. У разі зменшення протягом року чистої вартості одиниці пенсійних внесків НПФ більше ніж на 20 відсотків зберігач повинен повідомити про це раду НПФ, НКЦПФР та Нацкомфінпослуг.

Проте, як свідчить практика, зберігачі не завжди подають інформацію про порушення, які вчиняються їх клієнтами, прикриваючись, зокрема, вимогою додержання банківської та комерційної таємниці. Більш того, якщо управитель активами НПФ заручиться підтримкою зберігача у своїй тіньовій інвестиційній діяльності, то вчинені протиправні дії фактично неможливо буде виявити, оскільки ніхто, крім зберігача, не здійснює поточний контроль за інвестиційною діяльністю НПФ. Єдина можливість виявлення тіньової діяльності в даному випадку – це обов'язковий щорічний аудиторський контроль [209, ст. 5]. Однак за умови створення НПФ, які будуть діяти лише протягом звітного року, аудиторської перевірки можна уникнути, оскільки законодавством не передбачено її проведення при ліквідації НПФ [10].

Договір про обслуговування НПФ зберігачем є господарським договором, відповідно до якого зберігач надає послуги щодо зберігання пенсійних активів НПФ, обліку прав власності на них та обслуговування операцій НПФ [122, с. 4]. Істотні умови даного договору визначаються ст. 45 Закону про НПЗ. Невід'ємною частиною договору є інвестиційна декларація НПФ, відомості про управителів активами НПФ та копії укладених з ними договорів про управління активами.

Рада НПФ може замінювати зберігача з обов'язковим повідомленням про це Нацкомфінпослуг та НКЦПФР. Така заміна може бути як після закінчення строку дії договору про обслуговування НПФ зберігачем, так і в разі дострокового розірвання цього договору – за ініціативою або ради НПФ, або зберігача. Підстави та порядок розірвання договору про обслуговування НПФ зберігачем і заміни останнього визначаються Законом про НПЗ.

Зберігач несе відповідальність за збитки, завдані НПФ та його учасникам внаслідок невиконання або неналежного виконання ним умов договору про обслуговування НПФ зберігачем, відшкодовує їх відповідно до умов договору у порядку, встановленому законодавством. Зберігач не несе відповідальності за зобов'язаннями НПФ перед його учасниками, за зобов'язаннями управителів активами НПФ та адміністратора перед НПФ, крім випадків, передбачених законом.

Директива ЄС (2003/41/ЄС) від 3 червня 2003 р. „Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними” [145] у ст. 12 встановлює вимогу, щоб вказані установи готували та, принаймні раз на три роки, переглядали письмову заяву про принципи інвестиційної політики. Заява повинна висвітлювати, зокрема, методи вимірювання інвестиційного ризику, процеси управління ризиком, розподіл стратегічних активів з урахуванням природи та строковості пенсійних зобов'язань.

Роль такої заяви за законодавством України виконує інвестиційна декларація НПФ – документ, що розробляється і затверджується радою фонду та визначає його інвестиційну політику. Інвестиційна діяльність НПФ здійснюється у відповідності до інвестиційної декларації. У цій декларації відображаються основні напрями інвестування пенсійних активів та обмеження інвестиційної діяльності з цими активами, встановлені в межах загальних вимог та обмежень, визначених Законом про НПЗ.

Загальні вимоги та обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами встановлює ст. 49 вказаного Закону. Так, управитель активами НПФ під час провадження ним діяльності з управління активами не має права формувати пенсійні активи за рахунок позикових (кредитних) коштів, надавати майнові гарантії, забезпечені пенсійними активами, або будь-які кредити (позики) за рахунок пенсійних активів, укладати угоди купівлі-продажу або міни пенсійних активів з обов'язковою умовою зворотного викупу. Управитель не вправі тримати на банківських депозитних рахунках та в ощадних сертифікатах банків більш як 40 % загальної вартості пенсійних

активів, при цьому не більш як 10 % в зобов'язаннях одного банку. Він не вправі придбавати або додатково інвестувати в цінні папери одного емітента більш як 5 % загальної вартості пенсійних активів, крім випадків, визначених ст. 49 Закону про НПЗ. Управителю активами НПФ заборонено емітувати будь-які боргові та похідні цінні папери, придбавати окремі групи цінних паперів, визначених у цій ст. 49, тримати кошти на банківських депозитних рахунках і в ощадних сертифікатах банків, кредитний рейтинг яких або не визначено, або відповідає спекулятивному рівню за Національною шкалою тощо. Вказані вимоги та обмеження деталізує Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють, затверджене рішенням НКЦПФР від 26 квітня 2012 р. № 582 [156].

Доречно зауважити, що окремими дослідниками пропонується підвищити встановлені Законом про НПЗ ліміти інвестування активів НПФ в окремі види цінних паперів, зокрема в акції, в державні та іпотечні цінні папери, дозволити інвестування в цінні папери ІСІ та цінні папери своїх засновників [97; 230 та ін.]. Вказані пропозиції потребують аналізу та об'єктивної оцінки фахівцями. Разом з тим вважається доцільним застережити проти інвестування активів у цінні папери засновника НПФ, оскільки це є потенційно небезпечним з погляду вчинення тіньових операцій з вказаними активами, виведення за допомогою НПФ фінансових ресурсів з-під оподаткування.

Відносини НПФ, пов'язані з розміщенням їхніх пенсійних активів у цінні папери та здійсненням інших дозволених законом операцій з такими паперами (інвестиційні відносини НПФ) опосередковуються відповідними майново-господарськими договірними зобов'язаннями. При укладанні та виконанні договорів купівлі-продажу цінних паперів та інших договорів з емітентами, професійними учасниками ринку цінних паперів НПФ повинні дотримуватися вищенаведених вимог та обмежень, встановлених Законом

про НПЗ. У найбільшій мірі це стосується вимог до пенсійних активів (ст. 47) та умов їх використання (ст. 48), а також обмежень інвестиційної діяльності з пенсійними активами (ст. 49).

Інвестиційна декларація НПФ, як зазначалося, розробляється та затверджується радою фонду і підлягає обов'язковій реєстрації в Нацкомфінпослуг. Правила підготовки, вимоги до інвестиційної декларації, порядок її реєстрації та внесення змін до неї встановлено Положенням про інвестиційну декларацію недержавного пенсійного фонду, затвердженим розпорядженням Держфінпослуг від 27 листопада 2003 р. № 139 [116]. Відносини, що складаються при реєстрації у Нацкомфінпослуг інвестиційної декларації НПФ опосередковуються відповідним організаційно-господарським зобов'язанням з реєстрації інвестиційної декларації, зміст якого визначається ст. 10 Закону про НПЗ, а також названим Положенням про інвестиційну декларацію від 27 листопада 2003 р.

Підводячи підсумок доречно ще раз підкреслити, що господарські правовідносини, що складаються при забезпеченні інвестиційної діяльності НПФ та при безпосередньому здійсненні ними цієї діяльності можуть набувати різних видів – належати як до господарсько-виробничих, так і до організаційно-господарських, бути відносними чи абсолютними, односторонніми або двосторонніми, активними чи пасивними.

Характеризуючи НПФ як інституційних інвесторів на ринку цінних паперів не можна оминати увагою й Накопичувальний пенсійний фонд – цільовий позабюджетний фонд, який створюється відповідно до Закону „Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування” від 9 липня 2003 р. [149] і уособлює 2-й рівень системи пенсійного забезпечення в Україні – накопичувальну систему загальнообов'язкового державного пенсійного страхування. Накопичувальний пенсійний фонд акумулює страхові внески застрахованих осіб, що обліковуються на накопичувальних пенсійних рахунках та інвестуються з метою отримання інвестиційного доходу на користь застрахованих осіб. Пенсійні активи цього фонду використовуються

для оплати договорів страхування довічних пенсій або одноразових виплат застрахованим особам, а у випадках, передбачених названим Законом, членам їхніх сімей чи спадкоємцям та на інші цілі, передбачені цим Законом.

Закон про ЦПФР не називає Накопичувальний пенсійний фонд у числі інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, хоча він фактично таким є. Закон „Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування” передбачає, що пенсійні активи накопичувальної системи пенсійного страхування включають активи у цінних паперах, встановлює склад таких активів (ст. 80) та обмеження інвестиційної діяльності з ними (ст. 88), визначає вимоги до основних напрямів інвестиційної політики та нормативів інвестування пенсійних активів накопичувальної системи (ст. 89) й інші відповідні вимоги. Управління пенсійними активами здійснюється визначеними за результатами конкурсу КУА, з якими укладаються договори про управління активами відповідно до названого Закону. На конкурсній основі обираються і радник з інвестиційних питань, зберігач та аудитор Накопичувального фонду. КУА та інші вказані особи здійснюють обслуговування інвестиційної діяльності Накопичувального фонду на засадах, аналогічних встановленим щодо НПФ [76, с. 101 - 102].

Доречно відзначити, що Накопичувальний фонд системи загальнообов’язкового державного пенсійного страхування фахівцями розглядається як потужний національний інвестор, інвестиційний ресурс якого через інструменти фондового ринку сприятиме розвитку реального сектора економіки, формуванню системи антикризового державного регулювання, зменшенню впливу іноземних спекулятивних інвестицій на стан фондового ринку [13].

Зважаючи на сказане, а також враховуючи значення Накопичувального пенсійного фонду як центральної ланки 2-го рівня системи пенсійного забезпечення, вважається доцільним у ст. 2 Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” у числі інституційних інвесторів на ринку цінних паперів безпосередньо вказати і цей Накопичувальний пенсійний фонд як

фінансову установу, що здійснює операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

3.2. Страхові компанії, інші фінансові установи як інституційні інвестори на ринку цінних паперів

Згідно ст. 2 Закону про ЦПФР до інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, для яких інвестиційна діяльність на цьому ринку не є основною, крім недержавних пенсійних фондів належать страхові компанії, фонди банківського управління (далі – ФБУ), інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Правовий статус названих фінансових установ як інституційних інвесторів регулюється законодавством про ринок цінних паперів, Законом України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. [222], щодо страхових компаній – Законом „Про страхування” в редакції від 4 жовтня 2001 р. [218], щодо ФБУ – Законом „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” у редакції від 7 лютого 2002 р. [213], щодо кредитних спілок – Законом „Про кредитні спілки” від 20 грудня 2001 р. [205], а також іншим законодавством. Інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів для названих фінансових установ служить додатковим джерелом фінансового забезпечення їхньої основної діяльності і провадиться шляхом розміщення у цінні папери тимчасово вільних коштів їхніх резервів та фондів.

Поняття „страхові компанії”, яке використовується у згадуваній ст. 2 Закону про ЦПФР, є загальним, тотожним поняттям „страховик”, „страхова організація”, що вживаються у Законі „Про страхування” згідно ч. 4 ст. 2 цього Закону. Виходячи з цієї норми у даній роботі для позначення

відповідної категорії інституційних інвесторів у залежності від контексту будуть використовуватися усі названі терміни як синоніми, з перевагою терміну „страхові компанії” саме у такому, узагальненому розумінні.

Згідно ч. 1 ст. 2 Закону „Про страхування” (з уточненням, що впливає з прийняття Закону „Про акціонерні товариства” [139]) страховими компаніями (страховиками) слід визнавати фінансові установи, які створені у формі акціонерних, повних, командитних товариств або товариств з додатковою відповідальністю згідно із Законом „Про господарські товариства” від 19 вересня 1991 р. [142], Законом „Про акціонерні товариства” від 17 вересня 2008 р. з урахуванням особливостей, передбачених Законом „Про страхування”, та одержали у встановленому порядку ліцензію на здійснення страхової діяльності. Страховими компаніями визнаються й державні та національні страхові організації, які створені і діють відповідно до Закону „Про страхування”, і єдиним власником яких є держава.

Умовами початку діяльності страхової компанії є такі. По-перше, створення страхової компанії та її державна реєстрація як відповідного господарського товариства – юридичної особи згідно Закону України „Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб – підприємців” від 15 травня 2003 р. [144] По-друге, набуття страховою компанією статусу фінансової установи – реєстрація її (внесення про неї запису) у відповідному державному реєстрі фінансових установ – Єдиному державному реєстрі страховиків (перестраховиків), яка здійснюється Нацкомфінпослуг згідно Закону „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 р. та розпорядження Держфінпослуг від 5 грудня 2003 р. № 155 „Про Єдиний державний реєстр страховиків (перестраховиків) України” [147]. І, по-третє, отримання страховою компанією ліцензії на здійснення страхової діяльності, яка надається Нацкомфінпослуг згідно названого Закону та Закону „Про страхування”, а також розпорядження Держфінпослуг від 28 серпня 2003 р. № 40 „Про затвердження Ліцензійних

умов провадження страхової діяльності” [152]. Отже, початок діяльності страхової компанії опосередковується (регулюється) за допомогою трьох відносних організаційно-господарських правовідносин (зобов’язань) – з державної реєстрації страхової компанії як юридичної особи (господарської організації), з державної реєстрації названої компанії як фінансової установи, з ліцензування її господарської діяльності.

Закон „Про страхування” встановлює певні вимоги щодо страхових компаній та діяльності, що ними здійснюється. Так, при створенні страхової компанії або збільшенні її зареєстрованого статутного капіталу такий капітал повинен бути сплачений виключно у грошовій формі, дозволяється формування статутного капіталу цінними паперами, що випускаються державою, за їх номінальною вартістю але не більше 25 відсотків загального розміру цього капіталу. Ліквідація та реорганізація страхових компаній здійснюється відповідно до законодавства з урахуванням особливостей, визначених ст. 43 Закону „Про страхування”. Основним видом діяльності страхових компаній є страхова діяльність (страхування), під якою розуміється захист майнових інтересів фізичних та юридичних осіб у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування або законодавством, за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом сплати названими особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій) та доходів від розміщення коштів цих фондів. Крім страхування і перестрахування предметом безпосередньої діяльності страхових компаній може бути лише фінансова діяльність, пов’язана з формуванням, розміщенням страхових резервів та їх управлінням, а також будь-які операції для забезпечення власних господарських потреб компанії.

У даній роботі вважається недоцільним більш докладно розглядати загальні питання правового статусу страхових компаній, як і ті, що пов’язані із здійсненням ними страхової діяльності, оскільки ці питання достатньо повно розкриті у спеціальній літературі, зокрема у дисертаційних

дослідженнях [43; 277 та ін.]. Більш виправданим буде зупинитися на дослідженні ролі таких компаній як інституційних інвесторів на ринку цінних паперів.

Вказана роль страхових компаній обумовлена необхідністю забезпечення їхньої платоспроможності шляхом, зокрема, створення страхових (гарантійних) резервів та фондів, у тому числі централізованих страхових резервних фондів та фондів страхових гарантій, а також розміщення у цінні папери тимчасово вільних коштів цих резервів та фондів.

Вимоги щодо створення страховими компаніями достатніх за обсягами відповідних технічних резервів стосовно їхньої діяльності містяться у Законі „Про страхування” і в цілому відповідають ст. 15 Директиви Ради ЄЕС (73/239/ЄЕС) від 24 липня 1973 р. „Щодо узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень стосовно започаткування та ведення діяльності прямого страхування, іншого, ніж страхування життя” [275].

Згідно Закону „Про страхування” до гарантійного фонду страхової компанії належить додатковий та резервний капітал, а також сума нерозподіленого прибутку, за рахунок якого компанії можуть створювати вільні резерви. Вільні резерви страхової компанії – це частка її власних коштів, яка резервується з метою забезпечення платоспроможності відповідно до прийнятої методики здійснення страхової діяльності.

Для забезпечення виконання страховими компаніями зобов'язань щодо окремих видів обов'язкового страхування вони можуть утворювати централізовані страхові резервні фонди та органи, які здійснюють управління цими фондами. Джерелами утворення таких фондів можуть бути відрахування від надходжень страхових платежів, внески власних коштів страхових компаній, а також доходи від розміщення коштів вказаних фондів.

