МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

КЛАПАТИЙ ДМИТРО ЙОСИФОВИЧ

УДК:347:336.15](477)

ДИСЕРТАЦІЯ

ПАЙОВИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ФОНД ЯК ФОРМА СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ (ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ АСПЕКТ)

Спеціальність 12.00.03 «цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право»

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело _____ **/Клапатий Д. Й./**

Науковий керівник **Коссак Володимир Михайлович**
доктор юридичних наук, професор

Львів – 2019

АНОТАЦІЯ

Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд як форма спільного інвестування в Україні (цивільно-правовий аспект). – Кваліфікаційна наукова праця на права рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук (доктора філософії) зі спеціальності 12.00.03 – цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право. – Львівський національний університет імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України, Львів, 2019.

Актуальність теми дослідження зумовлена потребою з'ясування правової природи та сутності відносин щодо здійснення спільного інвестування у формі пайового інвестиційного фонду, необхідністю розробки рекомендацій на основі аналізу судової практики та удосконалення нормативно-правової бази в сфері регулювання відносин інвестиційної діяльності у формі пайового інвестиційного фонду.

Розділ 1 «Загальнотеоретична характеристика пайового інвестиційного фонду» складається з трьох підрозділів і присвячений з'ясуванню правової природи конструкції пайового інвестиційного фонду (далі – пайовий фонд), його характерних ознак та класифікації. Визначено особливості розвитку законодавства про пайові фонди, запропоновано етапи його становлення. Пайовий фонд є формою спільного інвестування і не може вважатись суб'єктом правовідносин. Окреслено особливості та запропоновано визначення поняття соціально-орієнтованого пайового фонду. Проведено класифікацію пайових фондів на основі запропонованих критеріїв.

Розділ 2 «Особливості функціонування пайового інвестиційного фонду як форми інвестиційної діяльності» складається із чотирьох підрозділів. В цьому розділі окреслено методологічні засади дослідження здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду, характеризуються особливості та правова природа відносин щодо здійснення спільного інвестування у формі пайового фонду. Охарактеризовано систему договорів, які регулюють відносини щодо

здійснення інвестицій у формі пайового фонду. Запропоновано окрему конструкцію договору про управління пайовим фондом. Визначено правовий режим активів пайового фонду, які належать учасникам пайового фонду на праві спільної часткової власності. У разі передання грошових коштів у пайовий фонд, право власності учасника пайового фонду на ці кошти трансформується із права приватної власності на грошові кошти у право на частку у спільній частковій власності на активи пайового фонду, яка посвідчується інвестиційним сертифікатом.

Розділ 3 «Припинення інвестиційної діяльності у формі пайового інвестиційного фонду» складається з двох підрозділів». Проаналізовано підстави припинення функціонування пайового фонду. Обґрунтовано необхідність законодавчого закріплення можливості заміни компанії з управління активами на іншу компанію з управління активами, зокрема, коли її ліквідовано або коли анульовано ліцензію, видану їй на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів. Заміна компанії з управління активами за таких обставин дасть змогу забезпечити продовження функціонування пайового фонду у випадках, коли існує позитивна динаміка щодо зростання вартості чистих активів пайового фонду. Охарактеризовано правові наслідки припинення функціонування пайового фонду. З’ясовано особливості задоволення вимог кредиторів компанії з управління активами пайового фонду. Обґрунтовано необхідність задоволення вимог кредиторів, які забезпечені заставою, позачергово за рахунок заставленого майна. Запропоновано зміни до законодавства щодо врегулювання розміру витрат, які пов’язані із здійсненням заходів щодо припинення функціонування пайового фонду та відшкодовуються ліквідаційній комісії пайового фонду.

Дисертаційна робота є одним з перших в Україні комплексних досліджень проблем цивільно-правового регулювання правовідносин щодо здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового інвестиційного фонду. У результаті дослідження сформульовано і обґрунтовано низку положень, висновків та пропозицій, зокрема:

Вперше: 1) запропоновано авторське визначення пайового фонду як форми спільного інвестування. Пайовий фонд – це передбачена законодавством форма спільного інвестування, яка полягає у залученні та об'єднанні грошових коштів колективних інвесторів у єдиний фонд без створення юридичної особи, для подальшого вкладення цих коштів в об'єкти інвестування з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту; 2) обґрунтовано авторське визначення поняття «соціально-орієнтованого пайового фонду». Соціально-орієнтованим пропонується вважати пайовий фонд, одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту для задоволення суспільних потреб; 3) встановлено, що функціонування пайового фонду охоплює дві групи правовідносин, а саме: правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді; 4) визначено суб'єктний склад правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді. Суб'єктами цих правовідносин є колективні інвестори – учасники пайового фонду та інституційний інвестор – КУА; 5) запропоновано авторське визначення поняття форми спільного інвестування, під якою слід розуміти передбачений законодавством механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів та їх об'єднання в єдиний фонд з метою здійснення інвестиційної діяльності; 6) обґрунтовано доцільність законодавчого визначення договору про управління пайовим фондом. За договором про управління пайовим фондом одна сторона (інвестор) шляхом придбання інвестиційних сертифікатів передає грошові кошти другій стороні (КУА), а друга сторона за винагороду зобов'язується сформувати пайовий фонд за рахунок залучених коштів інвесторів, здійснювати діяльність із спільного інвестування і професійне управління активами пайового фонду в інтересах інвесторів з метою одержання прибутку та/або досягнення іншого соціального ефекту відповідно до умов договору та чинного законодавства; 7) встановлено необхідність законодавчого порядку реалізації активів пайового фонду ліквідаційною комісією шляхом проведення аукціону, за винятком цінних паперів, що входять до складу активів пайового фонду та проходять процедуру лістингу; 8) запропоновано

класифікувати пайові фонди за такими критеріями: залежно від можливості здійснення виплати дивідендів за інвестиційними сертифікатами пайового фонду; за порядком обігу інвестиційних сертифікатів пайового фонду на ринку цінних паперів; залежно від наявності додаткових, передбачених законодавством, вимог щодо участі фізичних осіб у пайовому фонді; за галузевим спрямуванням.

Удосконалено: 1) дефініцію поняття «активів інституту спільного інвестування», під якими пропонується розуміти сформовану за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна та корпоративних прав, які перебувають в управлінні компанії з управління активами і вкладаються в об’єкти інвестиційної діяльності з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту в інтересах учасників інституту спільного інвестування; 2) правовий механізм захисту прав та інтересів учасників пайового фонду шляхом законодавчого закріплення права компанії з управління активами на звернення до суду в інтересах учасників пайового фонду у зв’язку із здійсненням діяльності з управління активами пайового фонду; 3) порядок відшкодування витрат, які здійснила ліквідаційна комісія у зв’язку з припиненням функціонування пайового фонду, шляхом закріплення максимального розміру таких витрат. З урахуванням позитивного зарубіжного досвіду запропоновано, щоб такі витрати відшкодовувались у розмірі не більше 2 відсотків від вартості чистих активів пайового фонду, яка обчислюється станом на день прийняття рішення про припинення функціонування пайового фонду; 4) правовий механізм забезпечення прав кредиторів компанії з управління активами пайового фонду, вимоги яких забезпечені заставою. З урахуванням правової природи заставних відносин та призначення застави запропоновано, щоб вимоги кредиторів, які забезпечені заставою, задовольнялись за рахунок майна, яке перебуває у заставі та без урахування черговості задоволення вимог інших кредиторів.