Для забезпечення страхових зобов'язань із страхування життя і медичного страхування страховики формують окремі резерви за рахунок надходження страхових платежів і доходів від інвестування коштів сформованих резервів по цих видах страхування. При чому, кошти резервів із

страхування життя не є власністю страховика і мають бути відокремлені від його іншого майна та обліковуватися ним на окремому балансі з веденням окремого обліку.

Крім того, згідно ст. 32 Закону „Про страхування” з метою додаткового забезпечення страхових зобов’язань страховики можуть на підставі договору створити Фонд страхових гарантій, який є юридичною особою. Джерелами утворення Фонду страхових гарантій є добровільні відрахування від страхових платежів, а також доходи від розміщення цих коштів. Розмір відрахувань до Фонду страхових гарантій і порядок використання коштів цього Фонду встановлюються страховиками, які беруть в ньому участь.

З метою забезпечення стабільного фінансового стану страхової компанії згідно ст. 31 Закону „Про страхування” кошти страхових резервів повинні розміщуватися з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості та мають бути представлені активами певних категорій, у тому числі таких як акції, облігації, іпотечні сертифікати а також цінні папери, що емітуються державою.

На розвиток цієї норми Закону Нацкомфінпослуг затверджені Правила розміщення страхових резервів із страхування життя (Розпорядження Держфінпослуг від 26 листопада 2004 р. № 2875) [186], Правила формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя (Розпорядження Держфінпослуг від 17 грудня 2004 р. № 3104) [187], Положення про обов’язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя (Розпорядження Держфінпослуг від 8 жовтня 2009 р. № 741) [160], інші нормативні акти.

Правила розміщення страхових резервів із страхування життя від 26 листопада 2004 р. № 2875 встановлюють вимоги до активів, які приймаються для представлення коштів названих резервів. Ці кошти мають бути представлені активами, зокрема, таких категорій: акції, облігації підприємств (крім цільових облігацій), іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, цінні

папери, що емітуються державою. За структурою величина окремих категорій активів приймається у встановлених обсягах. Так, цінні папери мають бути разом не більше 50 відсотків страхових резервів, з них: акції українських емітентів – не більше 30 %, при цьому в акції одного емітента – не більше 10 %; облігації підприємств українських емітентів – не більше 40 %, при цьому не більше 10 % в облігації одного емітента, який здійснює свою діяльність не менше 5 років (для емітентів, які здійснюють діяльність менше 5 років, – не більше 10 %, при цьому не більше 3 % в облігації одного емітента); акції, облігації іноземних емітентів та цінні папери іноземних держав – не більше 20 %; облігації місцевих позик – не більше 10 %; іпотечні сертифікати, іпотечні облігації – разом не більше 10 % страхових резервів. Цінні папери, що емітуються державою, (державні облігації України) мають бути разом не більше 80 % страхових резервів.

Усі активи, які приймаються для представлення коштів страхових резервів, повинні відповідати вимогам, встановленим п. 3.2 вказаних Правил від 26 листопада 2004 р. № 2875. При чому, кошти страхових резервів не можуть бути представлені у вигляді цінних паперів емітентів, щодо яких в Єдиному державному реєстрі юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців є відомості про відсутність юридичної особи за її місцезнаходженням або про відсутність підтвердження відомостей про юридичну особу.

Положення від 8 жовтня 2009 р. № 741 встановлює обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя. Положення передбачає, що з метою забезпечення стабільного фінансового стану страхова компанія зобов'язана на будь-яку дату дотримуватися цих нормативів.

Так, норматив достатності активів – сума прийнятних активів, які відповідають нормативам їх диверсифікованості, встановленим у розділі IV даного Положення, і має бути не меншою за суму страхових резервів.

До суми прийнятних активів за критерієм їх якості можуть включатися, зокрема, цінні папери українських емітентів (акції, облігації підприємств, облігації місцевих позик, державні облігації України, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації) та акції, облігації іноземних емітентів і цінні папери іноземних держав. При чому, акції, облігації підприємств та облігації місцевих позик повинні відповідно до законодавства пройти процедуру лістингу на фондовій біржі, перебувати у біржовому реєстрі та в обігу на фондовій біржі. У разі делістингу цих акцій та облігацій вони приймаються для представлення коштів страхових резервів у розмірі 75 % від найменшого значення біржового курсу цих цінних паперів.

Акції, облігації іноземних емітентів та цінні папери іноземних держав-емітентів включаються до суми прийнятних активів за умови відповідності вимогам щодо допуску таких цінних паперів до обігу їх на території України, встановленим НКЦПФР, а також відповідності додатковим вимогам, встановленим у п. 2.2 розділу III Положення від 8 жовтня 2009 р. № 741.

Кредитний рейтинг цінних паперів, емітованих в Україні, які включаються до суми прийнятних активів з метою дотримання нормативу їх достатності, повинен відповідати інвестиційному рівню за національною рейтинговою шкалою, визначеною законодавством. У разі зниження рівня кредитного рейтингу цінних паперів вони включаються до суми прийнятних активів у розмірі 75 % від їх вартості, яка визначається відповідно до стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності з урахуванням вимог Положення від 8 жовтня 2009 р. № 741.

Сума прийнятних активів, яка розраховується з метою дотримання нормативу достатності активів, визначається як сума окремих статей активів балансу з урахуванням таких обмежень: не включаються до суми прийнятних активів цінні папери емітента, щодо якого порушене провадження у справі про банкрутство, або винесена ухвала про його санацію, або прийняте рішення вищого органу емітента чи набрало законної сили рішення суду про припинення шляхом ліквідації або визнання емітента банкрутом, або визнано

недійсною емісією цінних паперів такого емітента чи скасовано реєстрацію випуску його цінних паперів.

При чому, активи страховика, що відповідають вимогам, установленим у розділах III, IV Положення від 8 жовтня 2009 р. № 741, та включаються до суми прийнятних активів, при розміщенні в одній юридичній особі можуть становити разом не більше 35 % суми страхових резервів, зокрема: акції, облігації підприємств, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, емітентом яких є ця юридична особа.

До суми прийнятних активів, яка розраховується з метою дотримання нормативу достатності активів, включаються активи в цінних паперах разом не більше 40 % страхових резервів, у тому числі за окремими видами цінних паперів не більше розмірів, встановлених у п. 2 розділу IV Положення від 8 жовтня 2009 р. № 741.

Державний контроль за дотриманням страховими компаніями зазначених вимог здійснюється Нацкомфінпослуг. У разі виявлення порушень цих вимог до страхової компанії застосовуються заходи впливу, передбачені законодавством. Нацкомфінпослуг, зокрема, має право видавати приписи страховикам про усунення виявлених порушень вимог законодавства про страхову діяльність, а у разі їх невиконання зупиняти чи обмежувати дію ліцензій цих страховиків до усунення виявлених порушень або приймати рішення про відкликання ліцензій та виключення з державного реєстру страховиків (перестраховиків). Нацкомфінпослуг має право звертатися до суду з позовом про скасування державної реєстрації страховика (перестраховика) або страхового посередника у випадках, передбачених законом.

У разі необхідності Нацкомфінпослуг може вимагати надання інформації про дотримання нормативів достатності, диверсифікованості та якості активів станом на будь-яку дату. Страхова компанія повинна надати зазначену інформацію до Нацкомфінпослуг протягом десяти робочих днів з дня отримання запиту Нацкомфінпослуг. У разі недотримання вказаних

нормативів щодо активів страхова компанія зобов'язана протягом десяти робочих днів повідомити про це Нацкомфінпослуг та надати письмові пояснення і план здійснення заходів щодо фінансового оздоровлення.

Оцінюючи в цілому наведені Правила розміщення страхових резервів із страхування життя від 26 листопада 2004 р. № 2875, а також критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя, що встановлені Положенням Держфінпослуг від 8 жовтня 2009 р. № 741, слід визнати їх такими, що здатні забезпечити стабільність фінансового стану і платоспроможність страхової компанії.

У той же час окремі аспекти встановлення і застосування вказаних правил, критеріїв та нормативів викликають запитання, головне з яких пов'язано з їхньою юридичною силою. У практиці воно виникло у зв'язку з визнанням судовими органами нелегітимним одного з названих вище нормативно-правових актів Держфінпослуг – Правил формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя від 17 грудня 2004 р. № 3104, такою інтерпретацією судами норм Законів „Про страхування” та „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”, що створила перешкоди для реалізації повноважень Держфінпослуг через позбавлення її судовими рішеннями в окремих справах відповідних регулятивних і контрольних функцій (Ухвала Київського апеляційного господарського суду від 19 грудня 2007 р. у справі № 18/29-а за позовом Товариства з додатковою відповідальністю „Київське страхове товариство” до Держфінпослуг [260]; Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 25 червня 2009 р. у справі № 11/80 за позовом Закритого акціонерного товариства „Прогрес-фонд” до Держфінпослуг [131] та ін.). Обмеження судами права Держфінпослуг на встановлення правил розміщення страхових резервів надало можливість страховикам на свій розсуд розміщувати кошти цих резервів, здійснювати нерегламентовані дії, що фактично поставило під

загрозу систему забезпечення страхових виплат страхувальникам, знівелювало один з основних напрямів нагляду Держфінпослуг за додержанням критеріїв і нормативів якості фінансових активів та ризиковості операцій з ними, які здійснює страховик. Це послужило підставою звернення Держфінпослуг до Конституційного Суду України з клопотанням дати офіційне тлумачення положень п. 11 ч. 1 ст. 36 Закону „Про страхування” та п. 4 ч. 1 ст. 28 Закону „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”. Конституційний Суд України своїм рішенням у справі № 1-30/2008 від 3 грудня 2008 р. № 27-рп/2008 підтвердив відповідні повноваження Держфінпослуг і легітимність Правил від 17 грудня 2004 р. № 3104 [236].

З метою запобігання подібним колізіям у майбутньому, забезпечення упорядкування напрямів розміщення коштів страхових резервів з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості вважається необхідним безпосередньо у Законі „Про страхування”, а не у підзаконних нормативно-правових актах Нацкомфінпослуг, встановити правила розміщення страхових резервів із страхування життя, правила формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя, а також обов’язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені ці резерви. Як позитивний досвід подібного вирішення даного питання можна назвати охарактеризовані у попередніх підрозділах даної роботи відповідні правила щодо інших інституційних інвесторів, втілені щодо ІСІ у Законі про ІСІ, щодо НПФ – у Законі про НПЗ. До того ж вважається доречним на підтримку висловлених у спеціальній літературі пропозицій у Законі „Про страхування” встановити порядок придбання страховими компаніями цінних паперів інших емітентів та визначити правові засади управління інвестиційною діяльністю вказаних компаній [72, с. 190]. Врегулювання на законодавчому рівні здійснення страховими компаніями інвестицій у цінні папери забезпечить чітке визначення статусу цих компаній

як інституційних інвесторів на фондовому ринку, сприятиме активізації їхньої діяльності у цьому напрямку і розвитку названого ринку як сучасної моделі інвестиційного процесу.

При чому, при встановленні правил розміщення страхових резервів із страхування життя доцільно враховувати досвід розвинутих країн у цьому питанні, де компанії із страхування життя вкладають свої кошти, як правило, у довгострокові цінні папери з фіксованими доходами (переважно державні та корпоративні облігації), оскільки, страхуючи на випадок смерті, вони значною мірою можуть прогнозувати тенденції настання страхових випадків [72, с. 189 – 190].

Фондом банківського управління (ФБУ) згідно із Законом України „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” в редакції від 7 лютого 2002 р. [213] є грошові кошти учасників цього фонду, передані у довірче управління уповноваженому банку та об’єднані ним. ФБУ не є юридичною особою. З урахуванням цієї обставини, а також того, що управління таким фондом в інтересах його учасників здійснює за договором довірчого управління уповноважений банк, який є суб’єктом господарювання (господарською організацією), у підрозділі 1.2 даної роботи відзначалося, що цей банк і виступає як інституційний інвестор у відносинах з інвестування коштів фонду в цінні папери.

Довірче управління коштами згідно названого Закону – це юридичні і фактичні дії уповноваженого банку щодо розпорядження активами ФБУ від свого імені, але в інтересах учасників ФБУ та за їх рахунок. Довірче управління коштами передбачає об’єднання уповноваженим банком коштів учасників ФБУ. У спеціальній літературі відзначається, що на активи ФБУ може виникати право довірчої власності [112, с. 37]. Слід зауважити, вище у розділі 2 цієї роботи було відзначено, що ознака „довірчості” сама по собі не надає будь-якої юридичної специфіки відносинам з управління активами. Це поширюється й на відносини, які складаються між банком та учасниками

ФБУ з приводу управління коштами останніх. Дані відносини у цілому підпадають під дію норм глави 70 ЦК України, яка регулює зобов'язання з управління майном. У цьому зв'язку вважається доречним підтримати висловлену в юридичній науці пропозицію виключити при позначенні діяльності з управління ФБУ слово „довірче” як таке, що не містить спеціального юридичного навантаження, в силу своєї наукової дискусійності й відсутності легальної визначеності викликає непорозуміння щодо змісту і співвідношення видів господарської діяльності з управління майном та ускладнює процес унормування цієї діяльності [88, с. 10].

Згідно ч. 2 ст. 2, ч. 3 ст. 3 та ряду інших положень Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” кошти, залучені у ФБУ, створені уповноваженим банком, можуть спрямовуватися ним лише на придбання одного виду цінних паперів – іпотечних сертифікатів. У той же час ч. 6 ст. 4 цього ж Закону встановлює, що кошти ФБУ спрямовуються виключно на придбання іпотечних сертифікатів та/або інших іпотечних цінних паперів. Наведені правові норми, як уявляється, суперечать одна одній, оскільки п. 3 ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР до іпотечних цінних паперів відносить крім іпотечних сертифікатів ще й іпотечні облигації та заставні.

Слід зауважити, стосовно заставної у науковій літературі висловлена точка зору, що вона має правову природу не іпотечного, а боргового цінного паперу, і включення її до переліку іпотечних цінних паперів у Законі про ЦПФР є помилковим [72, с. 138]. Дану точку зору в цілому слід вважати обґрунтованою, оскільки заставна є цінним папером, що посвідчує відносини позики і передбачає зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання, тобто характеризується наявністю ознак боргового цінного паперу. До того ж у ст. 20 Закону України „Про іпотеку” від 5 червня 2003 р. [199] заставна прямо названа борговим цінним папером. Але наведена точка зору не враховує, що заставна містить і ознаки іпотечного цінного паперу, оскільки випуск її забезпечено іпотечним

покриттям, і вона посвідчує право власника на отримання від емітента належних йому коштів. Враховуючи сказане, правильнішим у даному випадку був би висновок, що застава поєднує в собі одночасно ознаки іпотечного та боргового цінного паперу.

Проте, у контексті, що розглядається, більш принципове значення має те, що співставлення змісту ч. 6 ст. 4 Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” та п. 3 ч. 5 ст. 3 Закону про ЦПФР дає підстави вважати, що кошти ФБУ можуть бути спрямовані на придбання як іпотечних сертифікатів, так і іпотечних облігацій та заставних. А це, як було зазначено, суперечить ч. 2 ст. 2, ч. 3 ст. 3 та ряду інших положень першого з названих законів, згідно яких кошти ФБУ можуть спрямовуватися уповноваженим банком лише на придбання одного виду цінних паперів – іпотечних сертифікатів. Така внутрішня невідповідність окремих статей цього Закону має бути якнайскоріше виправлена шляхом внесення відповідних змін до нього, як уявляється, на користь більш широкого тлумачення кола цінних паперів, на придбання яких можуть бути спрямовані кошти ФБУ. Адже усі іпотечні цінні папери мають спільне призначення, оскільки виступають інструментом залучення ресурсів на цілі іпотечного кредитування, та споріднені юридичні ознаки [254, с. 92 – 93]. Тобто, положення абзаців 9 – 11 та 29 ст. 1, ч. 1 та 2 ст. 2, ч. 3,4 та 6 ст. 3, ч. 9 – 11 ст. 4 Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” необхідно привести у відповідність з ч. 6 ст. 4 цього Закону.