Набули подальшого розвитку: 1) правова позиція про те, що грошові кошти, які передаються компанії з управління активами, не стають її власністю, оскільки такі грошові кошти та активи, що становлять пайовий фонд, підлягають юридичному і фактичному відокремленню від майна компанії з управління

активами; 2) положення про те, що пайовий фонд не є юридичною особою чи її відокремленим підрозділом та не виступає суб'єктом правовідносин щодо здійснення інвестиційної діяльності; 3) правова позиція про договірну природу пайового фонду як форми реалізації інвестицій. В основу правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду покладено норми зобов'язального права, а сам пайовий фонд позбавлений правосуб'єктності. Результати дисертаційного дослідження можуть бути використані при подальшому дослідженні проблем пайового фонду як договірної форми реалізації інвестицій; для вдосконалення чинного законодавства України, що регулює порядок здійснення спільного інвестування у формі пайового фонду; при розробці проспектів емісій, регламентів, інвестиційних декларацій пайового фонду, вирішенні інвестиційних спорів; при підготовці навчально-методичних посібників і підручників, для проведення лекційних занять з навчальної дисципліни «Цивільне право України», «Правове регулювання інвестиційної діяльності», для підготовки відповідних спецкурсів і науково-практичного коментаря до Закону України «Про інститути спільного інвестування».

Ключові слова: договір, інвестиційна діяльність, інвестиції, пайовий фонд, спільне інвестування, управління активами.

SUMMARY

Klapatyi D.Y. Share investment fund as a form of collective investment in Ukraine (civil law aspect) - Qualifying scientific work on the rights of manuscript.

Dissertation for the scientific degree of Candidate of Science of Law on specialty 12.00.03 – Civil Law and Civil Procedure; Family Law; International Private Law. – Ivan Franko National University of Lviv of the Ministry of Science and Education of Ukraine, Lviv, 2019.

The topicality of the dissertation theme is caused by the necessity to analyze the legal nature and the essence of the relations of collective investing in a form of a share investment fund, to develop recommendations based on the analysis of the judicial practice and to improve the legislation in the sphere of legal regulation of investment activity in a form of share investment fund.

Chapter 1 «General-theoretical characteristics of the share investment fund» is composed of three subchapters and is dedicated to analyzing the legal nature of the share investment fund (hereinafter – share fund), classification of share funds and its specific features. The peculiarities of the development of the legislation on share funds are determined, the stages of its formation are proposed. The share fund is a form of collective investment and cannot be considered a subject of legal relations. The features are described and the definition of the concept of a socially-oriented share fund is proposed. The classification of share funds on the basis of the proposed criteria was carried out

Chapter 2 «Peculiarities of share fund's operation as a form of investment activity» is composed of four subchapters. This chapter outlines the methodological principles of the study of investment activity in the form of a share fund, peculiarities and the legal nature of the relations of joint investing in a form of a share fund were described. The system of contracts, which regulate the relations of realizing investments in a form of a share fund, was characterized. A separate construction of share fund management contract was proposed. Legal regime of the share fund's assets, which

belong to participants of a share fund was defined. When investing money into a share fund, the ownership right of the participants of a share fund is transformed from the private property right to the assets to the joint shared property to assets of a share fund, which is certified by an investment certificate.

Chapter 3 “Termination of an investment activity in a form of a share investment fund” is composed of two subchapters. The reasons for termination of the share fund’s functioning were analyzed. The necessity to foresee in the legislation a possibility to change the asset management company, in particular in cases, when such company was liquidated, or the license of such company to manage the assets of the institutional investors was substantiated. Changing the asset management company under such circumstances will enable to continue the share fund’s functioning in cases when there is a positive dynamics of share fund’s value growth. Legal consequences of share fund’s termination were characterized. Peculiarities of satisfying the claims of the asset management company’s creditors were clarified. The necessity to satisfy the claims of creditors, which are secured by a mortgage, out of turn and on the account of a pledged property was justified. Changes to the legislation concerning the amount of compensation, which is to be done to the liquidation commission for carrying out activities dealing with the share fund’s termination, were proposed.

Dissertation is one of the first complex researches in Ukraine dealing with civil law regulation of the relations of carrying out investment activity in a form of a share fund. As a result of the research several provisions, conclusions and proposals were formulated. In particular:

For the first time: 1) author’s definition of a share fund as a form of joint investing was proposed. Share fund is form of joint investing, foreseen by the legislation, which means collecting and uniting the money of collective investors in a sole fund without establishing a separate legal entity, in order to further invest such money into objects of investing, aimed at receiving profit and/or achieving social effect; 2) author’s definition of the notion “socially oriented share fund” was suggested. Socially oriented fund is a share fund, which main direction of functioning is in achieving social effect to satisfysocial needs; 3) it had been established that functioning of a share fund

encompasses two groups of relations, namely: relations of share fund's assets management and relations of realizing investments in the form of a share fund; 4) subjects' composition of the relations of realizing investments in the share fund was defined. Participants of such relations are collective investors – participants of the share fund are institutional investor – asset management company of the share fund; 5) author's definition of the notion of form of joint investing was proposed. Under the form of joint investing one should understand the legislative mechanism of collecting money and other proprietary values and uniting such money or values into a sole fund in order to conduct an investment activity; 6) The necessity to foresee in the legislation the share fund's management contract was suggested. Under the share fund's management contract one party (investor) by acquiring investment certificates transfers the money to the other party (asset management company) and the other party on a paid basis is obliged to establish a share fund for the account of the collected money, to perform the joint investing activity and professionally manage the assets of the share fund in the interests of investors in order to gain profit and/or achieve social effect according to the contract rules and the legislation; 7) the necessity to foresee in the legislation the order of realizing assets of the share fund's assets at the auction, except securities of the share fund, which are undergoing listing procedure was established; 8) was suggested to classify the share funds using such criteria: depending on the possibility to pay dividends on investment certificates; depending on the procedure of share fund's investment certificates circulation at the securities market; depending on the additional legislative requirements concerning participation of natural persons in the share fund; depending on sectoral direction.

Improved: 1) the definition of the notion of "assets of the joint investing institutes", under which one should understand the totality of property and corporate rights, which are managed by the asset management company and which are invested into objects of investing activity in order to gain profit and/or achieve social effect in the interests of joint investment institute participants; 2) legal mechanism of protection of rights of the share fund's participants by granting the asset management company the right to apply to the court in the interests of the share fund's participants due to the

activity of managing the fund's assets; 3) procedure of compensating the expenses, made by the liquidation commission due to termination of the share fund's functioning. Taking into consideration foreign experience it was suggested that such compensation shall not exceed the 2 percent of the net asset value of the share fund calculated at the day, when the decision to terminated the share fund's functioning was made; 4) legal mechanism of securing the rights of creditors of the asset management company, whose claims are secured by a pledge. Taking into account the legal nature of the relations of pledge, it was suggested that claims of creditors, which are secured by pledge, should be satisfied for the account of property, which is in pledge and without taking into account the order of satisfying of claims of other creditors.

Further developed: 1) legal opinion that the money, which are transferred to the asset management company, does not become the property of such company, since such money and assets, which comprise a share fund, shall be legally and actually separated from the property of the asset management company; 2) provision that a share fund is not a legal entity or a separated unit of a legal entity and is not a subject of the investment activity relations; 3) legal position about the contractual nature of the share fund as a form of realizing investments. The rules of the law of obligation are laid into the basis of the relations of realizing relations in a form of a share fund, and the share fund itself is deprived of legal personality.

The results of the dissertation can be applied in further researching the issues of a share fund as a contractual form of realizing investments; to improve the national legislation of Ukraine, which regulates the procedure of realizing investments in a form of a share fund; when developing prospectus of issue, rules and investment declarations of a share fund, when resolving investment disputes; to prepare educational and methodic manuals and guides, carrying out lectures on the discipline "Civil law of Ukraine", "Legal regulation of investment activity" and to develop relevant special courses and scientific and practical commentary to the Law of Ukraine "On Institutes of Collective Investing".

Keywords: collective investing, contract, investment activity, investments, management of assets, share fund.

Список публікацій здобувача за темою дисертації:

в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Клапатий Д. Й. Інвестиційні фонди договірного типу: історія та сучасний стан розвитку.*Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія "Право"*. 2013. №22. С. 235 – 240.

2. Клапатий Д. Й. Поняття пайового інвестиційного фонду.*Актуальні проблеми держави і права. Збірник наукових праць.* 2014. №72. С. 212 – 218.

3. Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд в структурі цивільного правовідношення.*Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія "Юридичні науки"*. 2014. №5. С. 192 – 198.

4. Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд як правова форма реалізації інвестицій. *Європейські перспективи*. 2014. №10. С. 153 – 160.

5. Клапатий Д. Й. Порядок укладення договору управління активами пайового інвестиційного фонду: порівняльний аналіз законодавства України та держав-членів Європейського Союзу. *Jurnalul Juridic National: Teorie si Practica*. 2015. № 2. С. 64 – 69.

6. Klapatyi D. Y. Rights of participants of the share investment fund. *Legea si Viata*. 2018. № 9-1. P. 39 – 43.

які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

7. Клапатий Д. Й. Форми інститутів спільного інвестування: світовий досвід. *Актуальні проблеми прав людини, держави та правової системи:* тези доповідей Міжнародної студентсько-аспірантської наукової конференції (26 – 28 квітня 2013 року) Львів. С. 54 – 56.

8. Клапатий Д. Й. Новели законодавчого забезпечення функціонування пайових інвестиційних фондів. *Актуальні питання публічного та приватного права в контексті сучасних процесів реформування законодавства:* матеріали

міжнародної науково-практичної конференції (26 – 27 квітня 2013 року) Херсон. С. 100 – 102.

9. Клапатий Д. Й. Гармонізація законодавства України про пайові інвестиційні фонди із законодавством ЄС в контексті євроінтеграції. *Правовые реформы в Молдове, Украине и Грузии в контексте евроинтеграционных процессов*: международная научно-практическая конференція. (7 – 8 ноября 2014 года). Республика Молдова. Кишинев. С. 241 – 246.

10. Клапатий Д. Й. Досягнення соціального ефекту як мета реалізації інвестицій у пайовому інвестиційному фонді. Верховенство права та правова держава:матеріали міжнародної науково-практичної конференції (16 – 17 жовтня 2015 року) Ужгород. С. 90 – 93.

11. Klapatyi D. Y. Legal Nature of the Purchase and Sale Contract of the Share Investment's Fund Certificates. Europska tradicia v medzinarodnom prave:uplatnovanie ludskych prav: zbornik prispevkov z medzinarodnej vedeckej konferencie. (6 -7 maj 2016) Bratislava. P. 123 – 126.

12. Клапатий Д.Й. Забезпечення права на інформацію як передумова здійснення інвестицій у формі пайового інвестиційного фонду. *Інтеграція юридичної науки і практики як основа сталого розвитку правової системи:* матеріали міжнародної науково-практичної конференції (8 – 9 листопада 2018 р.) Дніпро. С. 64 – 67.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ 14

ВСТУП 15

РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНОТЕОРЕТИЧНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПАЙОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ 25

1.1. Становлення законодавства про пайові інвестиційні фонди в Україні 25

1.2. Поняття пайового інвестиційного фонду 42

1.3. Класифікація пайових інвестиційних фондів 63

Висновки до розділу 1 81

РОЗДІЛ 2. ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПАЙОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ ЯК ФОРМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ 85

2.1. Методологічні засади дослідження інвестиційної діяльності у формі пайового інвестиційного фонду 85

2.2. Реалізація інвестицій у формі пайового інвестиційного фонду 93

2.3. Договірні відносини, що опосередковують реалізацію інвестицій у пайовому інвестиційному фонді 107

2.4. Правовий режим активів пайового інвестиційного фонду 132

Висновки до розділу 2 150

РОЗДІЛ 3. ПРИПИНЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ У ФОРМІ ПАЙОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ 154

3.1. Підстави припинення функціонування пайового інвестиційного фонду 154

3.2. Правові наслідки припинення функціонування пайового інвестиційного фонду 177

Висновки до розділу 3 199

ВИСНОВКИ 204

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 209

ДОДАТОК А СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ ТА ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ 230

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ДКЦПФР – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

ЄДРІСІ – Єдиний державний реєстр інститутів спільного інвестування.

Закон «Про ІСІ» від 2001 року – Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 р. № 229-III.

Закон «Про ІСІ» від 2012 року – Закон України «Про інститути спільного інвестування від 05.07.2012 р. № 5080-VI.

Закон «Про інвестиційну діяльність» – Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.1991 р. № 1560-XII.

ІСІ – Інститут спільного інвестування.

КУА – Компанія з управління активами.

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Пайовий фонд – Пайовий інвестиційний фонд.

Положення № 2605 – Положення про порядок припинення пайового фонду, затверджене Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19.11.2013 р. № 2605.

УАІБ – Українська асоціація інвестиційного бізнесу.

ЦК України – Цивільний кодекс України.

ВСТУП

Актуальність теми. Одним із пріоритетних завдань, які стоять перед Україною на сучасному етапі, є збільшення темпів економічного зростання, що потребує залучення якомога більшої кількості інвестицій у різні галузі національної економіки. В країнах з розвинутою ринковою економікою особлива увага присвячується юридичній регламентації правовідносин, які виникають у процесі залучення КУА коштів юридичних та фізичних осіб з метою їх подальшого інвестування у високоліквідні активи з метою отримання прибутку. Створення сприятливого, стабільного і безпечного правового поля для інвесторів полягає у забезпеченні прозорості функціонування ІСІ, закріпленні ефективних механізмів захисту прав та інтересів інвесторів.

Незважаючи на те, що становлення пайових фондів в Україні відбувалось упродовж декількох етапів, все ж, існує чимало проблем законодавчої регламентації функціонування пайових фондів, про що свідчить як аналіз відповідного законодавства, так і судової практики. Хоча інтерес науковців до дослідження цивільно-правових проблем функціонування пайових фондів стає дедалі більшим, можна констатувати про існування чималої кількості теоретичних та практичних проблем, які є ще досі невирішеними. Вказані проблеми стосуються, насамперед, особливостей функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування.

Теоретичним підґрунтям для проведення дисертаційного дослідження стали наукові праці українських та зарубіжних вчених: В. І. Бірюкова, В. І. Борисової, В. В. Валласа, А. Й. Варбартона, І. В. Венедіктової, М. В. Венецької, О. М. Вінник, В. В. Вітрянського, М. К. Галянтича, А. А. Герц, О. М. Гнатів, О. В. Дзери, А. С. Довгерта, О. Є. Желєзова, Ю. М. Жорнокуй, Ю. О. Заіки, О. Р. Зайцева, К. В. Іванової, О. В. Ільківа, О. Ю. Кампі, О. Р. Кібенко, С. Е. Кірша, В. М. Коссака, Н. С. Кузнєцової, В. В. Луця, Й. В. Маркхама, Р. А. Майданика, А. В. Майфата, Т. Т. Оксюка, М. В. Плющева, В. В. Рєзнікової, З. В. Ромовської, О. Е. Сімсон, О. А. Слободяна, Г. С. Спаволда, І. В. Спасибо-

Фатєєвої, Є. О. Суханова, О. П. Сущ, Є. О. Харитонова, О. І. Харитонової, В. І. Цікало, Я. М. Шевченко, С. І. Шимон, Ю. М. Юркевича, В. Л. Яроцького, О. С. Яворської та інших науковців.