Продовжуючи загальну характеристику правового режиму ФБУ як інституційних інвесторів, доречно підкреслити, що зазначені фонди створюються уповноваженими банками відповідно до економічного експерименту, який проводився до 1 січня 2012 року на базі холдингової компанії „Київміськбуд” (далі – Київміськбуд). Метою даного експерименту є посилення соціального захисту неповнолітніх, забезпечення їм більш сприятливих стартових умов самостійного життя у суспільстві, створення

додаткових можливостей пенсійного забезпечення громадян, стимулювання розвитку житлового будівництва та розширення можливостей запровадження інших програм соціального забезпечення населення України із залученням коштів фізичних і юридичних осіб у довірче управління уповноважених банків з наступним їх спрямуванням на придбання іпотечних цінних паперів. Відповідно ФБУ можуть бути пенсійні або дитячі, при чому пенсійні ФБУ можуть бути з фіксованою винагородою або пайового типу. Крім того, уповноважені банки можуть залучати кошти у довірче управління і за іншими програмами соціального забезпечення, започаткованими за погодженням з Київміськбудом.

Уповноваженим банком визнається комерційний банк, з яким Київміськбуд уклав угоду про надання повноважень відповідно до Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд”. Уповноважений банк може одночасно здійснювати довірче управління кількома ФБУ. Учасником ФБУ може бути фізична особа, з якою уповноважений банк уклав договір про довірче управління коштами.

Уповноважений банк здійснює управління ФБУ відповідно до Правил ФБУ та договору довірчого управління. Правила ФБУ являють собою локальний нормативно-правовий акт уповноваженого банку, систему норм, затверджених цим банком, яких необхідно дотримуватись і банку, і учасникам ФБУ для досягнення цілей, передбачених вказаним Законом.

Управління коштами учасника ФБУ включає такі дії: формування інвестиційного портфеля ФБУ, тобто сукупності інвестиційних цінних паперів, які придбаваються уповноваженим банком за рахунок активів ФБУ; оцінка активів ФБУ, визначення вартості чистих активів, забезпечення збереження активів; формування оперативного резерву та додаткового спеціального резерву страхування коштів ФБУ; розподілення доходу ФБУ між його учасниками пропорційно належної їм кількості паїв; утримання винагороди за управління активами ФБУ; виплата додаткових пенсійних та цільових виплат; переведення коштів учасника ФБУ до іншого ФБУ у

випадках, визначених вказаним Законом; виплата коштів учаснику ФБУ при їх вилученні з ФБУ у зв'язку з достроковим розірванням договору довірчого управління; передача сукупності активів та зобов'язань, що становлять ФБУ, до іншого уповноваженого банку в разі заміни останнього.

Протягом усього терміну управління залученими коштами ФБУ уповноважений банк повинен здійснювати систему заходів щодо захисту цих коштів від знецінення, втрат та інших ризиків. Так, кошти ФБУ, отримані уповноваженим банком, відокремлюються від інших коштів цього банку та від коштів інших ФБУ. Кошти ФБУ обліковуються уповноваженим банком окремо від результатів його господарської діяльності. Уповноважений банк відкриває для кожного ФБУ окремий рахунок довірчого управління.

Уповноважений банк зобов'язаний застосовувати заходи щодо забезпечення мінімального росту вартості чистих активів. Мінімальне значення такого росту встановлюється Правилами ФБУ.

Кошти ФБУ спрямовуються уповноваженими банками на придбання іпотечних цінних паперів а також на формування оперативного резерву. Оперативний резерв – це кошти ФБУ в уповноваженому банку, які останній використовує на поточні виплати учасникам ФБУ. Учасникам пенсійного ФБУ такі виплати здійснюються щомісяця при досягненні ними пенсійного віку або при встановленні першої групи інвалідності згідно з умовами договору про додаткові пенсійні виплати. Учасникам дитячого ФБУ згідно з договором про цільові виплати з такого фонду при досягненні 14 років здійснюються цільові виплати, які уповноважений банк спрямовує на оплату навчання, а при досягненні повноліття (18 років) – також на придбання, інвестування будівництва та оренду житла. Порядок формування та використання оперативного резерву вказаний банк визначає самостійно.

Для гарантування зобов'язань уповноваженого банку перед учасниками ФБУ в таких банках в обов'язковому порядку створюються додаткові спеціальні резерви страхування коштів ФБУ. Такі резерви страхування

формується за рахунок валових витрат уповноваженого банку в порядку і розмірах, визначених внутрішнім положенням цього банку.

Уповноважений банк не менш ніж один раз на рік надає учасникам ФБУ інформацію про фінансовий стан ФБУ, інвестиції, здійснені за рахунок коштів ФБУ, загальну кількість паїв та вартість паю.

Цінні папери, придбані за кошти учасників ФБУ, мають зберігатися та обліковуватися у зберігача цінних паперів на рахунку в цінних паперах, відкритому на ім'я уповноваженого банку з відповідною відміткою. Зберігачем цих цінних паперів може бути банк, який провадить депозитарну діяльність зберігача цінних паперів і має відповідну ліцензію, видану в порядку, встановленому рішенням ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 349 „Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності” [151]. У разі, якщо зберігачем є сам уповноважений банк, надання послуг щодо зберігання цінних паперів, придбаних за кошти учасників ФБУ, та обліку прав власності на них, а також обслуговування операцій за такими цінними паперами може здійснюватися ним у межах власного рахунку. Права власності на цінні папери, придбані за кошти учасників кожного ФБУ та на цінні папери самого зберігача, повинні обліковуватися зберігачем на окремих рахунках у цінних паперах в системі обліку прав власності на цінні папери.

Доход ФБУ складають доходи за іпотечними цінними паперами, придбаними за рахунок коштів учасників ФБУ, за винятком витрат згідно Закону (винагороди уповноваженого банку, накопиченого проценту тощо). Доход учасника ФБУ – це доход ФБУ, розподілений між його учасниками.

При зміні уповноваженого банку сукупність активів та зобов'язань, що становлять ФБУ, передається до іншого уповноваженого банку. У разі визнання уповноваженого банку банкрутом, активи ФБУ не включаються до ліквідаційної маси цього банку. Припинення діяльності ФБУ можливе лише після виконання уповноваженим банком усіх зобов'язань за договорами довірчого управління.

Аналіз викладених нормативних положень щодо правового режиму ФБУ дає підстави для висновку про надмірно вирішальну роль уповноважених банків у здійсненні цими фондами інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів. При чому, за рядом напрямків цієї діяльності, як уявляється, вказані банки уповноважені діяти без адекватного контролю, у тому числі з боку відповідних державних органів, що потенційно може скласти основу для зловживань з їхнього боку із залученими коштами ФБУ. Висловлене зауваження актуалізується зважаючи на те, що у Верховній Раді України зареєстровано законопроект „Про фонди банківського управління” № 9093/П від 2 вересня 2011 р. [55], який передбачає значне розширення діяльності ФБУ, а вітчизняна практика вже має сумний досвід подібних зловживань з боку інших „довірчих” структур [192]. Найбільшу занепокоєність у відзначеному аспекті викликає, зокрема, те, що уповноважені банки самі затверджують правила ФБУ, самостійно визначають зміст цих правил, у тому числі самі встановлюють правила формування оперативного резерву та додаткового спеціального резерву страхування коштів ФБУ, правила розподілу доходу ФБУ, визначають мінімальне значення росту вартості чистих активів ФБУ тощо, а також особливо право цих банків виконувати функції зберігача активів ФБУ.

З метою підвищення рівня захисту інтересів учасників ФБУ до рівня, який мають користувачі послугами інших подібних фінансових установ, запобігання можливим зловживанням в управлінні коштами ФБУ вважається необхідним ввести обов'язкову реєстрацію правил ФБУ в Нацкомфінпослуг та ведення нею державного реєстру ФБУ, встановивши на законодавчому рівні вимоги до названих правил і до правил формування оперативного резерву та додаткового спеціального резерву страхування коштів ФБУ. При цьому могли б бути реалізовані висловлювані у спеціальній літературі пропозиції щодо вдосконалення визначення порядку підрахунку кількості паїв учасників ФБУ, умов відповідальності банків перед установниками управління, підстав та порядку заміни уповноваженого банку, механізму

призначення нового банку-управителя у разі визнання уповноваженого банку банкрутом, встановлення обмежень на вчинення певних правочинів стосовно активів ФБУ, що можуть спричинити порушення інтересів учасників фонду [88, с. 5 – 6]. В якості складової частини правил ФБУ доцільно визначити положення про інвестиційну діяльність ФБУ. Вкрай необхідним вважається також запровадити розмежування функцій управління активами ФБУ та їх зберігання, як це здійснюється практично в усіх цивілізованих країнах [79, с. 84 – 85], зокрема шляхом залучення КУА на засадах, аналогічних щодо інших подібних фінансових установ (ІСІ, НПФ). Доречно відзначити, що названий вище законопроект „Про фонди банківського управління” у питаннях захисту інтересів учасників ФБУ та запобігання зловживанням в управлінні коштами ФБУ перелічених проблем не вирішує або регулює ці питання на користь банків.

Стосовно кредитних спілок як інституційних інвесторів на ринку цінних паперів слід відзначити, що організаційні, правові та економічні засади створення та діяльності таких спілок визначені Законом України „Про кредитні спілки” від 20 грудня 2001 р. [205]. Кредитна спілка – це неприбуткова організація, заснована фізичними особами, професійними спілками, їх об’єднаннями на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об’єднаних грошових внесків членів кредитної спілки. Кредитна спілка є фінансовою установою і підлягає реєстрації у Нацкомфінпослуг у порядку, встановленому для фінансових установ. Надання вказаних фінансових послуг є виключним видом діяльності кредитної спілки.

Одним з джерел формування майна кредитної спілки є доходи від придбаних нею державних цінних паперів. Кредитна спілка згідно з абз. 6 ч. 1 ст. 21 Закону „Про кредитні спілки” розміщує тимчасово вільні кошти, зокрема, у державні цінні папери, перелік яких встановлюється Нацкомфінпослуг. Згідно ст. 23 цього Закону кредитна спілка як інституційний інвестор розміщує у державні цінні папери також тимчасово

вільні кошти, що належать її членам. Це стосується внесків (вкладів) членів кредитної спілки на депозитні рахунки, а також нарахованої на такі кошти та пайові внески плати (процентів), які належать членам кредитної спілки на праві приватної власності та обліковуються окремо.

Нині чинним розпорядженням Держфінпослуг від 4 листопада 2004 р. № 2739 „Про встановлення виду державних цінних паперів, які можуть придбавати кредитні спілки” [141] встановлено, що кредитні спілки можуть придбавати облігації внутрішньої державної позики з терміном обігу до одного року, умови випуску яких передбачають обов’язкове погашення у грошовій формі. При чому загальна сума грошових коштів, розміщених у державних цінних паперах, разом з внесками кредитної спілки до капіталу об’єднаної кредитної спілки, кооперативного банку, бюро кредитних історій, не може перевищувати 60 відсотків від капіталу кредитної спілки (п. 3.2.6 Положення про фінансові нормативи діяльності та критерії якості системи управління кредитних спілок та об’єднаних кредитних спілок, затвердженого розпорядженням Держфінпослуг від 16 січня 2004 р. № 7 [180]). Таке обмеження інвестиційних можливостей кредитних спілок вважається виправданим зважаючи на призначення цих спілок та обумовлені ним особливості правового режиму їхнього майна.

Висновки до розділу 3

Належність НПФ до будь якого з видів, визначених Законом про НПЗ обумовлює певні особливості в його організації та діяльності, але не впливає на правовий статус НПФ як інвестора на ринку цінних паперів.

Господарські зобов’язання за участю НПФ як інституційних інвесторів залежно від їхнього змісту і ролі в інвестиційній діяльності поділяються на такі групи:

1) зобов'язання, спрямовані на забезпечення діяльності НПФ, у тому числі на здійснення ним інвестиційної діяльності (крім зобов'язань загального характеру з господарчого забезпечення діяльності НПФ):

- складне організаційно-господарське зобов'язання між НПФ (суб'єктом господарювання) та Нацкомфінпослуг (суб'єктом організаційно-господарських повноважень) з державної реєстрації НПФ та видачі йому відповідного свідоцтва, елементарними складовими якого є прості зобов'язання з подачі заяви і документів про реєстрацію НПФ, з відмови в реєстрації та усунення недоліків, з відшкодування збитків, завданих неправомірною відмовою або не реєстрацією, а також зобов'язання з реєстрації змін до статуту НПФ, зобов'язання з повідомлення Нацкомфінпослуг про участь роботодавця у вже створеному корпоративному НПФ (згідно ч. 2 ст. 8 Закону про НПЗ), зобов'язання з попередження роботодавцем Нацкомфінпослуг про припинення участі у названому НПФ (ч. 8 ст. 8 Закону про НПЗ) та деякі інші;

- складне організаційно-господарське зобов'язання між вказаними суб'єктами з припинення діяльності НПФ, у тому числі з погодження з Нацкомфінпослуг рішення про ліквідацію фонду, з визначення Нацкомфінпослуг процедури проведення ліквідації (щодо кожного окремого НПФ), порядку утворення, складу, повноважень та порядку функціонування ліквідаційної комісії, порядку задоволення вимог (претензій) вкладників і учасників та кредиторів НПФ, зі скасування реєстрації НПФ та анулювання свідоцтва про його реєстрацію.

- майново-господарські зобов'язання з прийняття засновниками рішення про створення НПФ, про ліквідацію НПФ, з виконання обов'язку НПФ повідомити про ліквідацію адміністратора, зберігача фонду, КУА чи іншого управління активами НПФ та інші подібні;

- майново-господарські договірні зобов'язання з адміністрування НПФ, з управління активами НПФ, з обслуговування НПФ зберігачем. Обов'язковість вступу НПФ до цих зобов'язань до початку його діяльності

забезпечується організаційно-господарським зобов'язанням із скасування Нацкомфінпослуг реєстрації НПФ.

2) безпосередньо інвестиційні господарські зобов'язання, у тому числі:

- майново-господарські договірні зобов'язання з розміщення пенсійних активів НПФ у цінні папери, із здійснення інших дозволених законом операцій з такими паперами;

- організаційно-господарське зобов'язання між НПФ та Нацкомфінпослуг з реєстрації інвестиційної декларації НПФ.

З метою адекватної регламентації порядку державної реєстрації НПФ на законодавчому рівні необхідно у ст. 11 Закону про НПФ відобразити етапи процедури державної реєстрації НПФ як вони мають місце у практиці та впливають з нормативно-правових актів Нацкомфінпослуг.

З метою встановлення більш чіткого і недвозначного порядку припинення діяльності НПФ, здійснення такого припинення за участі й під контролем Нацкомфінпослуг, більш повного захисту прав учасників фондів та усунення неузгодженості між положеннями ч. 1 і ч. 3 ст. 17 Закону про НПЗ необхідно у ч. 1 ст. 17 вказаного Закону встановити, що з Нацкомфінпослуг погоджується не рішення про ліквідацію НПФ, а проект такого рішення.

У ст. 41 Закону про НПЗ доцільно передбачити адміністративно-господарську санкцію – зупинення дії ліцензії на провадження діяльності з управління активами НПФ, що сприятиме запобіганню незначним порушенням Ліцензійних умов і законодавства у діяльності КУА чи іншого управителя активами НПФ, своєчасному усуненню допущених ним порушень та їх наслідків.

При ліцензуванні діяльності з управління активами НПФ виникає складне організаційно-господарське зобов'язання з ліцензування вказаної діяльності, учасниками якого є КУА чи інший управитель активами НПФ (суб'єкт господарювання) та НКЦПФР (суб'єкт організаційно-господарських повноважень). Елементарними складовими цього зобов'язання є прості

зобов'язання: з видачі ліцензії управителю активами НПФ, із здійснення контролю за додержанням ліцензійних умов, з анулювання ліцензії, з видачі копії або дубліката ліцензії, з переоформлення ліцензії та інші. Аналогічне організаційно-господарське зобов'язання виникає й у зв'язку з виконанням управителем активами НПФ обов'язку повідомити НКЦПФР про зменшення розміру власного капіталу нижче рівня, встановленого Законом про НПЗ, та приведення цього розміру у відповідність з обов'язковим.