Аналіз наукових джерел свідчить про те, що, здебільшого, вченими-цивілістами досліджувались правові проблеми правовідносин щодо управління активами пайового фонду, правового статусу КУА тощо, а сам пайовий фонд розглядався як сукупність активів, а не форма спільного інвестування. Так, у дисертаційному дослідженні О.А. Слободян «Цивільно-правове регулювання управління пайовим інвестиційним фондом» (2013 р.) висвітлювались питання цивільно-правової природи управління пайовим фондом, особливості укладення, зміни та припинення договору управління пайовим фондом. Водночас, у вказаному дослідженні аналізувались норми Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15.03.2001 р. № 2299-III, який втратив чинність 1 січня 2014 року з набуттям чинності Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI. Цим Законом було передбачено істотні зміни стосовно законодавчої регламентації функціонування пайових фондів, які потребують окремих комплексних досліджень. У дисертації О.М. Гнатів «Правовий режим пайових цінних паперів: цивілістичний аспект (2014 р.) досліджувались питання, пов’язані з обігом пайових цінних паперів. У дисертаційному дослідженні Полянської І.Я. «Права інвесторів при здійсненні спільного інвестування: порівняння з європейськими правовими моделями» (2016) було проведено аналіз прав учасників пайового фонду та корпоративного фонду, пов’язані із здійсненням інвестиційної діяльності у формі пайового та корпоративного фонду.

Не були предметом комплексних дисертаційних досліджень особливості суб’єктного складу правовідносин з реалізації інвестицій у формі пайового фонду, порядок здійснення учасниками пайового фонду права спільної часткової власності на активи пайового фонду, договірні правовідносини, які опосередковують реалізацію інвестицій у пайовому фонді. Досі недостатньо дослідженими залишаються питання, пов’язані із функціонуванням пайових

фондів, умови участі в яких передбачають здійснення інвестування не лише з метою отримання прибутку, але й для досягнення соціального ефекту.

Необхідність комплексних наукових досліджень пайового фонду як форми спільного інвестування актуалізується також з огляду на положення ратифікованої Україною 16 вересня 2014 року Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, умови якої передбачають співпрацю договірних сторін у сфері фінансових послуг для забезпечення ефективного та належного захисту інвесторів та інших споживачів фінансових послуг. Відтак, зростає актуальність проведення порівняльної характеристики з метою врахування позитивного досвіду законодавчої регламентації функціонування інвестиційних фондів в державах-членах Європейського Союзу.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дослідження виконано відповідно до планових тем наукової роботи кафедри цивільного права та процесу юридичного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка «Удосконалення механізму правового регулювання у світлі новелізації цивільного законодавства» (2012 – 2014 рр., номер державної реєстрації 0112U003754) та «Проблеми уніфікації цивільного законодавства України з правом ЄС» (2016 – 2018 рр., номер державної реєстрації 0116U001703).

Мета і завдання дослідження. Мета дослідження полягає у науковому обґрунтуванні теоретичних положень цивільно-правового регулювання здійснення інвестицій у формі пайового фонду та формулюванні пропозицій, спрямованих на удосконалення законодавства України про пайові фонди та практику його застосування.

Для досягнення цієї мети потрібно було розв'язати такі завдання:

– дослідити особливості становлення законодавства про пайові фонди в Україні;

– визначити поняття та правову природу пайового фонду і його місце в структурі цивільних правовідносин;

– проаналізувати критерії класифікації пайових фондів;

– дослідити правову природу договірних правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді;

– проаналізувати правовий режим активів пайового фонду;

– з'ясувати підстави та правові наслідки припинення функціонування пайового фонду;

– обґрунтувати рекомендації, спрямовані на вдосконалення чинного законодавства про пайові фонди та практики його застосування.

Об'єктом дослідження є суспільні відносини, які виникають у зв'язку із функціонуванням пайового фонду як форми спільного інвестування.

Предметом дослідження є пайовий фонд як форма спільного інвестування в Україні, вітчизняні та іноземні нормативно-правові акти у сфері інвестиційної діяльності, правозастосувальна практика.

Методи дослідження, що використовувалися, були обрані відповідно до мети і завдань дослідження, з урахуванням його об'єкта та предмета. Було використано дві групи методів наукового пізнання – загальнонаукові та спеціальні методи пізнання правових явищ. Діалектичний метод супроводжував увесь процес дисертаційного дослідження, дозволив визначити місце пайового фонду в структурі інвестиційних правовідносин, встановити особливості реалізації інвестицій у пайовому фонді (підрозділи 1.2, 2.2, 2.3); методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції були використані при формулюванні основних понять та наукових пропозицій щодо вдосконалення пайового фонду як форми спільного інвестування (підрозділи 1.2, 1.3, 2.2, 2.3, 2.4); метод системно-історичного аналізу – було використано для дослідження етапів становлення національного законодавства про пайові фонди (підрозділ 1.1); метод структурного аналізу – для з'ясування змісту договору про управління пайовим фондом (підрозділи 2.2, 2.3); синергетичний метод дав змогу проаналізувати договір про управління пайовим фондом як спосіб самоорганізації учасників правовідносин щодо реалізації

інвестицій у формі пайового фонду (підрозділи 2.2, 2.3); порівняльний – для порівняння вітчизняного та зарубіжного цивільного законодавства, міжнародних актів, що визначають особливості функціонування пайових фондів (підрозділи 1.1, 1.2, 1.3, 2.2, 2.3, 3.1); формально-юридичний – для аналізу змісту актів цивільного законодавства, що визначають порядок функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування та практики його застосування (підрозділи 2.2, 2.3, 3.1, 3.2); метод тлумачення правових норм – для встановлення змісту норм законодавства, які стосуються пайових фондів (підрозділи 2.2, 2.3, 2.4, 3.1, 3.2); теоретичного моделювання – при розробці пропозицій щодо внесення змін до законодавчих та підзаконних нормативно-правових актів, що визначають особливості реалізації інвестицій у формі пайового фонду (підрозділи 1.2, 2.2, 2.3, 2.4, 3.1, 3.2). Метод узагальнення надав можливість узагальнити одержані результати і на основі цього обґрунтувати висновки та пропозиції (підрозділи 2.2, 2.3, 3.2).

Емпіричну основу дослідження становлять документи, які визначають особливості функціонування пайових фондів України (регламенти, інвестиційні декларації, проспекти емісії), практика укладення та виконання договорів про придбання інвестиційних сертифікатів пайових фондів та матеріали судових справ щодо спорів, пов’язаних з правовідносинами щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді, нормативно-правові акти окремих іноземних держав, які визначають порядок реалізації інвестицій у формі пайового фонду.

Нормативну базу дослідження становлять положення Цивільного кодексу України, Закону України «Про інститути спільного інвестування», Закону України «Про інвестиційну діяльність», Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», інші нормативно-правові акти України.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в тому, що дисертаційна робота є одним з перших в Україні комплексних досліджень цивільно-правового регулювання пайового інвестиційного фонду як форми

спільного інвестування за законодавством України. Наукову новизну дисертації становлять такі основні положення:

Вперше:

1) запропоновано авторське визначення пайового фонду як форми спільного інвестування. Пайовий фонд – це передбачена законодавством форма спільного інвестування, яка полягає у залученні та об’єднанні грошових коштів колективних інвесторів у єдиний фонд без створення юридичної особи, для подальшого вкладення цих коштів в об’єкти інвестування з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту;

2) обґрунтовано авторське визначення поняття «соціально-орієнтованого пайового фонду». Соціально-орієнтованим пропонується вважати пайовий фонд, одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту для задоволення суспільних потреб;

3) встановлено, що функціонування пайового фонду охоплює дві групи правовідносин, а саме: правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді;

4) визначено суб’єктний склад правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді. Суб’єктами цих правовідносин є колективні інвестори – учасники пайового фонду та інституційний інвестор – КУА;

5) запропоновано авторське визначення поняття форми спільного інвестування, під якою слід розуміти передбачений законодавством механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів та їх об’єднання в єдиний фонд з метою здійснення інвестиційної діяльності;

6) обґрунтовано доцільність законодавчого визначення договору про управління пайовим фондом. За договором про управління пайовим фондом одна сторона (інвестор) шляхом придбання інвестиційних сертифікатів передає грошові кошти другій стороні (КУА), а друга сторона за винагороду зобов’язується сформувати пайовий фонд за рахунок залучених коштів інвесторів, здійснювати діяльність із спільного інвестування і професійне управління активами пайового фонду в інтересах інвесторів з метою одержання прибутку

та/або досягнення іншого соціального ефекту відповідно до умов договору та чинного законодавства;

7) встановлено необхідність законодавчого порядку реалізації активів пайового фонду ліквідаційною комісією шляхом проведення аукціону, за винятком цінних паперів, що входять до складу активів пайового фонду та проходять процедуру лістингу;

8) запропоновано класифікувати пайові фонди за такими критеріями: залежно від можливості здійснення виплати дивідендів за інвестиційними сертифікатами пайового фонду; за порядком обігу інвестиційних сертифікатів пайового фонду на ринку цінних паперів; залежно від наявності додаткових, передбачених законодавством, вимог щодо участі фізичних осіб у пайовому фонді; за галузевим спрямуванням.

Удосконалено:

9) дефініцію поняття «активів інституту спільного інвестування», під якими пропонується розуміти сформовану за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна та корпоративних прав, які перебувають в управлінні КУА і вкладаються в об’єкти інвестиційної діяльності з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту в інтересах учасників інституту спільного інвестування;

10) правовий механізм захисту прав та інтересів учасників пайового фонду шляхом законодавчого закріплення права КУА на звернення до суду в інтересах учасників пайового фонду у зв’язку із здійсненням діяльності з управління активами пайового фонду;

11) порядок відшкодування витрат, які здійснила ліквідаційна комісія у зв’язку з припиненням функціонування пайового фонду, шляхом закріплення максимального розміру таких витрат. З урахуванням позитивного зарубіжного досвіду запропоновано, щоб такі витрати відшкодовувались у розмірі не більше 2 відсотків від вартості чистих активів пайового фонду, яка обчислюється станом на день прийняття рішення про припинення функціонування пайового фонду;

12) правовий механізм забезпечення прав кредиторів КУА пайового фонду, вимоги яких забезпечені заставою. З урахуванням правової природи заставних відносин та призначення застави запропоновано, щоб вимоги кредиторів, які забезпечені заставою, задовольнялись за рахунок майна, яке перебуває у заставі та без урахування черговості задоволення вимог інших кредиторів.

Набули подальшого розвитку:

13) правова позиція про те, що грошові кошти, які передаються КУА, не стають її власністю, оскільки такі грошові кошти та активи, що становлять пайовий фонд, підлягають юридичному і фактичному відокремленню від майна КУА;

14) положення про те, що пайовий фонд не є юридичною особою чи її відокремленим підрозділом та не виступає суб'єктом правовідносин щодо здійснення інвестиційної діяльності;

15) правова позиція про договірну природу пайового фонду як форми реалізації інвестицій. В основу правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду покладено норми зобов'язального права, а сам пайовий фонд позбавлений правосуб'єктності.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що викладені в дисертації положення, висновки та пропозиції можуть бути використані в:

– науково-дослідній діяльності – при подальшому дослідженні проблем пайового фонду як договірної форми реалізації інвестицій;

– правотворчій діяльності – для вдосконалення чинного законодавства України, що регулює порядок здійснення спільного інвестування у формі пайового фонду;

– правозастосовній практиці – при розробці проспектів емісій, регламентів, інвестиційних декларацій пайового фонду, вирішенні інвестиційних спорів;

навчальному процесі – при підготовці навчально-методичних посібників і підручників, для проведення лекційних занять з навчальної дисципліни «Цивільне право України», «Правове регулювання інвестиційної діяльності», для підготовки відповідних спецкурсів і науково-практичного коментаря до Закону України «Про інститути спільного інвестування».

Особистий внесок здобувача. Дисертаційне дослідження виконано дисертантом самостійно. Основні теоретичні положення та розробки, що характеризують наукову новизну дослідження, теоретичне і практичне значення його результатів, одержані дисертантом особисто.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження теоретичного та практичного характеру були оприлюднені на науково-практичних конференціях: Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні питання публічного та приватного права у контексті сучасних процесів реформування законодавства» (м. Херсон, 26 – 27 квітня 2013 р.); XII Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Актуальні проблеми прав людини, держави та правової системи» (Львів, 26 – 28 квітня 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Правові реформи в Молдові, Україні і Грузії у контексті євроінтеграційних процесів» (м. Кишинів, Республіка Молдова, 7 – 8 листопада 2014 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Верховенство права та правова держава» (м. Ужгород, 16 – 17 жовтня 2015 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Європейська традиція в міжнародному праві: реалізація прав людини» (м. Братислава, Словацька Республіка, 6 −7 травня 2016 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Інтеграція юридичної науки і практики як основа сталого розвитку правової системи» (м. Дніпро, 8 – 9 листопада 2018 р.).

Публікації. Основні положення та висновки дослідження, що сформульовані у дисертації, відображено у 12 наукових публікаціях, з яких 4 – у виданнях, які входять до переліку наукових фахових видань, 2 статті – у наукових виданнях іноземних держав, 6 тезах доповідей на конференціях.

Структура та обсяг дисертації. Структура дисертації зумовлена метою, завданнями та логікою дослідження. Робота складається із вступу, трьох розділів, що включають дев’ять підрозділів, висновків, списку використаних джерел та додатку. Загальний обсяг дисертації становить 230 сторінок, з них основний текст – 191 сторінку, список використаних джерел з 214 найменувань на 20 сторінках та додаток на 2 сторінках.

РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНОТЕОРЕТИЧНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПАЙОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ

1.1. Становлення законодавства про пайові інвестиційні фонди в Україні

Законодавча конструкція пайового фонду не є надбанням національного законодавства України, а тому при розробці нормативної бази про пайові та корпоративні фонди до уваги було використано досвід функціонування таких ІСІ у зарубіжних країнах. Відтак, важливо проаналізувати особливості становлення пайових інвестиційний фондів не тільки в Україні, але й в інших країнах світу.

Перший інвестиційний фонд виник в Англії у другій половині XIX ст., а саме у 1867 році, коли було створено пайовий траст (Foreign and Colonial Investment Trust), який вважається першим диверсифікованим інвестиційним фондом [1, с. 15]. З огляду на те, що перший інвестиційний фонд був створений відповідно до положень права довірчої власності, а не корпоративного права, можемо стверджувати що такий фонд мав договірну природу.