Потребують зміни формулювання ч. 2 ст. 12, ч. 2 ст. 44 та інших статей Закону про НПЗ, де закріплено, що договір про обслуговування НПФ зберігачем укладається з радою фонду, оскільки рада НПФ є не самостійним суб'єктом договірних відносин, а органом НПФ, який згідно ст. 14 вказаного Закону укладає від імені НПФ договори з адміністратором, управителем активами, зберігачем, аудитором НПФ.

Враховуючи особливості організації та діяльності Накопичувального пенсійного фонду та його значення як центральної ланки 2-го рівня системи пенсійного забезпечення, доцільним у ст. 2 Закону про ЦПФР у числі інституційних інвесторів на ринку цінних паперів безпосередньо вказати Накопичувальний пенсійний фонд.

З метою упорядкування напрямів розміщення коштів страхових резервів з урахуванням вимог безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості необхідно безпосередньо у Законі „Про страхування” встановити: правила розміщення страхових резервів із страхування життя; правила формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя; обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені вказані резерви; порядок придбання страховими компаніями цінних паперів інших емітентів та правові засади управління інвестиційною діяльністю вказаних компаній.

Заставна як цінний папір характеризується поєднанням у собі одночасно ознак іпотечного та боргового цінного паперу.

Необхідно привести у відповідність до ч. 6 ст. 4 Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд””, яка встановлює спрямування коштів ФБУ виключно на придбання іпотечних сертифікатів та/або інших іпотечних цінних паперів, положення абзаців 9 – 11 та 29 ст. 1, ч. 1 та 2 ст. 2, ч. 3,4 та 6 ст. 3, ч. 9 – 11 ст. 4 цього ж закону, що відображають операції ФБУ тільки з іпотечними сертифікатами.

За рядом напрямків інвестиційної діяльності ФБУ на ринку цінних паперів уповноважені банки діють без адекватного контролю з боку відповідних державних органів, що потенційно може скласти основу для зловживань з їхнього боку із залученими коштами ФБУ. З метою підвищення рівня захисту інтересів учасників ФБУ до рівня, який мають користувачі послугами інших подібних фінансових установ, запобігання можливим зловживанням в управлінні коштами ФБУ необхідно запровадити: обов’язкову реєстрацію правил ФБУ в Нацкомфінпослуг та ведення нею дежавного реєстру ФБУ; встановити на законодавчому рівні вимоги до названих правил, до правил формування оперативного резерву та додаткового спеціального резерву страхування коштів ФБУ; визначити положення про інвестиційну діяльність ФБУ в якості складової частини правил ФБУ; запровадити розмежування функцій управління активами ФБУ та їх зберігання шляхом залучення КУА на засадах, аналогічних щодо інших подібних фінансових установ (ІСІ, НПФ).

Встановлене законом обмеження інвестиційних можливостей кредитних спілок вважається виправданим зважаючи на призначення цих спілок та обумовлені ним особливості правового режиму їхнього майна.

Висновки до розділу 3 опубліковані в наукових статтях у фахових виданнях, включених до переліків, затверджених ВАК України [30; 38], у матеріалах науково-практичних конференцій [31; 33].

ВИСНОВКИ

У сучасних умовах становлення і розвитку ринкових відносин провідну роль у залученні інвестицій в економіку відіграє інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів, що зумовлює виключне значення інвестора як суб'єкта, котрий забезпечує інвестиційний процес необхідними джерелами фінансування. Центральне місце серед інвесторів на ринку цінних паперів займають інституційні інвестори – ІСІ, НПФ, ФБУ, страхові компанії, інші фінансові установи, які залучають грошові кошти інвесторів індивідуальних, безпосередніх та інвестують їх у цінні папери та інші фондові цінності. Дані статистики свідчать, що інституційні інвестори набувають активного розвитку в Україні. Це обумовлює актуальність дослідження правових проблем організації та діяльності вказаних інвесторів, їх глибоке і системне теоретичне опрацювання, розробку і впровадження практичних рекомендацій з метою вдосконалення правового регулювання. Окремі питання правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів розглядаються юридичною наукою. Проте комплексне дослідження цих питань у сучасний період розвитку ринкової економіки не проводилося.

Дисертаційна робота містить нові науково обґрунтовані положення і результати проведених автором досліджень правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, які розв'язують конкретне наукове завдання підготовки пропозицій з удосконалення правового статусу вказаних інвесторів, що має істотне значення для науки господарського права.

В основу методів вирішення зазначеної проблеми покладено загально-філософський метод матеріалістичної діалектики, використані загальнонаукові, спеціальні міждисциплінарні та спеціальні юридичні методи наукового пізнання. Застосування системно-структурного, аналітико-синтетичного та формально-логічного методів дало можливість виявити місце і роль інституційних інвесторів на ринку цінних паперів, їх основні характерні ознаки, сформулювати поняття таких інвесторів, проаналізувати

їх правовий статус. Методи моделювання та порівняльно-правовий використано при аналізі правового статусу інституційних інвесторів за зарубіжним законодавством. Синергетичний підхід відображений в економіко-правовій характеристиці основних понять і категорій роботи. Застосування методів праксеології та тлумачення норм права дозволило виявити динаміку правового статусу інституційних інвесторів, обґрунтувати висновки та практичні рекомендації.

Дослідження правового статусу інституційних інвесторів на ринку цінних паперів обумовило увагу до виявлення правових особливостей функціонування самого цього ринку. Ринок цінних паперів як явище суспільного буття за своєю сутністю і змістом є економічним, господарським явищем, спрямованим на підвищення ефективності суспільного виробництва. Наукова категорія „ринок цінних паперів” за змістом економічна, за правовою формою господарсько-правова. Господарсько-правову природу вказаного ринку визначають господарські відносини між його учасниками (господарсько-виробничі та організаційно-господарські), що переважають на цьому ринку. Це зумовлює використання господарсько-правового підходу до правового регулювання вказаних відносин та до їх дослідження.

Інституційних інвестори на ринку цінних паперів за критерієм місця, яке займає їхня інвестиційна діяльність відносно основної статутної діяльності поділяються на дві групи: ІСІ (ПФ та КІФ), які спеціально створюються для провадження інвестиційної діяльності на вказаному ринку, і ця діяльність є для них основною та виключною; НПФ, ФБУ, страхові компанії, інші фінансові установи, для яких інвестиційна діяльність служить легальним додатковим джерелом фінансування основної діяльності.

Виявлення та узагальнення основних ознак інституційних інвесторів дозволило сформулювати визначення цих інвесторів, яке доцільно закріпити у законодавстві, зокрема у ст. 2 Закону про ЦПФР: „Інституційні інвестори на ринку цінних паперів – це господарські організації зі статусом фінансової установи, які на професійних засадах здійснюють на вказаному ринку господарську діяльність з фінансового інвестиційного посередництва, що

полягає у залученні фінансових активів індивідуальних інвесторів та їх подальшому розміщенні у цінні папери та інші фінансові активи з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів”.

Розробка та вдосконалення законодавства України у сфері регулювання інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів повинні здійснюватися з урахуванням позитивного міжнародного досвіду. Особливо слід підкреслити важливість врахування у вітчизняному законодавстві тенденцій та наслідків, що обумовлені адаптацією законодавства України до законодавства ЄС, входженням нашої держави у світове співтовариство, необхідність проведення збалансованої політики, яка дала б змогу залучити іноземний капітал і в той же час уникнути його експансії, гарантувати захист національних інтересів та цілісність вітчизняного ринку.

Запропоновано закріпити у п. 10 ч. 1 ст. 1 Закону про ІСІ наступне визначення поняття ІСІ: „Інститут спільного інвестування (ІСІ) – це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який на професійних засадах провадить діяльність, пов’язану з об’єднанням (залученням) грошових коштів та інших фінансових активів інвесторів і вкладенням їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші дозволені активи в інтересах вказаних інвесторів за власний рахунок чи за рахунок цих інвесторів, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.”

З метою посилення ролі венчурних фондів у забезпеченні розвитку економіки України інноваційним шляхом запропоновано офіційно визнати венчурного інвестора суб’єктом інноваційної діяльності шляхом відповідного доповнення ч. 10 ст. 7 Закону про ІСІ.

При реєстрації ІСІ виникає організаційно-господарське зобов’язання між КІФ або КУА ПФ, з одного боку, та НКЦПФР, з другого. Подібне зобов’язання виникає і при реєстрації змін до регламенту ІСІ. При

припиненні діяльності ІСІ виникає організаційно-господарське зобов'язання між КІФ (КУА ПФ) та НКЦПФР з вилучення КІФ або ПФ з Реєстру ІСІ.

З метою захисту майнових прав та інтересів учасників ПФ запропоновано у Законі про ІСІ відновити норми про утворення наглядової ради ПФ та заміну КУА ПФ.

При здійсненні КУА діяльності з управління активами між нею та ІСІ складаються господарські правовідносини з управління активами ІСІ. Правовідносини КУА з КІФ набувають форми майново-господарського договірною зобов'язання з управління активами. Стосовно ПФ такі правовідносини мають абсолютний характер, опосередковують реалізацію абсолютних прав та обов'язків КУА щодо утворення нею ПФ, і належать до категорії господарських правовідносин з ведення власної господарської діяльності, зміст яких обумовлений правами та обов'язками абсолютного характеру КУА.

Крім правовідносин з управління активами ІСІ до групи господарських правовідносин, спрямованих на обслуговування ІСІ та забезпечення їхньої діяльності, входять також наступні майново-господарські договірні зобов'язання: між КІФ (КУА ПФ) та зберігачем – з надання послуг щодо зберігання цінних паперів ІСІ та обліку прав власності на них, з обслуговування операцій ІСІ; між КІФ (КУА ПФ) та суб'єктом оціночної діяльності – з проведення незалежної оцінки нерухомого майна ІСІ під час його придбання або відчуження; між КІФ (КУА ПФ) та аудитором (аудиторською фірмою) – з проведення аудиторської перевірки ІСІ.

При безпосередньому розміщенні та викупі КУА цінних паперів ІСІ виникають майново-господарські договірні зобов'язання (у формі договору купівлі-продажу акцій КІФ або інвестиційних сертифікатів ПФ) між КУА та індивідуальним інвестором, якщо такий є суб'єктом господарювання. При розміщенні та викупі цінних паперів ІСІ із залученням професійного торговця цінними паперами майново-господарські договірні зобов'язання виникають між КУА та цим торговцем. Основними видами договорів при

цьому є договори купівлі-продажу та міни цінних паперів, договори доручення та комісії, договір про андеррайтинг.

При розміщенні, обігу та викупі цінних паперів ІСІ між КІФ, КУА КІФ, КУА ПФ, з одного боку, та НКЦПФР, з другого, складаються такі організаційно-господарські зобов'язання:

- з реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ; з реєстрації змін до проспекту емісії цінних паперів ІСІ;

- з реєстрацією випуску акцій КІФ, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії;

- з подання звіту про досягнення мінімального обсягу активів ПФ, яке у випадку визнання невідповідності ПФ встановленим вимогам щодо мінімального обсягу активів переростає в організаційно-господарське зобов'язання із скасування реєстрації проспекту емісії та випуску цінних паперів ПФ;

- із зупинення розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ, яке може бути двох видів: із зупинення розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ за розпорядженням НКЦПФР; із зупинення розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ за рішенням КУА з повідомленням про таке зупинення НКЦПФР, а при визнанні останньою необґрунтованості цього зупинення – поновленням розміщення (викупу) цінних паперів ІСІ.

Зважаючи на важливість для потенційного інвестора й інвестиційного процесу в цілому інформації, що надається у проспекті емісії цінних паперів ІСІ, та враховуючи досвід ряду зарубіжних країн, необхідно основні вимоги до проспекту емісії цінних паперів ІСІ більш докладно визначити безпосередньо у ст. 52 Закону про ІСІ з деталізацією цих вимог у відповідних нормативно-правових актах НКЦПФР.

Господарські зобов'язання за участю НПФ як інституційних інвесторів залежно від змісту і ролі в інвестиційній діяльності поділяються на такі групи:

1) зобов'язання, спрямовані на забезпечення діяльності НПФ, у тому числі здійснення ним інвестиційної діяльності:

- складне організаційно-господарське зобов'язання між НПФ та Нацкомфінпослуг з державної реєстрації НПФ та видачі йому відповідного свідоцтва, елементарними складовими якого є прості зобов'язання: з подачі заяви і документів про реєстрацію НПФ; з відмови в реєстрації та усунення недоліків; з відшкодування збитків, завданих неправомірною відмовою або nereєстрацією; а також зобов'язання: з реєстрації змін до статуту НПФ; з повідомлення Нацкомфінпослуг про участь роботодавця у вже створеному корпоративному НПФ; з попередження роботодавцем Нацкомфінпослуг про припинення участі у названому НПФ та деякі інші;

- складне організаційно-господарське зобов'язання між вказаними суб'єктами з припинення діяльності НПФ, у тому числі: з погодження з Нацкомфінпослуг рішення про ліквідацію НПФ; з визначення Нацкомфінпослуг процедури проведення ліквідації, порядку утворення, складу, повноважень та порядку функціонування ліквідаційної комісії, порядку задоволення вимог (претензій) вкладників і учасників та кредиторів НПФ; зі скасування реєстрації НПФ та анулювання свідоцтва про його реєстрацію.

- майново-господарські зобов'язання: з прийняття засновниками рішення про створення НПФ (про ліквідацію НПФ); з виконання обов'язку НПФ повідомити про ліквідацію адміністратора, зберігача фонду, КУА чи іншого управління активами НПФ та інші подібні;

- майново-господарські договірні зобов'язання: з адміністрування НПФ; з управління активами НПФ; з обслуговування НПФ зберігачем.

2) безпосередньо інвестиційні господарські зобов'язання, у тому числі:

- майново-господарські договірні зобов'язання: з розміщення пенсійних активів НПФ у цінні папери; із здійснення інших дозволених законом операцій з такими паперами;

- організаційно-господарське зобов'язанням між НПФ та Нацкомфінпослуг з реєстрації інвестиційної декларації НПФ.

Зважаючи, що порядок державної реєстрації НПФ не закріплений в законі, а впливає з нормативних актів Нацкомфінпослуг, необхідно в Законі про НПЗ безпосередньо передбачити фактичні етапи процедури такої реєстрації: реєстрацію статуту НПФ у Нацкомфінпослуг; реєстрацію НПФ як юридичної особи; реєстрацію НПФ у Нацкомфінпослуг (внесення інформації про нього до Державного реєстру фінансових установ).

При ліцензуванні діяльності з управління активами НПФ виникає складне організаційно-господарське зобов'язання з ліцензування вказаної діяльності, учасниками якого є КУА чи інший управитель активами НПФ та НКЦПФР. Елементарними складовими цього зобов'язання є прості зобов'язання: з видачі ліцензії управителю активами НПФ, із здійснення контролю за додержанням ліцензійних умов, з анулювання ліцензії, з видачі копії або дублікату ліцензії, з переоформлення ліцензії та інші. Аналогічне організаційно-господарське зобов'язання виникає й у зв'язку з виконанням управителем активами НПФ обов'язку повідомити НКЦПФР про зменшення розміру власного капіталу нижче рівня, встановленого Законом про НПЗ, та приведення цього розміру у відповідність з обов'язковим.

З метою упорядкування напрямів розміщення коштів страхових резервів з урахуванням вимог безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості необхідно безпосередньо у Законі „Про страхування” встановити: правила розміщення страхових резервів із страхування життя; правила формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя; обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені вказані резерви; порядок придбання страховими компаніями цінних паперів інших емітентів та правові засади управління інвестиційною діяльністю вказаних компаній.