Успішний розвиток пайових трастів в Англії мав своїм наслідком запровадження окреслених інвестиційних фондів в інших країнах, у тому числі й США, де при створенні пайових трастів використовувалась аналогічна модель, що в Англії. Так, у 1890 р. у США був створений Траст Нью-Йоркської Фондової Біржі (The New York Stock Trust), згодом у 1893 р. створюється Бостонський Траст Рухомого Майна (Boston Personal Property Trust) [2, с. 445] тощо. Як в Англії, пайові трасти США кінця XIX початку XX ст. були також закритого типу та давали можливість своїм учасникам інвестувати невеликі суми заощаджень у значну кількість цінних паперів, і цим самим диверсифікувати свої активи. Водночас, між пайовими трастами Англії та США, все ж, існували певні відмінності. Так, на думку Й.В. Маркхама, торгівля цінними паперами, які входили до складу пайових трастів Англії не була активною, а цінні папери одного виду перебували у складі активів пайового трасту впродовж тривалого часу, в той час як у США, навпаки, пайові трасти створювалися зі спекулятивною метою,

спрямованою на збільшення обсягу активів, а відтак збільшення ринкової вартості цінних паперів такого трасту [2, с. 70].

Цікавим є процес формування інвестиційних фондів договірного типу в країнах континентальної Європи, зокрема Федеративної Республіки Німеччини, Франції, Люксембургу та інших країн, правові системи яких належать до романо-германського типу [3, с. 56]. Становлення інвестиційних фондів договірного типу у цих країнах розпочалось у 50-60 рр. XX ст. а створенню цих фінансових інструментів передував процес прийняття відповідних законодавчих актів, які встановлювали правові особливості їхнього функціонування, зокрема Федеративна Республіка Німеччина (1954 р.), Франція (1988 р.) тощо [4, с. 10]. Під час прийняття законів, які визначали особливості функціонування інвестиційних фондів договірного типу більшості країн континентальної Європи, була запозичена модель, втілена у законодавстві Федеративної Республіки Німеччини та Люксембургу [5, с. 480]. Аналізуючи особливості законодавчої регламентації інвестиційних фондів договірного типу в країнах континентальної Європи та Англії можна прослідкувати певну відмінність, яка полягала у тому, що пайові трасти Англії виникали на базі чинного на той час цивільного та господарського законодавства, відтак спеціальне законодавство, яке визначало особливості функціонування таких трастів приймалось уже після того як ці фінансові інститути виникли на фондовому ринку, і лише з метою удосконалення та деталізації їхньої законодавчої регламентації. У країнах континентальної Європи з романо-германською правовою системою, зокрема у Федеративній Республіці Німеччині, такі фонди виникали лише після прийняття відповідного закону парламентом [6, с. 238].

Очевидним є те, що правова конструкція сучасних інвестиційних фондів договірного типу, зокрема таких країн як Федеративна Республіка Німеччина, Франція, Люксембург, Австрія, Бельгія, Данія, Фінляндія, Італія, Швеція, Португалія, Іспанія тощо, була запозичена із законодавства країн англо-американської правової системи, зокрема Англії, де інвестиційні фонди договірного типу створювались на засадах права довірчої власності [4, с. 11].

Водночас, при намаганні законодавчо регламентувати інвестиційні фонди договірного типу в країнах, які належать до романо-германської правової системи, виникала проблема адаптації запозиченої правової конструкції пайового трасту до відповідних національних правових традицій правозастосування. Ця проблема була зумовлена специфічними ознаками трасту, як інституту англо-американського права, адже на відміну від країн з англо-американською правовою системою, законодавство країн, де утвердилась романо-германська правова система, не визнає можливості відокремлення правомочностей власника від титулу на певну річ. Вважається, що власник або зберігає за собою правомочності щодо речі у повному обсязі, або ж втрачає їх разом із правом власності на річ [7, с. 39]. Саме тому, більшість тогочасних інвестиційних фондів договірного типу Федеративної Республіки Німеччини та інших країн створювались виходячи з положень зобов'язального права, яке передбачало, що у речі повинен бути лише один власник, відтак можемо говорити про те, що відбувалась адаптація ознак пайового трасту Англії до правових традицій країн з романо-германською правовою системою.

Цікавим видається досвід Федеративної Республіки Німеччини, де інвестиційні фонди договірного типу поділяються на два підвиди, а саме Treuhandlosung, який наділений ознаками пайового трасту та передбачає, що правом власності на активи фонду наділена управляюча компанія, яка перебуває у договірних відносинах з учасниками фонду, що є відображенням моделі пайового трасту та Miteigentumlosung, за якого активи фонду належать його учасникам на праві спільної власності, тоді як на управляючу компанію покладений обов'язок щодо управління активами цього фонду [5, с. 496]. Модель інвестиційного фонду договірного типу, за якої активи фонду належать його учасникам на праві спільної власності є притаманною для більшості країн континентальної Європи, зокрема Франції, Іспанії, Португалії, Швеції, Люксембургу.

Розвиток ІСІ в країнах з різними правовими системи дав можливість покласти в основу поділу інвестиційних фондів на договірні та корпоративні

критерій їхньої внутрішньої побудови (структури) та особливостей правових зв'язків, які виникають між суб'єктами спільного інвестування [8, с. 758]. Вказаний критерій поділу ІСІ вперше був закріплений в ст. 1 Директиви Ради 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)», яка до інвестиційних фондів договірного типу також відносила і пайові трасти (пайові довірчі товариства) [9].

Аналіз теоретичних джерел та положень нормативно-правових актів дозволяє виокремити такі основні особливості інвестиційних фондів договірного типу, а саме: 1) інвестиційні фонди договірного типу не мають статусу юридичної особи; 2) за ними не закріплюється на праві власності відокремлена частина певного майна; 3) в основу правової регламентації інвестиційних договірного типу покладені норми договірного права (contract law) (характерно для країн з романо-германською правовою системою) або ж права довірчої власності (trust law), (утвердилось у країнах з англосаксонською правовою системою) [9].

Враховуючи те, що правова система України ідентифікується з романо-германським типом правової системи [10, с. 15] можна дійти висновку про те, що при розробці проекту Закону «Про ІСІ» від 2001 року та інших нормативно-правових актів, які визначали правове становище ІСІ у системі національного законодавства України використовувався досвід законодавчої регламентації функціонування цих фінансових посередників у країнах з романо-германським типом правової системи.

Вперше, конструкція спільного інвестування була запроваджена у національну правову площину ще у 1994 році, коли було видано Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.1994 р. № 55/94 [11], яким було затверджено положення, що визначало правовий статус фінансових посередників, які здійснювали діяльність із спільного інвестування. Саме цим нормативним актом було закріплено законодавче визначення поняття спільного інвестування, інвестиційної декларації, окрім того встановлено правило

згідно з яким інвестиційний фонд здійснює діяльність виключно зі спільного інвестування, а також визначено форми здійснення спільного інвестування. Згідно із законодавчим визначенням, яке було закріплено у цьому указі, під спільним інвестуванням розумілась діяльність, яка здійснювалась в інтересах і за рахунок засновників та учасників інвестиційного фонду. Своєю чергою інвестиційний фонд міг існувати лише у формі юридичної особи. Указом також передбачалось існування взаємних фондів інвестиційних компаній, які мали статус філій таких інвестиційних компаній і здійснювали спільне інвестування від її імені.

Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії на той час створювались з метою забезпечення функціонування фондового ринку та обігу приватизаційних паперів [11]. Власне друга складова мети – забезпечення обігу приватизаційних паперів стане згодом чи не найосновнішою функцією інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, які здійснювали діяльність зі спільного інвестування шляхом створення взаємних фондів. Про це також свідчила уже чинна на той час норма ст. 9 Закону України «Про приватизацію майна державних підприємств» (у редакції закону від 04.03.1992 р. № 2163-XII) [12].

Згідно із законодавчим визначенням, інвестиційний фонд був наділений статусом юридичної особи, яка засновувалась у формі закритого акціонерного товариства [11]. Діяльність із спільного інвестування тогочасні інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, що засновували взаємні фонди, здійснювали шляхом випуску інвестиційних сертифікатів, які громадянами набували у власність за кошти або в обмін на приватизаційні папери. В подальшому, кошти, залучені інвестиційними фондами та інвестиційними компаніями від громадян інвестувались в цінні папери інших емітентів. Водночас, право обмінювати інвестиційні сертифікати на приватизаційні папери згідно з положеннями чинного на той час законодавства мали лише закриті інвестиційні фонди, та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній за умови, що такі фонди отримали дозвіл на здійснення комерційної діяльності з приватизаційними паперами, який видавався Фондом державного майна України. Також варто звернути увагу на певні обмеження, які стосувались можливості закритих фондів обслуговувати власників

приватизаційних паперів. Зокрема, такі обмеження полягали у тому, що учасникам такого інвестиційного фонду не гарантувався фіксований розмір дивідендів, а інвестиційні сертифікати підлягали викупові фондом не раніше ніж закінчився термін використання приватизаційних паперів. Цікавим було також і те, що інвестиційні фонди та інвестиційні компанії були наділені правом тримати у своїх активах до 25 відсотків цінних паперів одного емітента, якщо вказані цінні папери придбавались за приватизаційні папери [11]. Слід вказати, що аналогічні обмеження, щодо володіння інвестиційним фондом часткою цінних паперів одного емітента передбачались законодавством й інших країн, в яких відбувалась приватизація. Так, зокрема в Чехії таке обмеження становило 20 відсотків, Словаччині – 20 відсотків, Росії – 25 відсотків, Польщі – 33 відсотки, Литві – 50% [13, с. 98]. Проте, незважаючи на існування такого обмеження, інвестиційні фонди, які здійснювали діяльність із спільного інвестування шляхом вкладення приватизаційних майнових сертифікатів, все ж перетворились на інструменти концентрації власності [14, с. 390].

Пік функціонування інвестиційних фондів в Україні припав на період 1995 – 1997 рр. Так, на кінець 1995 року в Україні діяло 680 інвестиційних компаній і фондів, з яких 252 отримали дозволи Фонду Державного майна України на комерційну діяльність [15, с. 335]. Зазначеними фінансовими посередниками було акумульовано понад 19 мільйонів приватизаційних майнових сертифікатів та придбано акцій відкритих акціонерних товариств на суму, яка була еквівалентна вартості понад 14 мільйонів майнових сертифікатів [16].

Законодавством також передбачалось створення мережі центрів сертифікатних аукціонів, на які покладалось завдання забезпечення продажу акцій відкритих акціонерних товариств та інших об’єктів приватизації. Законодавча база, яка забезпечила згодом функціонування центрів сертифікатних аукціонів, була сформована лише на початку 1995 року, коли Постановою Кабінету Міністрів України від 24.02.1995 р. було затверджено Положення про центри сертифікатних аукціонів [17]. Відтак, враховуючи те, що інвестиційні фонди та

інвестиційні компанії уже діяли на фінансовому ринку майже рік, значна частина громадян звернулась за послугами саме до цих фінансових посередників.

Приватизаційні процеси, через залучення до них фінансових посередників, таких як закриті інвестиційні фонди, закриті взаємні фонди інвестиційних компаній, довірчі товариства характеризувались значною кількістю зловживань з боку їх посадових осіб [15, с. 336]. Так, недосконалість законодавчої бази, яка регламентувала діяльність інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, відсутність належного контролю з боку уповноважених державних органів, низький рівень ліквідності цінних паперів, у які інвестиційні фонди здійснювали інвестування, низький рівень фінансової та правової грамотності населення, призвели до того, що задекларована мета щодо зниження ризику покупців при розміщенні вкладів в об’єкти приватизації шляхом звернення за послугами до фінансових посередників так і не була досягнута. Як зазначалось в Узагальненні судової практики Верховного Суду України в кримінальних справах про злочини посадових осіб довірчих, страхових товариств та інших небанківських структур, які залучали кошти громадян від 01.11.1999 р., діяльність фінансових посередників, таких як довірчі товариства, інвестиційні фонди та інвестиційні компанії здійснювалась, як правило, за принципом побудови фінансових «пірамід», за яких винагорода у вигляді відсотків за користування залученими від громадян коштами сплачувалась за рахунок наступних вкладників [18].

Це було зумовлено тим, що законодавство, яке регулювало діяльність окреслених структур чітко не визначало механізмів захисту прав та законних інтересів вкладників, та не регламентувало питання, які саме державні органи повинні були здійснювати контроль за законністю діяльності підприємницьких структур у сфері залучення коштів громадян. Водночас, контроль з боку органів державної влади за діяльністю інвестиційних фондів та інших фінансових посередників, які залучали кошти та приватизаційні майнові сертифікати громадян був неефективним [19].

Законодавче закріплення статусу таких фінансових посередників як інвестиційні фонди та інвестиційні компанії та залучення їх до процесу

приватизації давало змогу уникнути великої кількості власників акцій державних підприємств, що створювало б труднощі щодо здійснення управління ними. Такі інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній давали можливість сконцентрувати певну частину акцій підприємства у руках професійного управителя – інвестиційного керуючого, який здійснював управління активами інвестиційного фонду, диверсифікувати активи і забезпечити стабільне та поступове зростання вартості цих активів. Проте, з іншого боку, законодавець не подбав про те, щоб права та законні інтереси учасників інвестиційних фондів та інших небанківських фінансових установ, які залучали кошти та приватизаційні майнові сертифікати громадян, були забезпечені дієвими механізмами захисту. Йдеться про здійснення контролю за діяльністю цих фінансових посередників, притягнення до відповідальності їх посадових осіб. Своєю чергою діяльність інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній була непрозорою та часто неефективною, оскільки мета їхнього функціонування, як засвідчила судова практика, була зовсім іншою, аніж зниження ризику громадян при розміщенні вкладів в об’єкти приватизації. Значною мірою цьому сприяв і низький рівень правової та фінансової грамотності громадян, які звертались за послугами до таких посередників.

Численні факти зловживань та шахрайства з фінансовими ресурсами, що спричинило значну матеріальну та моральну шкоду громадянам, формували недовіру у населення до будь-яких фінансових посередників, у тому числі інвестиційних фондів та компаній, негативні наслідки чого можна спостерігати і сьогодні. Негативний імідж тодішніх ІСІ стримував їхній подальший розвиток. Так з 1997 року кількість інвестиційних фондів і взаємних фондів інвестиційних компаній скоротилась майже на дві сотні з 330 до 130 [15, с. 339].

Проблеми, які виникали у зв’язку із діяльністю інвестиційних фондів та інвестиційних компаній вимагали негайного вирішення, у тому числі шляхом прийняття відповідних законодавчих актів. Серед них можна виокремити, зокрема Указ Президента України «Про заходи щодо забезпечення прав громадян на використання приватизаційних майнових сертифікатів» від 07.08.1999 р. № 968/99

[20], яким було вирішено питання розрахунків з учасниками інвестиційних фондів та інвестиційних компаній у разі їх ліквідації та реорганізації.