З метою підвищення рівня захисту інтересів учасників ФБУ до рівня, який мають користувачі послугами інших подібних фінансових установ, запобігання можливим зловживанням в управлінні коштами ФБУ необхідно запровадити: обов'язкову реєстрацію правил ФБУ в Нацкомфінпослуг та ведення нею дежавного реєстру ФБУ; встановити на законодавчому рівні вимоги до названих правил, до правил формування оперативного резерву та додаткового спеціального резерву страхування коштів ФБУ; визначити положення про інвестиційну діяльність ФБУ в якості складової частини правил ФБУ; запровадити розмежування функцій управління активами ФБУ та їх зберігання шляхом залучення КУА.

З метою вдосконалення правового статусу інституційних інвесторів, єдиного розуміння і застосування Закону про ІСІ та іншого законодавства, запобігання подвійному тлумаченню окремих правових норм обґрунтовано необхідність і запропоновано внесення змін до актів законодавства (крім зазначених вище):

до ГК України – ч. 3 ст. 356 стосовно уточнення видів посередницької діяльності з цінними паперами;

до Закону про ІСІ – ст. 8 стосовно професійного характеру інвестиційної діяльності ІСІ; ст. 44 стосовно формулювання переліку вимог до змісту регламенту ПФФ; ч. 4 ст. 48 стосовно заміни слова „коштів” на слово „активів”; ст. 64 стосовно обмежень діяльності КУА; ст. 66 стосовно встановлення адміністративно-господарської санкції зупинення дії ліцензії на здійснення діяльності з управління активами;

до Закону про НПЗ – ст. 11 стосовно впорядкування процедури державної реєстрації НПФ; ст. 17 стосовно вдосконалення порядку припинення діяльності НПФ; ст. 12, 44 та інших стосовно укладення договорів НПФ; ст. 41 стосовно встановлення адміністративно-господарської санкції зупинення дії ліцензії на провадження діяльності з управління активами;

до Закону „Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” – ст. 1, 2, 3, 4 стосовно впорядкування напрямів використання коштів ФБУ;

до Закону про ЦПФР – ст. 2 стосовно включення Накопичувального пенсійного фонду до числа інституційних інвесторів на ринку цінних паперів; ч. 5 ст. 3 стосовно віднесення інвестиційних сертифікатів ПФ до окремої групи цінних паперів і позначення її як цінні папери участі; ст. 12 стосовно приведення у відповідність із сучасним законодавством визначення інвестиційних сертифікатів; ст. 16, 18 стосовно професійного характеру інвестиційної діяльності ІСІ.

Достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій підтверджується їх апробацією у вигляді публікації наукових статей у спеціалізованих фахових виданнях, обговоренням на науково-практичних конференціях, обґрунтуванням конкретних пропозицій щодо внесення змін і доповнень до чинного законодавства.

Обґрунтовані наукові висновки та практичні рекомендації можуть бути використані у процесі подальшого вдосконалення господарського законодавства та практики його реалізації, у науковій та викладацькій діяльності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аванесян К. А. Депозитарная деятельность коммерческих банков на российском рынке ценных бумаг : автореф. дис. на соискание ученой степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 „Финансы, денежное обращение и кредит” / К. А. Аванесян. – М., 2000. – 18 с.
2. Агарков М. М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. 2-ое изд. / М. М. Агарков. – М.: БЕК, 1994. – 305с.
3. Адаптація законодавства України до законодавства ЄС у сфері фінансових послуг: запровадження схеми компенсації інвесторам [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ueplac.kiev.ua/downloads/outputs/output_989015.pdf.
4. Александров Д. Историчні аспекти правового регулювання управління активами / Д. Александров // Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 4. – С. 86 – 90.
5. Алексеев С. С. Общая теория права : т. 2 / С. С. Алексеев. – М. : Юрид. лит., 1982. – 360 с.
6. Алексеев С. С. Право: Азбука. Теория. Философия. Опыт комплексного исследования / С. С. Алексеев. – М.: Статут, 1999. – 711 с.
7. Андреев Д. О. Адміністративно-правові засоби захисту прав власників цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.07 “Теорія управління; адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право” / Д. О. Андреев. – К., 2008. – 20 с.
8. Андрущенко І. Г. Державний контроль діяльності учасників фондового ринку України (організаційно-правовий аспект) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.07 “Теорія управління; адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право” / І. Г. Андрущенко. – К., 2004. – 18 с.
9. Афера «Еліта-Центр» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uk.wikipedia.org/wiki/>.

10. Баланюк Л. Л. Недержавне пенсійне забезпечення як інструмент утворення тіньових активів / Л. Л. Баланюк // Науковий вісник НАДПСУ. – 2005. – № 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.asta.edu.ua/vidan/nau_visn/4\(31\)/Pravo/balanyuk.php](http://www.asta.edu.ua/vidan/nau_visn/4(31)/Pravo/balanyuk.php).
11. Бекірова Е. Е. Правове регулювання ліцензування певних видів господарської діяльності : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 “Господарське право, господарсько-процесуальне право” / Е. Е. Бекірова. – Донецьк, 2006. – 18 с.
12. Беяневич О. А. Господарський договір та способи його укладення : навч. посіб. / О. А. Беяневич – К.: Наук. думка, 2002. – 280 с.
13. Бірюк С. Державне регулювання ринку цінних паперів України в посткризовий період / С. Бірюк // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 10 (72). – С. 14.
14. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк. – К.: Эльга – Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.
15. Бобкова А. Г. Правовое обеспечение рекреационной деятельности: моногр. / А. Г. Бобкова. – Донецк: Юго-Восток, 2000. – 308 с.
16. Боди З. Принципы инвестиций : изд. 4-е., пер. с англ. / З. Боди, А. Кейн, А. Дж. Маркус. – М.: Вильямс, 2002. – 984 с.
17. Большой юридический словарь ; под ред. А. Я. Сухарева, В. Д. Зорькина, В. Е. Крутских. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 790 с.
18. Брагін С. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України / С. Брагін, О. Макаренко // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 1. – С. 18 – 24.
19. Бутузов В. М. Правові та організаційні засади функціонування інститутів спільного інвестування в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.07 “Теорія управління; адміністративне право і процес; фінансове право” / В. М. Бутузов. – К., 2000. – 22 с.
20. Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 р. № 2456-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 50 – 51. – Ст. 572. – (Зі змін.).

21. Виговський О. Цінні папери в зарубіжних правових системах: досвід правового регулювання / О. Виговський // Підприємництво, господарство і право. – 2011. – № 2. – С. 27 – 29.
22. Вінник О. М. Господарське право : курс лекцій / О. М. Вінник. – К. : Атіка, 2004. – 624 с.
23. Вінник О. М. Господарське право : навч. посіб. / О. М. Вінник – К.: Правова єдність, 2009. – 766 с.
24. Вінник О. М. Інвестиційне право : навч. посіб. 2-ге вид., перероб. та доп. / О. М. Вінник. – К.: Правова єдність, 2009. – 616 с.
25. Вітка Ю. В. Недержавні пенсійні фонди: особливості цивільно-правового статусу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 “Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / Ю. В. Вітка. – Л., 2008. – 19 с.
26. Вітка Ю. Недержавні пенсійні фонди: українська модель / Ю. Вітка // Юридичний журнал. – 2005. – № 6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://justinian.com.ua/article.php?id=1771>.
27. Віхров О. П. Організаційно-господарські правовідносини : моногр. / О. П. Віхров. – К. : Видавничий дім ”Слово”, 2008. – 512 с.
28. Віхров С. Види господарських зобов’язань у сфері розміщення й обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування / С. Віхров // Підприємництво, господарство і право. – 2012. – № 6. – С. 80 – 83.
29. Віхров С. О. Види і правовий статус інвесторів на фондовому ринку / С. О. Віхров // Город, регион, государство: экономика-правовые проблемы хозяйствования: в 2-х т. Т. 1: сб. науч. тр. / НАН Украины. Институт экономика-правовых исследований. – Донецк: Ноулидж, 2009. – С. 112 – 116.
30. Віхров С. О. Види інституційних інвесторів на ринку цінних паперів / С. О. Віхров // Економіка та право. – 2010. – № 3 (28). – С. 116 – 121.
31. Віхров С. О. Види інституційних інвесторів на ринку цінних паперів в аспекті національної безпеки України / С. О. Віхров // Економіко-

- правовые исследования в XXI веке: правовое обеспечение экономического суверенитета Украины в условиях углубления международной интеграции: материалы Шестой международной научно-практической интернет-конференции (г. Донецк, 21 – 30 сентября 2010 г.) / науч. ред. В. К. Мамутов; НАН Украины. И-нт економіко-правових досліджень. – Донецк: “Ноулідж”, 2010. – С. 155 – 159.
32. Віхров С. О. Господарські правовідносини з управління активами інститутів спільного інвестування / С. О. Віхров // Право та управління : електронне наукове видання. – 2011. – № 2. – С. 44 – 51 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals>.
33. Віхров С. О. Недержавні пенсійні фонди як інституційні інвестори на ринку цінних паперів / С. О. Віхров // Гармонізація правових засад підприємництва: матеріали II Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (м. Луганськ, 14 – 20 листопада 2011 р.) / Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://hozpravo.snu.edu.ua/s4.html>.
34. Віхров С. О. Організаційно-господарські правовідносини у сфері реєстрації та припинення інститутів спільного інвестування / О. П. Віхров, С. О. Віхров // Форум права. – 2011. – № 2. – С. 133 – 138 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/FP/2011-2/11vopici.pdf>.
35. Віхров С. О. Правове регулювання фондового ринку як форми інвестиційного процесу в період економічної кризи / С. О. Віхров // Господарсько-правове забезпечення розвитку економіки України в період економічної кризи: Збірник тез Всеукраїнської науково-практичної конференції „Господарсько-правове, цивільно-правове та фінансово-правове забезпечення розвитку сучасної економіки України у період економічної кризи” (м. Донецьк, 27 листопада 2009 року): У 2-х частинах. – Частина друга. – Донецьк: ТОВ „Цифрова типографія”, 2009. – С. 105 – 107.

36. Віхров С. О. Суб'єкти організаційно-господарських повноважень як учасники відносин у сфері господарювання / О. П. Віхров, С. О. Віхров // Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 12. – С. 120 – 124.
37. Віхров С. Ринок цінних паперів як господарсько-правова категорія / С. Віхров // Часопис Київського університету права. – 2010. – № 4. – С. 181 – 185.
38. Віхров С. Фонди банківського управління як інституційні інвестори на ринку цінних паперів / С. Віхров // Юридична Україна. – 2011. – № 9. – С. 79 – 84.
39. Гнатів О. Правова природа договору про приєднання до пайового інвестиційного фонду / О. Гнатів // Вісник Львівського університету. Серія юридична. – 2009. – Вип. 49. – С. 118 – 123.
40. Голубєва Н. Ю. Управління майном / Н. Ю. Голубєва / Цивільний кодекс України: Науково-практичний коментар ; за заг. ред. Є. О Харитоновна, О. І. Харитоновної, Н. Ю. Голубєвої. – К.: Правова єдність, 2008. – 740 с.
41. Господарське право: практикум / [Щербина В. С., Пронська Г. В., Вінник О. М. та ін.] ; за заг. ред. В. С. Щербини. – 2-е вид., перероб. і доп. – К : Юрінком Інтер, 2003. – 416 с.
42. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. – 2003. – № 11. – Ст. 462. – (Зі змін. та допов.).
43. Гринюк О. В. Цивільно-правові аспекти майнового страхування в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 „Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / О. В. Гринюк. – К., 2004. – 19 с.
44. Гринюк Р. Ф. Правовой статус коммунальных предприятий в Украине : моногр. / Р. Ф. Гринюк. – Донецк : Дельта, 2002. – 183 с.
45. Грудницкая С. Н. Хозяйственная правосубъектность государственных предприятий: проблемы теории и практики: моногр. / С. Н. Грудницкая. – Донецк: Юго-Восток, Лтд, 2011. – 428 с.

46. Грудницька С. М. Господарська правосуб'єктність державних підприємств : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. юрид. наук : спец. 12.00.04 "Господарське право, господарсько-процесуальне право" / С. М. Грудницька. – Донецьк, 2012. – 34 с.
47. Гудіма Т. С. Подолання недоліків законодавства про спільне інвестування в Україні / Т. С. Гудіма // Юридична наука, практика і освіта : зб. наук. пр. – Луганськ: Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2010 – Вип. 2. – С. 212 – 220.
48. Гурова В. О. Основні аспекти діяльності інститутів спільного інвестування в контексті менеджмента капітала / В. О. Гурова // Проблеми розвитку зовнішньоекономічних зв'язків і залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект: зб. наук. пр. – Донецьк: ДонНУ, 2010. – С. 681 – 684.
49. Дацій Н. В. Інституційні інвестори як ланка фінансової системи і корпоративного сектора / Н. В. Дацій [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dsfa.mybb3.net/viewtopic.php?t=444>.
50. Дело "Элита-центр" живет: новые аферы на рынке недвижимости [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://sensor.net.ua/resonance/210205/delo_elitatsentr_jivet_novye_afery_na_rynke_nedvijimosti.
51. Діяльність міжнародних інвестиційних фондів на ринках країн, що розвиваються [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua>
52. Дроздова Н. В. Договір про надання фінансових послуг у цивільному праві України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 „Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / Н. В. Дроздова. – К., 2005. – 24 с.
53. Дроздова Н. В. Цивільно-правове регулювання фінансових послуг в Україні / Н. В. Дроздова // Юридична Україна. – 2005. – № 1. – С. 27 – 29.

54. Единообразный торговый кодекс США: официальный текст / Пер. с англ. – М.: Международный центр финансово-экономического развития, 1996. – 624с.
55. Законопроект „Про фонди банківського управління” № 9093/П від 2 вересня 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=41038.
56. Жорнокуй Ю. Нормативно-правове забезпечення договорів у сфері корпоративного інвестування / Ю. Жорнокуй // Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 11. – С. 74 – 76.
57. Жорнокуй Ю. Проблеми співвідношення категорій „управління майном” та „управління активами” в контексті довірчих відносин корпоративного інвестування / Ю. Жорнокуй // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 5. – С. 46 – 49.
58. Забучинська Т. Порівняльно-правовий аналіз державного регулювання ринку цінних паперів (досвід України та США) / Т. Забучинська // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 8. – С. 57 – 60.
59. Задыхайло Д. В. Инвестиционное право Украины : сб. нормативно-правовых актов с комментариями / Д. В. Задыхайло. – Харьков: Эспада, 2002. – 752 с.
60. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку протягом I півріччя 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1314361768.pdf.
61. Зельдіна О. Правові питання залучення інвестицій до України / О. Зельдіна // Право України. – 2010. – № 8. – С. 33 – 38.
62. Знаменский Г. Л. Хозяйственный механизм и право : моногр. / Г. Л. Знаменский. – К. : Наук. думка, 1988. – 160 с.
63. Игонина Л. Л. Инвестиции : учеб. пособие / Л. Л. Игонина. – М.: Экономистъ, 2002. – 478 с.
64. Інвестиційна політика ІСІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrbizn.com/finansy/isi/62-nvesticyna-poltika-s.html>.

65. Інформація Держфінпослуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/npf_II_kv_2011.pdf.
66. Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика) : учеб. пособие / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кощев. – К.: МАУП, 1997. – 216 с.
67. Кателла Є. Ю. Актуальні проблеми використання венчурного капіталу / Є. Ю. Кателла, Н. А. Несторова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/4_SND_2011/Economics/4_79102.doc.htm.
68. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. – 352 с
69. Кібенко О. Р. Інвестиційна діяльність: визначення, суб'єкти, класифікація та співвідношення з підприємницькою діяльністю / О. Р. Кібенко // Вісник університету внутрішніх справ. – 1999. – № 6. – С. 220 – 222.
70. Кібенко О. Р. Особливості правового регулювання іноземних інвестицій в Україні (міжнародно-приватно-правовий аспект) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 „Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / О. Р. Кібенко. – Х., 1998. – 22 с.
71. Кокурин Д. И. Инновационная деятельность / Д. И. Кокурин. – М.: Экзамен, 2001. – 576 с.
72. Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. – К.: Юрінком Інтер. – 2008. – 320 с.
73. Кому потрібен такий Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://blog.liga.net/user/oslobodyan/article/7510.aspx>.
74. Коссак В. М. Цивільно-правові проблеми регулювання іноземних інвестицій в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. юрид. наук : спец. 12.00.03 “Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / В. М. Коссак. – К., 1996. – 48 с.
75. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций / Ю. Я. Кравченко. – К.: ВИРА – Р, 2002. – 368 с.

76. Кременчук І. Накопичувальний пенсійний фонд як одна із складових пенсійного забезпечення в Україні / І. Кременчук // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 5. – С. 100 – 103.
77. Кублікова Т. Інституційні інвестори: основні чинники розвитку / Т. Кублікова // Схід. – 2008 – Число № 6 (90) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.experts.in.ua/baza/analitic/>.
78. Кузнєцова Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування і функціонування / Н. С. Кузнєцова, І. Р. Назарчук. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 526 с.
79. Лубенець І. Контроль за діяльністю інститутів спільного інвестування в Україні та за кордоном / І. Лубенець // Підприємництво, господарство і право. – 2009. – № 11. – С. 82 – 85.
80. Любкіна О. В. Фондовий ринок України: Особливості формування та перспективи розвитку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.01 „Економічна теорія” / О. В. Любкіна. – К., 2003. – 20 с.
81. Ляхновська І. П. Порівняльна характеристика договорів андеррайтингу, доручення та комісії / І. П. Ляхновська // Університетські наукові записки. – 2009. – № 1. – С. 164 – 171.
82. Мазнева В. В. Діяльність корпоративних інвестиційних фондів в умовах недосконалого законодавства / В. В. Мазнева // Форум права. – 2010. – № 3. – С. 284–289 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/FP/2010-3/10mVVunz.pdf>.
83. Мазнева В. В. Особливості регулювання діяльності компанії з управління активами / В. В. Мазнева // Экономико-правовые исследования в XXI веке: возможности совершенствования правовых средств государственного регулирования хозяйственной деятельности в условиях членства Украины в ВТО: материалы Пятой международной научно-практической интернет-конференции (г. Донецк, 1 – 7 июня 2010 г.) / И-нт

- економико-правових досліджень НАН України. – Донецьк: Ноулідж, 2010. – С. 160 – 169.
84. Майданик Р. А. Природа довірчої власності як особливого об'єкта цивільних прав за законодавством України / Р. А. Майданик // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 2005. – № 8 (46). – С. 16 – 25.
85. Мамутов В. К. Совершенствование правового регулирования хозяйственной деятельности (методология, направления) : моногр. / В. К. Мамутов. – К.: Наук. думка, 1982. – 240 с.
86. Маслова-Юрченко К. Визначення андеррайтингу за законодавством України / К. Маслова-Юрченко // Підприємництво, господарство і право. – 2009. – № 10. – С. 106 – 109.
87. Маслова-Юрченко К. О. Порівняльна характеристика договорів андеррайтингу та доручення / К. О. Маслова-Юрченко // Форум права. – 2008. – № 2. – С. 349 – 354 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/FP/2008-2/08mkoatd.pdf>.
88. Мащенко М. В. Господарська діяльність з управління майном: поняття, суб'єкти, види (господарсько-правовий аспект) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 “Господарське право, господарсько-процесуальне право” / М. В. Мащенко. – К., 2007. – 19 с.
89. Мельник В. А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск / В. А. Мельник. – К. : А.Л.Д., ВІРА-Р, 1998. – 559 с.
90. Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами / О. Г. Мендрул, И. А. Павленко. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.
91. Меньшикова А. Вимоги до розкриття інформації на ринках цінних паперів Європейського Союзу / А. Меньшикова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua>.
92. Мирославський С. Щодо поняття системи цінних паперів / С. Мирославський // Підприємництво, господарство і право. – 2011. – № 8. – С. 55 – 57.

93. Мозговий О. Державне регулювання ринку цінних паперів в Україні / О. Мозговий, М. Бурмака // Ринок цінних паперів України. – 1997. – № 1. – С. 34 – 40.
94. Мозговий О. М. Міжнародні фінанси : навч. посіб. / О. М. Мозговий, Т. Є. Оболенська, Т. В. Мусієць. – К.: КНЕУ, 2005. – 557 с.
95. Москвін С. Інвестиційний ринок України: передумови та проблеми формування у контексті світової фінансової кризи / С. Москвін [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua>
96. Набока О. В. Регулювання фондового ринку та його удосконалення в перехідній економіці : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук. : спец. 08.02.03 „Організація управління, планування та регулювання економікою” / О. В. Набока. – Харків, 2000. – 18 с.
97. Надточий А. О. Аналіз досвіду роботи недержавних пенсійних фондів / А. О. Надточий [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Dtr_du/2009_1/files/DerzUpr_01_2009_Nadtochij.pdf
98. Никифорова В. Д. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / В. Д. Никифорова. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 160 с.
99. Нурзад І. Л. Правове регулювання діяльності банків на ринку цінних паперів України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук. : спец. 12.00.03 “Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / І. Л. Нурзад. – К., 2004. – 20 с.
100. OECD Principles of Corporate Governance, 2004 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf, 31.
101. О венчурной деятельности : Проект федерального закона Российской Федерации : Разработан Национальным венчурным фондом Российской Федерации [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.venture-nvf.ru/zakon.htm.
102. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : Федеральный Закон Российской Федерации от 5 марта 1999 г.

- №46-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=4483>.
103. О рынке ценных бумаг : Федеральный Закон Российской Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/cenbum/>.
104. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : Федеральный Закон Российской Федерации от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=123436>.
105. Об инвестиционных фондах : Федеральный закон Российской Федерации от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/shares/pensionlaws/doc1.doc>.
106. Онуфрієнко О. І. Регулятивні функції саморегульвних організацій на ринку цінних паперів / О. І. Онуфрієнко // Підприємництво, господарство і право. – 2003. – №2. – С. 58-59.
107. Остапович Г. М. Державний контроль на ринку цінних паперів України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.07 “Теорія управління; адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право” / Г. М. Остапович. – К., 2006. – 21 с.
108. Остапович Г. М. Поняття саморегульвної організації ринку цінних паперів / Г. М. Остапович // Підприємництво, господарство і право. – 2003. – № 3. – С. 119 – 122.
109. Остапович Г. Реєстрація учасників ринку цінних паперів як форма державного контролю: деякі проблеми правового регулювання та шляхи їх вирішення / Г. Остапович // Підприємництво, господарство і право. – 2005. – № 1. – С. 22 – 25.
110. Паламарчук В. Проблемы правового регулирования торговли на рынке ценных бумаг / В. Паламарчук, Ю. Смирницкий // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1998. – №12. – С. 36 – 40.

111. Панова Л. В. Проблеми правового регулювання ринку цінних паперів в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 “Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / Л. В. Панова. – Х., 2002. – 17 с.
112. Панченко М. До проблеми законодавчого регулювання відносин довірчої власності / М. Панченко // Підприємництво, господарство і право. – 2008. – № 4. – С. 36 – 40.
113. Переверзєв О. Господарсько-правові засоби попередження недобросовісного обігу акцій / О. Переверзєв., Є. Філіпенко // Підприємництво, господарство і право. – 2012. – № 6. – С. 73 – 76.
114. Поєдинок В. В. Правове становище інвестора як суб’єкта господарських відносин : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 “Господарське право, господарсько-процесуальне право” / В. В. Поєдинок. – К., 2004. – 20 с.
115. Поєдинок В. Компенсаційні схеми для інвесторів на ринку фінансових послуг / В. Поєдинок // Юридичний журнал. – 2005. – № 7 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://justinian.com.ua/article.php?id=1806>.
116. Положення про інвестиційну декларацію недержавного пенсійного фонду : Затверджене розпорядженням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 139 від 27 листопада 2003 р. // Офіційний вісник України. – 2003. – № 52 (том 2). – Ст. 2839.
117. Полухович В. І. Державне регулювання фондового ринку України: господарсько-правовий механізм : моногр. / В. І. Полухович. – К.: НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України, 2012. – 337 с.
118. Полухович В. І. Питання удосконалення правового регулювання діяльності інвесторів на фондовому ринку України / В. І. Полухович // Держава і право. – 2011. – Випуск 53. – С. 244 – 248.
119. Полухович В. Місце фондового ринку в структурі фінансового ринку України / В. Полухович // Підприємництво, господарство і право. – 2008. – № 6. – С. 103 – 105.

120. Полюхович В. Особливості правового змісту інститутів спільного інвестування / В. Полюхович // Юридична Україна. – 2011. – № 8. – С. 73 – 76.
121. Полюхович В. Формування господарсько-правового механізму як дієвої системи державного регулювання відносин на фондовому ринку / В. Полюхович // Підприємництво, господарство і право. – 2010. – № 12. – С. 12 – 15.
122. Попова А. В. Правове становище професійних учасників ринку цінних паперів в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 “Господарське право, господарсько-процесуальне право” / А. В. Попова. – К., 2006. – 18 с.
123. Портнов А. В. Діяльність іноземних інвесторів на фондовому ринку України (мотивація і регулювання) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 “Світове господарство і міжнародні економічні відносини” / А. В. Портнов. – К., 2001. – 20 с.
124. Постанова Господарського суду міста Києва від 27 вересня 2007 р. № 32/364-А за позовом Відкритого акціонерного товариства „Венчурний закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд „Унібудінвест” до Державної податкової інспекції у Голосіївському районі м. Києва та Головного управління Державного казначейства України у м. Києві про визнання нечинним податкового повідомлення-рішення та стягнення помилково перерахованих сум [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/1086120>.
125. Постанова Дніпропетровського окружного адміністративного суду від 5 вересня 2008 р. у справі № 2-а – 3516/08 за позовом Товариства з обмеженою відповідальністю „Інвест-Технологія” до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про скасування постанови про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/3278044>.

126. Постанова Кіровоградського окружного адміністративного суду від 2 грудня 2009 р. у справі № 2-а-7207/08/1170 за позовом Товариства з обмеженою відповідальністю „Компанія з управління активами „Сприяння” до Державної податкової інспекції у м. Кіровограді про визнання нечинним податкового повідомлення-рішення [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/7152153>.
127. Постанова Окружного адміністративного суду м. Києва від 12 травня 2011 р. у справі № 2а-4655/11/2670 за позовом до Державної податкової інспекції у Солом'янському районі м. Києва про визнання недійсними та скасування податкових повідомлень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/16457316>.
128. Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 12 березня 2009 р. № 11/488 у справі за позовом Товариства з обмеженою відповідальністю „Компанія з управління активами „Систем Ессет Менеджмент” до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про визнання Пайового закритого недиверсифікованого венчурного інвестиційного фонду „САМ-ІНВЕСТ” таким, що відповідає вимогам щодо мінімального обсягу активів інституту спільного інвестування [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/6866540>.
129. Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 18 серпня 2011 р. у справі № 2а-6141/11/2670 за позовом Публічного акціонерного товариства „Закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд „Рітейл Капітал” до Національного банку України про скасування рішення про відмову у наданні генеральної ліцензії на здійснення валютних операцій з надання грошових коштів у позику та послуг факторингу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/19994003>.
130. Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 25 січня 2008 р. № 7/84 у справі за позовом Товариства з обмеженою

відповідальністю „Компанія з управління активами та адміністрування пенсійних фондів „Фондова перспектива” до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про визнання протиправними і нечинними рішень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/8208554>.

131. Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 25 червня 2009 р. у справі № 11/80 за позовом Закритого акціонерного товариства „Прогрес-фонд” до Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://jurportal.org/writ/6866622>.
132. Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 5 березня 2009 р. № 16/95 у справі за позовом Товариства з обмеженою відповідальністю „Компанія з управління активами „Акцепт” до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про прийняття рішення про відповідність вимогам щодо мінімального обсягу активів Пайового венчурного інвестиційного фонду „Акцепт” не диверсифікованого виду закритого типу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/3252393>.
133. Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 8 листопада 2010 р. у справі № 2а-11334/10/2670 за позовом прокурора Деснянського району м. Києва в інтересах держави в особі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку до Відкритого акціонерного товариства „Всеукраїнська інвестиційна компанія „Вінко” про стягнення штрафу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/12603180>.
134. Постанова Харківського окружного адміністративного суду від 26 жовтня 2011 р. у справі № 2-а-11980/11/2070 за позовом Товариства з обмеженою відповідальністю „Компанія з управління активами „Форвард” до Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг

- України про скасування розпорядження [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/19993744>.
135. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про інститути спільного інвестування» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?id=&pf3511=42142.
136. Приступко А. О. Фінансово-правове регулювання фондового ринку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.07 “Теорія управління; адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право” / А. О. Приступко. – К., 2006. – 22 с.
137. Приступко А. Стан та перспективи законодавчого регулювання фондового ринку України / А. Приступко // Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України. – 2010. – Вип. 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Nzizvru/2010_2/p2_7.html.
138. Про адекватність капіталу інвестиційних фірм і кредитних установ : Директива Ради Європейського Економічного Співтовариства (93/6/ЄЕС) від 15 березня 1993 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_480/conv/page.
139. Про акціонерні товариства : Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268. – (Зі змін. та допов.).
140. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо національних комісій, що здійснюють державне регулювання природних монополій, у сфері зв'язку та інформатизації, ринків цінних паперів і фінансових послуг : Закон України від 7 липня 2011 р. № 3610-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2012. – № 7. – Ст. 53. – (Зі змін.).
141. Про встановлення виду державних цінних паперів, які можуть придбавати кредитні спілки : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 4 листопада 2004 р. №

- 2739 (zareєстровано в Міністерстві юстиції України 12 листопада 2004 р. за № 1444/10043) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 46. – Ст. 3076.
142. Про господарські товариства : Закон України від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 49. – Ст. 682. – (Зі змін. та допов.).
143. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448 // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292. – (Зі змін. та допов.).
144. Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб – підприємців : Закон України від 15 травня 2003 р. № 755-IV // Офіційний вісник України. – 2003. – № 25. – Ст. 1172. – (Зі змін. та допов.).
145. Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними : Директива Європейського парламенту та Ради ЄС (2003/41/ЄС) від 3 червня 2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://pension.kiev.ua/files/ukr_2003_41_ua.pdf.
146. Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України : Указ Президента України від 26 березня 2001 р. № 198/2001 // Офіційний вісник України 2001. – № 13. – Ст. 529.
147. Про Єдиний державний реєстр страховиків (перестраховиків) України : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 5 грудня 2003 р. № 155 (zareєстровано в Міністерстві юстиції України 23 грудня 2003 р. за № 1208/8529) // Офіційний вісник України. – 2003. – № 53. – Ст. 2842.
148. Про загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу : Закон України від 18 березня 2004 р. № 1629-IV // Офіційний вісник України. – 2004. – № 15. – Ст. 1028. – (Зі змін. та допов.).
149. Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування : Закон України від 9 липня 2003 р. № 1058-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 49 – 51. – Ст. 376.

150. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами) : Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 2006 р. № 341 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 24 липня 2006 р. за № 864/12738) // Офіційний вісник України. – 2006. – № 31. – Ст. 2258.
151. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 2006 р. № 349 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 11 серпня 2006 р. за № 975/12849) // Офіційний вісник України. – 2006. – № 34. – Ст. 2435.
152. Про затвердження Ліцензійних умов провадження страхової діяльності : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 28 серпня 2003 р. № 40 (зареєстровано в Міністерстві юстиції України 15 вересня 2003 р. за № 805/8126) // Офіційний вісник України. – 2003. – № 38. – Ст. 2047.
153. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо припинення недержавних пенсійних фондів : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 27 червня 2006 р. № 5944 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pard.ua/cgi-bin/start.php?menu=1&page=39&part=7&doc=1485>.
154. Про затвердження Положення про вимоги до договору про надання послуг з оцінки вартості нерухомого майна інституту спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 жовтня 2001 р. № 313 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 11 грудня 2001 р. за № 1026/6217) // Офіційний вісник України. – 2001. – № 50. – Ст. 2248.
155. Про затвердження Положення про вимоги до договору про обслуговування зберігачем активів інституту спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23

жовтня 2001 р. № 312 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 19 листопада 2001 р. за № 958/6149) // Офіційний вісник України. – 2001. – № 47. – Ст. 2119.

156. Про затвердження Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 квітня 2012 р. № 582 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 17 травня 2012 р. за № 787/21100) // Офіційний вісник України. – 2012. – № 41. – Ст. 1584.
157. Про затвердження Положення про винагороду за надання послуг з управління активами недержавного пенсійного фонду : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 серпня 2004 р. № 335 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 7 вересня 2004 р. за № 1106/9705 // Офіційний вісник України. – 2004. – № 37. – Ст. 2461.
158. Про затвердження Положення про внесення інформації про недержавні пенсійні фонди до Державного реєстру фінансових установ : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 12 жовтня 2004 р. № 2534 (зареєстровано в Міністерстві юстиції України 1 листопада 2004 р. за № 1399/9998) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 44. – Ст. 2935.
159. Про затвердження Положення про здійснення діяльності зберігача недержавного пенсійного фонду щодо операцій з активами недержавного пенсійного фонду, порядок обчислення тарифів за послуги зберігача та їх граничний розмір : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 серпня 2004 р. № 336 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 7 вересня 2004 р. за № 1107/9706) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 37. – Ст. 2462.

160. Про затвердження Положення про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 8 жовтня 2009 р. № 741 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 18 листопада 2009 р. за № 1099/17115) // Офіційний вісник України. – 2009. – № 91. – Ст. 3097.
161. Про затвердження Положення про особливості бухгалтерського обліку операцій інститутів спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 7 липня 2005 р. № 362 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 27 липня 2005 р. за № 801/11081) // Офіційний вісник України. – 2005. – № 30. – Ст. 1844.
162. Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 2 листопада 2006 р. № 1227 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 30 листопада 2006 р. за № 1252/13126) // Офіційний вісник України. – 2006. – № 49 – Ст. 3270.
163. Про затвердження Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 жовтня 2006 р. № 1000 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 22 січня 2007 р. за № 49/13316) // Офіційний вісник України. – 2007. – № 6. – Ст. 233.
164. 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 в редакції від 16 грудня 2008 р. № 1441 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 24 липня 2002 р. за № 606/6894) // Офіційний вісник України. – 2002. – № 31. – Ст. 1497.

165. Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій : Постанова Кабінету Міністрів України від 7 серпня 1996 р. № 928 // Урядовий кур'єр. – 1996. – 3 жовтня.
166. Про затвердження Положення про порядок заміни компанії з управління активами пайового інвестиційного фонду у разі заміни компанії з управління активами шляхом передачі сукупності активів та зобов'язань, що становлять пайовий інвестиційний фонд, іншій компанії з управління активами : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21 липня 2004 р. № 307 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 6 серпня 2004 р. за № 987/9586) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 32. – Ст. 2178.
167. Про затвердження Положення про порядок заміни особи, яка провадить діяльність з управління активами пенсійного фонду : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 18 серпня 2004 р. № 348 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 25 серпня 2004 р. за № 1049/9648 // Офіційний вісник України. – 2004. – № 35. – Ст. 2361.
168. Про затвердження Положення про порядок припинення корпоративного інвестиційного фонду та розрахунків з його акціонерами при ліквідації : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20 серпня 2010 р. № 1324 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 13 жовтня 2010 р. за № 919/18214) // Офіційний вісник України. – 2010. – № 84. – Ст. 2977.
169. Про затвердження Положення про порядок припинення пайового інвестиційного фонду та розрахунків з його учасниками при ліквідації : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 5 жовтня 2010 р. № 1516 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 19 листопада 2010 р. за № 1150/18445) // Офіційний вісник України. – 2010. – № 92. – Ст. 3304.
170. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду : Рішення Державної комісії з

цінних паперів та фондового ринку в редакції від 24 листопада 2009 р. № 1477 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 20 січня 2007 р. за № 46/13313) // Офіційний вісник України. – 2007. – № 5. – Ст. 187.

171. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24 листопада 2009 р. № 1478 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 24 грудня 2009 р. за № 1246/17262) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1246-09/conv>.
172. Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в редакції від 7 серпня 2009 р. № 940 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 5 лютого 2003 р. за № 92/7413) // Офіційний вісник України. – 2003. – № 6. – Ст. 270.
173. Про затвердження Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) акцій корпоративного інвестиційного фонду : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в редакції від 20 серпня 2010 р. № 1323 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 13 жовтня 2010 р. за № 918/18213). // Офіційний вісник України. – 2005. – № 25. – Ст. 1458.
174. Про затвердження Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в редакції від 5 жовтня 2010 р. № 1517 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 29 квітня 2005 р. за № 462/10742) // Офіційний вісник України. – 2005. – № 18. – Ст. 963.
175. Про затвердження Положення про реєстрацію регламенту інститутів спільного інвестування та ведення Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних

- паперів та фондового ринку в редакції від 3 вересня 2009 р. № 992 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 14 серпня 2002 р. за № 657/6945) // Офіційний вісник України. – 2002. – № 33. – Ст. 1549.
176. Про затвердження Положення про реєстрацію статуту недержавного пенсійного фонду та пенсійних схем : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 17 серпня 2004 р. № 2080 (зареєстровано в Міністерстві юстиції України 26 серпня 2004 р. за № 1050/9649) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 34. – Ст. 2301.
177. Про затвердження Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 лютого 2009 р. № 125 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 25 травня 2009 р. за № 458/16474) // Офіційний вісник України. – 2009. – № 41. – Ст. 1380.
178. Про затвердження Положення про склад і розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів інституту спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 2 липня 2002 р. № 196 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 22 липня 2002 р. за № 600/6888) // Офіційний вісник України. – 2002. – № 30. – Ст. 1437.
179. Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в редакції від 3 вересня 2009 р. № 987 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 6 лютого 2002 р. за № 108/6396) // Офіційний вісник України. – 2002. – № 6. – Ст. 270.
180. Про затвердження Положення про фінансові нормативи діяльності та критерії якості системи управління кредитних спілок та об'єднаних кредитних спілок : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 16 січня 2004 р. № 7. (зареєстровано в Міністерстві юстиції України 3 лютого 2004 р. за № 148/8747) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 5. – Ст. 261.

181. Про затвердження Положення щодо підготовки аудиторських висновків, які подаються до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку при розкритті інформації емітентами та професійними учасниками фондового ринку : Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19 грудня 2006 р. № 1528 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 23 січня 2007 р. за № 53/13320 // Офіційний вісник України. – 2007. – № 6 – Ст. 236.
182. Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень : Постанова Кабінету Міністрів України від 16 лютого 2011 р. № 110 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 12. – Ст. 512.
183. Про затвердження Порядку здійснення окремих дій, пов'язаних із припиненням недержавних пенсійних фондів : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 29 серпня 2006 р. № 6154 (зареєстровано в Міністерстві юстиції України 19 вересня 2006 р. за № 1058/12932) // Офіційний вісник України. – 2006. – № 38. – Ст. 2601.
184. Про затвердження Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 червня 2006 р. № 432 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 11 серпня 2006 р. за № 976/12850) // Офіційний вісник України. – 2006. – № 34. – Ст. 2436.
185. Про затвердження Порядку формування та ведення державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 липня 2004 р. № 296 (Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 2 серпня 2004 р. за № 957/9556) // Офіційний вісник України. – 2004. – № 31. – Ст. 2099.
186. Про затвердження Правил розміщення страхових резервів із страхування життя : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 26 листопада 2004 р. № 2875

- (zareestrovano v Ministerstvi yustitsii Ukrainy 22 grudnya 2004 r. za № 1626/10225) // Ofitsiyniy visnik Ukrainy. – 2004. – № 51. – St. 3399.
187. Pro zatverdzhennya Pravil formuvannya, obliku ta rozmisnennya strakhovih rezerviv za vidami strakhuvannya, inshimi, nizh strakhuvannya zhyttya : Rozporядzhennya Derzhavnoyi komisii z reguluvannya rynkiv finansovih poslug Ukrainy vid 17 grudnya 2004 r. № 3104 (zareestrovano v Ministerstvi yustitsii Ukrainy 10 sichnya 2005 r. za № 19/10299) // Ofitsiyniy visnik Ukrainy. – 2005. – № 2. – St. 105.
188. Pro zatverdzhennya Tipovogo dogovoru na vedennya reestru : Rishennya Derzhavnoyi komisii z tsinnih paperv ta fondovogo rynku vid 14 veresnya 2004 r. № 399 (Zareestrovano v Ministerstvi yustitsii Ukrainy 5 zhovtnya 2004 r. za N 1263/9862) // Ofitsiyniy visnik Ukrainy. – 2004. – № 41. – St. 2738.
189. Pro zatverdzhennya formy Tipovogo dogovoru pro anderрайтинг : Rishennya Derzhavnoyi komisii z tsinnih paperv ta fondovogo rynku vid 18 lystopada 2008 r. № 1336 (Zareestrovano v Ministerstvi yustitsii Ukrainy 23 grudnya 2008 r. za № 1221/15912) // Ofitsiyniy visnik Ukrainy. – 2008. – № 99. – St. 3227.
190. Pro zahody shodo vdoskonalennya derzhavnogo reguluvannya u sferi budivnytstva zhytla ta stabilizatsii situatsii na pervynnomu rynku zhytla : Ukaz Prezidenta Ukrainy vid 3 bereznya 2006 r. № 185/2006 // Ofitsiyniy visnik Ukrainy. – 2006. - № 10. – St. 604.
191. Pro zahody shodo rozvytку fondovogo rynku ta vdoskonalennya yogo derzhavnogo reguluvannya : Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy vid 30 sichnya 1996 r. № 140 // Uryadoviy kur'er. – 1996. – 8 lyutogo.
192. Pro zvit Tymchasovoi deputatskoyi slidchoyi komisii po perevirki faktiv falsyfikatsii okremih polozhen' Dekretu Kabinetu Ministriv Ukrainy „Pro dovirchi tovarystva” ta kontrolu za vykonannya punktu 3 Postanovy Verhovnoyi Rady Ukrainy vid 6 lipnya 1995 roku „Pro projekt Zakonu Ukrainy pro vnesennya zmin i dopovnen' do Dekretu Kabinetu Ministriv

- України „Про довірчі товариства” : Постанова Верховної Ради України від 31 жовтня 1996 р. № 452/96-ВР // *Голос України*. – 1996. – 6 листопада.
193. Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів : Директива Ради Європейського Економічного Співтовариства (93/22/ЄЕС) від 10 травня 1993 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_187.
194. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії : Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/55/94>. – (Втратив чинність).
195. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18 вересня 1991 р. № 1560-XII // *Відомості Верховної Ради України*. – 1991. – № 47. – Ст. 646. – (Зі змін. та допов.).
196. Про інноваційну діяльність : Закон України від 4 липня 2002 р. № 40-IV // *Відомості Верховної Ради України*. – 2002. – № 36. – Ст. 266. – (Зі змін. та допов.).
197. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) : Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III // *Відомості Верховної Ради України*. – 2001. – № 21. – Ст. 103. – (Втрачає чинність з 1 січня 2014 р.).
198. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 5 липня 2012 р. № 5080- VI // *Офіційний вісник України*. – 2012. – № 63. – Ст. 2569.
199. Про іпотеку : Закон України від 5 червня 2003 р. № 898-IV // *Відомості Верховної Ради України*. – 2003. – № 38. – Ст. 313. – (Зі змін. та допов.).
200. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати : Закон України від 19 червня 2003 р. № 979-IV // *Відомості Верховної Ради України*. – 2004. – № 1. – Ст. 1. – (Зі змін. та допов.).

201. Про іпотечні облігації : Закон України від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 16. – Ст. 134. – (Зі змін. та допов.).
202. Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні : Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF>.
203. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України: Постанова Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. № 342/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 33. – Ст. 257.
204. Про координацію вимог стосовно створення, упорядкування та розподілу проспекту, який буде виданий під час пропозиції цінних паперів, що підлягають обігу, невизначеному колу осіб : Директива Ради Європейського Економічного Співтовариства (89/298/ЄЕС) від 17 квітня 1989 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_183.
205. Про кредитні спілки : Закон України від 20 грудня 2001 р. № 2908-III // Офіційний вісник України. – 2002. – № 3. – Ст. 79. – (Зі змін. та допов.).
206. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 15. – Ст. 67. – (Зі змін. та допов.).
207. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку : Указ Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1063/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 94. – Ст. 3415.
208. Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг : Указ Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1070/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 94. – Ст. 3419.

209. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України від 9 липня 2003 р. № 1057-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 47 – 48. – Ст. 372. – (Зі змін. та допов.).
210. Про Основні напрями реформування пенсійного забезпечення в Україні : Указ Президента України від 13 квітня 1998 року № 291/98 // Офіційний вісник України. – 1998. – №15. – С. 17.
211. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні : Закон України від 12 липня 2001 р. № 2658-III // Офіційний вісник України. – 2001. – № 34. – Ст. 1577. – (Зі змін. та допов.).
212. Про порядок застосування статей 2 та 8 Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” щодо можливості випуску об’єднаннями підприємств від свого імені та розміщення облігацій підприємств : Роз’яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 5 червня 2007 р. № 3 : Затверджено Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 5 червня 2007 р. № 1139 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KL070490.html.
213. Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії „Київміськбуд” : Закон України в редакції від 7 лютого 2002 р. N 3044-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 29. – Ст. 191. – (Зі змін. та допов.).
214. Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів і допуску їх до обігу на біржі : Директива Європейського Парламенту та Ради ЄС (2003/71/ЕС) від 4 листопада 2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/EU200371_u.pdf.
215. Про режим іноземного інвестування : Закон України від 19 березня 1996 р. № 93/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 19. – Ст. 80. – (Зі змін. та допов.).

216. Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС : Директива Європейського Парламенту та Ради ЄС (2004/39/ЄС) від 21 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_586.
217. Про систему гарантування вкладів фізичних осіб : Закон України від 23 лютого 2012 р. № 4452-VI // Офіційний вісник України. – 2012. – № 22. – Ст. 824.
218. Про страхування : Закон України в редакції від 4 жовтня 2001 р. № 2745-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 7. – Ст. 50. – (Зі змін. та допов.).
219. Про схеми компенсації інвесторам : Директива Європейського парламенту та Ради ЄС (97/9/ЄС) від 3 березня 1997 р. (змінена та доповнена) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.europarl.europa.eu/oeil/file/jsp?id=5865062>.
220. Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ICI) : Директива Ради Європейського Економічного Співтовариства (85/611/ЄЕС) від 20 грудня 1985 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_293.
221. Про усунення зловживань у процесі залучення суб'єктами підприємницької діяльності грошових коштів громадян : Постанова Верховної Ради України від 22 грудня 1995 р. N 491/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 2. – Ст. 5.
222. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1. – (Зі змін. та допов.).

223. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю : Закон України від 19 червня 2003 р. № 978-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 52. – Ст. 377. – (Зі змін. та допов.).
224. Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб : Закон України від 20 вересня 2001р. № 2740-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 5. – Ст. 30. – (втратив чинність).
225. Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку : Проект закону від 23 серпня 2011 р. № 9069 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=41014
226. Про Фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку : Указ Президента України від 8 липня 1998 р. № 756/98 // Офіційний вісник України. – 1998. – № 27. – С. 26 (не набув чинності).
227. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268. – (Зі змін. та допов.).
228. Про цінні папери та фондовий ринок : Проект Закону України від 15 липня 2005 р. реєстр. № 7818 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
229. Проект Концепции развития венчурной индустрии в России: Разработан Министерством науки, промышленности и технологии Российской Федерации [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nstda.ru/home.asp.
230. Распопова А. М. Вплив недержавних пенсійних фондів на розвиток фондового ринку України / А. М. Распопова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/2_KAND_2011/Economics/78533.doc.htm.
231. Регулирование рынка ссудного капитала и рынка ценных бумаг США [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globfin.ru/articles/finsyst/us1.htm>.

232. Рєзнїкова В. В. Правове регулювання посередництва у сферї господарювання (теоретичнї аспекти) : моногр. / В. В. Рєзнїкова. – Хмельницький: Хмельницький ун-т управлїння та права, 2010. – 707 с.
233. Рїчний звіт Державної комїсії з цїнних паперїв та фондового ринку за 2010 рїк [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.
234. Рїшення Господарського суду мїста Києва вїд 18 квітня 2011 р. у справї № 39/4518.04.11 за позовом Товариства з обмеженою вїдповїдальнїстю „Тандем – К” до Товариства з обмеженою вїдповїдальнїстю „Компанїя з управлїння активами „Система капїтального їнвестування” про визнання недїйсним договору позики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/15088581>.
235. Рїшення Господарського суду мїста Києва вїд 23 травня 2012 р. у справї № 5011-66/5048-2012 за позовом Товариства з обмеженою вїдповїдальнїстю „КЛАС КАПїТАЛ” до Публїчного акцїонерного товариства „Закритий недїверсїфїкований корпоративний їнвестицїйний фонд „СИНЕРГІЯ-3” про визнання недїйсним рїшення загальних зборїв акцїонерїв в частинї визначення лїквїдацїйної вартостї чистих активїв [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/24327757>.
236. Рїшення Конституцїйного Суду України вїд 3 грудня 2008 р. № 27-рп/2008 у справї № 1-30/2008 за конституцїйним поданням Державної комїсії з регулювання ринкїв фїнансових послуг України щодо офїцїйного тлумачення положень пункту 11 частини першої статтї 36 Закону України „Про страхування”, пункту 4 частини першої статтї 28 Закону України „Про фїнансовї послуги та державне регулювання ринкїв фїнансових послуг” (справа про повноваження Держфїнпослуг щодо нагляду за страховою дїяльнїстю) // Вїсник Конституцїйного суду України. – 2009. – № 1. – С. 51.

237. Розенберг Дж. М. Инвестиции. Терминологический словарь / Дж. М. Розенберг. – М.: Инфра-М, 1997. – 400 с.
238. Савченко Б. Г. До питання фідучіарності та правової природи договору управління майном / Б. Г. Савченко // Держава і право. – 2011. – Випуск 53. – С. 389 – 394.
239. Сакун О. Ф. Теорія держави і права (Енциклопедичний курс) : підруч. / О. Ф. Сакун. – Харків: Еспада, 2006. – 776 с.
240. Сельський В. Стан та проблеми розвитку інститутів спільного інвестування як ефективного механізму залучення інвестицій в економіку України / В. Сельський // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 1. – С. 137 – 140.
241. Слободян О. А. Правові аспекти становлення пайових інвестиційних фондів в Україні / О. А. Слободян // Держава і право. – 2010. – Вип. 48. – С. 389 – 395.
242. Слободян О. Правова природа управління пайовим інвестиційним фондом / О. Слободян // Підприємництво, господарство і право. – 2010. – № 12. – С. 36 – 39.
243. Собкевич О. В. Фондовий ринок та посилення його ролі в економічному розвитку України / О. В. Собкевич, О. О. Олейніков. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.inventure.com.ua/main/analytics/security/govsecurity/>.
244. Спасибо-Фатеева И. В. Акционерные общества: корпоративные правоотношения / И. В. Спасибо-Фатеева. – Х.: Право, 1998. – 256 с.
245. Спасибо-Фатеева И. В. Управление майном / И. В. Спасибо-Фатеева / Цивільний кодекс України: Науково-практичний коментар : за ред. розробників проекту Цивільного кодексу України. – К.: Істина, 2004. – 928 с.
246. Стан розвитку ІСІ на міжнародному рівні // Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>.

247. Станом на початок 2007 року активи усіх ПФ у світі сягнули 19 трлн. євро // Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>.
248. Статут Української асоціації інвестиційного бізнесу : Затверджено рішенням загальних зборів 18 лютого 2009 р., погодженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30 квітня 2009 р. № 451 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1024/34_4.doc.
249. Структура активів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrbizn.com/finansy/isi/62-nvesticyna-poltika-s.html>.
250. Структура активів пенсійних фондів Японії та США [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.boj.or.jp>.
251. Сулова В. Саморегулівні організації: питання удосконалення законодавчого регулювання / В. Сулова // Підприємництво, господарство і право. – 2008. – № 2. – С. 35 – 38.
252. Татаренко Г. В. Державне регулювання недержавного пенсійного забезпечення / Г. В. Татаренко // Юридична наука, практика і освіта : зб. наук. пр. – Луганськ: Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2010 – Вип. 1. – С. 132 – 141.
253. Титова Е. В. Об отдельных аспектах реализации положений Гражданского кодекса Украины о праве доверительной собственности / Е. В. Титова // Экономико-правовые исследования в XXI веке: проблемы и экономически необоснованные нормы в законодательстве, регулирующем хозяйственную деятельность и пути их устранения: материалы Второй международной научно-практической интернет-конференции (г. Донецк, 2 – 5 июня 2009 г.) / И-нт экономико-правовых исследований НАН Украины. – Донецк: Изд-во “Вебер”, 2009. – С. 97 – 101.
254. Тригуб О. Механізм використання іпотечних цінних паперів як інструментів регулювання грошово-кредитного ринку / О. Тригуб // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 4. – С. 92 – 94.

255. УАІБ: законопроект про Фонд гарантування інвестицій призведе до збільшення непродуктивних витрат інвесторів та професійних учасників фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/press/2011/09/20/298781/view_print/.
256. Угода про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами від 14 червня 1994 р. : Ратифікована Законом України від 10 листопада 1994 р. № 237/94-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1994. – № 46. – Ст. 415.
257. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/aboutassoc.html>
258. Український фондовий ринок серед інших ринків, що розвиваються [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pfts.com/p/uk/list-pfts/uk/news/?n_id=942&page=2.
259. Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 22 травня 2012 р. у справі № 2а-17283/11/2670 за адміністративним позовом Товариства з обмеженою відповідальністю „Компанія з управління активами „Бізнес-Актив” до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про визнання протиправними та скасування постанови та розпорядження [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/24366500>.
260. Ухвала Київського апеляційного господарського суду від 19 грудня 2007 р. у справі № 18/29-а за позовом Товариства з додатковою відповідальністю „Київське страхове товариство” до Держфінпослуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ed_2007_12_19/an/69/SO4570.html
261. Федорчук Д. Е. Режим прямого іноземного інвестування (порівняльно-правове дослідження) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 “Господарське право, господарсько-процесуальне право” / Д. Е. Федорчук. – Донецьк, 2003. – 19 с.

262. Фондовий ринок України : навч. посіб. ; під керівництвом В. В. Оскольського. – К., УФБ “Скарбниця”, 1994 – 512 с.
263. Харитонова О. Питання обрання моделі державного регулювання на етапі становлення фондового ринку в Україні / О. Харитонова // Актуальні проблеми держави і права : зб. наук. пр. – Одеса : Юрид. літ., 2001. – Вип. 12. – С. 60 – 63.
264. Хозяйственное право : учебник ; под ред. В. К. Мамутова. – К. : Юриком Интер, 2002. – 912 с.
265. Хозяйственное право Украины : учебник ; под ред. А. С. Васильева, О. П. Подцерковного. – Х. : Одиссей, 2006. – 496 с.
266. Цегельник О. В. Разработка понятий инвестиционного права как одно из условий гармонизации правовых основ предпринимательской деятельности / О. В. Цегельник. // Юридична наука, практика і освіта : зб. наук. пр. – Луганськ: Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2010 – Вип. 2. – С. 63 – 70.
267. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 40 – 44. – Ст. 356. – (Зі змін. та допов.).
268. Цікало В. Поняття та зміст правового режиму пайових цінних паперів: цивілістичний аспект / В. Цікало, О. Гнатів // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 7. – С. 34 – 37.
269. Чалий І. Г. Довірче управління: від часів соціалізму до нової доби / І. Г. Чалий // Університетські наукові записки. – 2007. – № 2 (22). – С. 205 – 210.
270. Шевчук О. Р. Ринок фінансових послуг як об’єкт державного регулювання та категорія фінансового права / О. Р. Шевчук // Часопис Київського університету права. – 2012. – № 1. – С. 148 – 153.
271. Шишка Р. Б. Инвестиционное право Украины : учеб. пособие / Р. Б. Шишка. – Х.: Эспада, 2000. – 176 с.
272. Шовкопляс Г. Порівняння правових особливостей інвестування шляхом участі у пайовому інвестиційному фонді та фонді операцій з

- нерухомістю / Г. Шовкопляс // Право України. – 2010. – № 1. – С. 204 – 211.
273. Шовкопляс Г. Створення в Україні інституту фінансового омбудсмена як одного з основних механізмів захисту прав інвесторів-споживачів / Г. Шовкопляс // Підприємництво, господарство і право. – 2012. – № 3. – С. 88 – 90.
274. Щербина В. С. Господарське право : підруч. / В. С. Щербина. – 5-те вид., перероб. і допов. – К. : Юрінком Інтер, 2012. – 600 с.
275. Щодо узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень стосовно започаткування та ведення діяльності прямого страхування, іншого, ніж страхування життя : Перша Директива Ради Європейського Економічного Співтовариства (73/239/ЄЕС) від 24 липня 1973 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_281/conv.
276. Юлдашев О. Х. Міжнародне приватне право: Теоретичні та прикладні аспекти / О. Х. Юлдашев. – К.: МАУП, 2004. – 576 с.
277. Юрах В. М. Фінансово-правові засади страхування в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.07 “Адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право” / В. М. Юрах. – Одеса, 2007. – 18 с.
278. Юридична енциклопедія. – К. : Українська енцикл. ім. М. П. Бажана, 1998. – Т. 5. – 736 с.
279. Як спрацювали КУА та ІСІ: деякі попередні підсумки 2011 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: // http://www.uaib.com.ua/files/articles/1559/33_4.doc.
280. Янкова Е. С. Аннулирование (отзыв) лицензии как вид административно-хозяйственной санкции на рынках финансовых услуг / Е. С. Янкова // Відповідальність у сфері господарювання: сучасний стан і перспективи розвитку : [зб. наук. пр. / наук. ред. В.К. Мамутов] / НАН

- України, Ін-т економіко-правових досліджень. – Донецьк : ТОВ “Юго-Восток, ЛТД”, 2009. – С. 65 – 76.
281. Ящищак О. Методологічні основи систематизації законодавства України про фінансові послуги / О. Ящищак // Підприємництво, господарство і право. – 2008. – № 10. – С. 22 – 25.
282. [Німеччина] Law on the Prospectus for Securities Offered for Sale (Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz - VerkProspG) of September 9, 1998 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iuscomp.org/gla/statutes/VerkProspG.htm>.
283. Hungary: Act No. XXXIV of 1998 on Venture Capital Investments, Venture Capital Enterprises and Venture Capital Funds [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.jurispub.com/cart.php?m=product_detail&p=1339.
284. IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May, 2003 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.iosco.org.
285. IOSCO Report of the General Secretariat September, 1998 Report on the Implementation of IOSCO Resolutions [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.iosco.org.

ДОДАТКИ

Додаток А

НАРОДНИЙ ДЕПУТАТ УКРАЇНИ
АНДРОС СЕРГІЙ ОЛЕКСАНДРОВИЧ

№ 35-1/17 809 22. 11. 12р

Голові спеціалізованої вченої ради
Д 11.170.02 при Інституті економіко-
правових досліджень НАН України
академіку **В.К. Мамутову**

ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ

Цією довідкою підтверджую, що результати дисертаційної роботи ВІХРОВА Сергія Олександровича на тему „Правовий статус інституційних інвесторів”, представлені у вигляді проекту Закону України „Про внесення змін та доповнень до ст. 356 Господарського кодексу України” та пропозицій до проекту Закону „Про фонди банківського управління” № 9093/П від 2 вересня 2011 р., направлені на розгляд Верховної Ради України для використання у законотворчій діяльності при вдосконаленні законодавства України.

З повагою,

Народний депутат України

С. О. Андрос

Додаток Б



УКРАЇНА

ЧЕРНІГІВСЬКА МІСЬКА РАДА

вул. Магістратська, 7, м. Чернігів, 14000, тел. 77-48-08, тел./факс 675-340, gorsovnet@cg.ukrtel.net

30. 11. 2012 № 3-24/1665

На № _____

ДОВІДКА

про апробацію результатів дисертаційного дослідження Віхрова С. О.
„Правовий статус інституційних інвесторів”

Цією довідкою Чернігівська міська рада підтверджує, що результати дисертаційного дослідження викладача Чернігівського державного інституту економіки і управління Віхрова Сергія Олександровича на тему „Правовий статус інституційних інвесторів” визнано ефективними, такими, що мають практичну цінність, і впроваджені в діяльності Реєстраційної палати Чернігівської міської ради як суб'єкта організаційно-господарських повноважень у процесі реєстрації інституційних інвесторів – інститутів спільного інвестування (корпоративних інвестиційних фондів), компаній з управління активами, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній.

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради Д 11.170.02 з захисту дисертацій за спеціальністю 12.00.04. „Господарське право; господарсько-процесуальне право” в Інституті економіко-правових досліджень НАН України (м. Донецьк).

Секретар Чернігівської міської ради
кандидат юридичних наук



О.С.Шеремет

Додаток В



ДЕСНЯНСЬКИЙ РАЙОННИЙ СУД МІСТА ЧЕРНІГОВА

Вих. № 404/рп/12 від 28.11 2012 р.

ДОВІДКА

про апробацію результатів дисертаційного дослідження Віхрова С. О. „Правовий статус інституційних інвесторів”

Цією довідкою Деснянський районний суд міста Чернігова підтверджує, що матеріали дисертаційного дослідження викладача Чернігівського державного інституту економіки і управління Віхрова Сергія Олександровича на тему „Правовий статус інституційних інвесторів” обговорені на нараді суддів, які спеціалізуються на розгляді цивільних справ. За наслідками обговорення прийнято рішення про визнання наукових результатів дисертації ефективними, такими, що мають практичну цінність, і будуть враховані суддями під час здійснення правосуддя при вирішенні спорів за участю інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), недержавних пенсійних фондів, страхових компаній.

Довідка видана для подання до спеціалізованої вченої ради Д 11.170.02 з захисту дисертацій на здобуття наукового ступеня доктора юридичних наук за спеціальністю 12.00.04. „Господарське право; господарсько-процесуальне право” при Інституті економіко-правових досліджень НАН України (м. Донецьк).

Голова суду



М. М. Кузюра

Додаток Г



Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України
Чернігівський державний інститут економіки і управління

вул. Стрілецька 1, м. Чернігів, 14033, тел/факс (04622) 5-90-72, тел. 5-61-70, E-mail: rector@ceci.cn.ua
Банк: УДК по Чернігівській області, р/р 35226001000137, МФО 853592, код ЗКПО 21391884
Свідоцтво № 33882771, індивідуальний податковий № 213918825264

03.12.2012 № 302-04/490

На № _____ від _____

До спеціалізованої вченої ради
Д 11.170.02 при Інституті
економіко-правових досліджень
НАН України (м. Донецьк)

Д О В І Д К А

про апробацію результатів кандидатської дисертації Віхрова С.О.
„Правовий статус інституційних інвесторів”

Цією довідкою підтверджується, що матеріали дисертаційного дослідження викладача кафедри цивільного і господарського права Чернігівського державного інститут економіки і управління Віхрова Сергія Олександровича на тему „Правовий статус інституційних інвесторів” використані для вдосконалення навчального процесу з підготовки студентів за спеціальностями „Правознавство” та „Менеджмент організацій” при викладанні навчальних дисциплін „Господарські зобов’язання”, „Договірне право”, „Правове регулювання ринку цінних паперів”.

Ректор



І.С.Каленюк