В умовах подальшого розвитку ринку цінних паперів виникає необхідність імплементації більш ефективних механізмів та форм спільного інвестування, що дало б змогу посилити роль ІСІ, запровадити надійний та ефективний механізм залучення коштів колективних інвесторів, створити систему забезпечення прав та законних інтересів колективних інвесторів. Указом Президента України «Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році» від 30.10.1999 р. №1415/99 ставиться акцент на основних напрямах розвитку фондового ринку, зокрема щодо розбудови інфраструктури фондового ринку, вдосконалення системи захисту прав інвесторів, розвитку нормативно-правової бази, інформування та підвищення знань населення з питань функціонування фондового ринку. Крім того, в Указі Президента України зазначається про необхідність прискорення прийняття закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», нової редакції Закону України «Про цінні папери і фондову біржу», удосконалення правил діяльності ІСІ тощо [21].

Початком формування законодавчого забезпечення функціонування пайових фондів у національній правовій системі України стало прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15.03.2001 р. № 2299-III [22]. Вказаним законодавчим актом було окреслено правові рамки функціонування пайових фондів, запропоновано визначення поняття пайового фонду, визначено правову структуру пайового фонду, регламентовано механізми його створення та припинення тощо.

При розробці проекту Закону «Про ІСІ» від 2001 року, перед законодавцем постало завдання обрати найбільш оптимальний механізм здійснення спільного інвестування і водночас закріпити на законодавчому рівні гарантії та механізми захисту прав та законних інтересів інвесторів. Значну роль при розробці проекту Закону «Про ІСІ» від 2001 року відіграли норми європейського законодавства, зокрема нормативні положення Директиви Ради 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)», ключовою ідеєю яких є прозорість функціонування ІСІ, наявність ефективних механізмів захисту прав та інтересів їх учасників [9]. Ця директива, серед іншого визначала правовий статус інвестиційних фондів та встановлювала порядок їх ліцензування, здійснення нагляду за їхньою діяльністю уповноваженими державними органами а також запровадила принцип єдиного європейського паспорта ІСІ [23].

В основу проекту Закону України «Про ІСІ» від 2001року було покладено два види ІСІ, а саме корпоративний інвестиційний фонд та пайовий фонд. Перший створювався відповідно до норм корпоративного права у формі відкритого акціонерного товариства, водночас пайовий фонд не був наділений статусом юридичної особи та створювався відповідно до норм договірного права.

15 березня 2001 р. був прийнятий Закон «Про ІСІ» від 2001 року. У прикінцевих положеннях було закріплено порядок подальшого перетворення інвестиційних фондів та інвестиційних компаній у інститути спільного інвестування ІСІ нового зразка. Так, було встановлено, що відкриті інвестиційні фонди та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній повинні були ліквідуватись або привести свою діяльність згідно з вимогами встановленими Законом «Про ІСІ» від 2001 року, на що відводився дворічний строк. Водночас закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній продовжували свою діяльність до закінчення строку, на який вони були створені, після чого вони також повинні були прийняти рішення про свою реорганізацію у пайовий або корпоративний інвестиційний фонд або ліквідуватися [22]. Однак, станом на січень 2004 р. значна кількість інвестиційних фондів та інвестиційних компаній все ще не припинили свою діяльність через відсутність ресурсів необхідних для розрахунків з інвесторами [24, с. 72].

Ефективне запровадження нових видів ІСІ потребувало комплексного вирішення багатьох проблем, пов’язаних із їхнім майбутнім функціонуванням. Низький рівень довіри населення до цих фінансових посередників вказував на

необхідність розробки нової концепції розвитку та законодавчого забезпечення функціонування ІСІ на фондовому ринку України.

У березні 2001 р. Президент України видав Указ № 198/2001 «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України», яким затвердив «Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001 – 2005 рр. [24], де було визначено, у тому числі, напрями розвитку ІСІ та необхідні для цього заходи, серед них: приведення українського законодавства про ІСІ у відповідність із законодавством країн Європейського Союзу; визначення діяльності з управління активами ІСІ як виключної; здійснення заходів щодо формування у населення позитивного сприйняття діяльності ІСІ тощо [25].

Аналіз ключових положень Закону «Про ІСІ» від 2001 року вказує на якісно кращі механізми функціонування ІСІ, чого не було передбачено законодавством України, що визначало правовий статус інвестиційних фондів та інвестиційних компаній. Зокрема: 1) цей Закон спрямований на досягнення мети, яка не пов’язана із здійсненням приватизації, а, насамперед, спрямована на залучення та ефективне розміщення фінансових ресурсів інвесторів; 2) окремо виділяються ІСІ диверсифікованого та не диверсифікованого типів, щодо кожного з них Законом «Про ІСІ» від 2001 року встановлені окремі обмеження; 3) визначався порядок та обсяги розкриття КУА інформації про управління активами ІСІ; 4) передбачалось створення КУА резервного фонду з метою гарантування реалізації прав учасників ІСІ у разі завдання їм збитків внаслідок діяльності КУА тощо [15].

Після набуття чинності Законом «Про ІСІ» від 2001 року було прийнято значну кількість підзаконних нормативно-правових актів, що було зумовлено необхідністю забезпечення ефективного функціонування ІСІ на фінансовому ринку України. Важливу роль у цьому процесі відігравала Українська асоціація інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ), з якою 13.04.2001 р. Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР) підписала Меморандум про взаєморозуміння, яким було передбачено спільні їх дії щодо розробки нормативної бази та розгляд можливості передання окремих повноважень щодо

регулювання діяльності професійних учасників фондового ринку від Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку ДКЦПФР до УАІБ [26]. Характеризуючи 2001 рік, варто зазначити, що цей рік є початком періоду, коли ІСІ перестають відігравати роль посередників у приватизаційних процесах, а натомість починають виконувати більш притаманну їм функцію, яка полягає у залученні коштів від інвесторів для їх подальшого інвестування.

Упродовж наступних років ДКЦПФР спільно з УАІБ розробила та прийняла значну кількість підзаконних нормативних актів, які були покликані врегулювати окремі аспекти функціонування ІСІ, зокрема вказаними нормативними актами було врегульовано питання порядку здійснення реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового фонду, питання складу та структури активів ІСІ, особливості здійснення КУА професійної діяльності з управління активами ІСІ, розмір та склад витрат, що відшкодовуються за рахунок активів ІСІ, порядок визначення вартості чистих активів ІСІ тощо [26].

Як зазначає О. А. Слободян, протягом 2001 – 2005 рр. кількість пайових фондів збільшувалась достатньо повільно, причиною чого була недосконалість тогочасного законодавства, яке визначало правові засади функціонування фондового ринку в Україні. Вчений розвиває зазначене твердження вказуючи на те, що в законодавстві існував своєрідний правовий вакуум, що було зумовлено відсутністю належного законодавчого регулювання фондового ринку України, а Закон Верховної Ради УРСР «Про цінні папери та фондову біржу» не міг повною мірою регламентувати нові економіко-правові відносини, які були пов’язані із появою нових ІСІ [14, с. 393]. Погоджуючись з вказаним твердженням, варто наголосити, що повільний темп розвитку нових ІСІ був зумовлений не тільки відсутністю належного нормативно-правового регулювання, а й також проблемами проведення розрахунків інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній зі своїми учасниками через відсутність відповідних ресурсів [24. С. 72]. Як бачимо, обидва процеси відбувались паралельно, з одного боку здійснюється процедура реорганізації або ліквідації попередніх ІСІ – інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній та одночасна

імплементація і законодавче забезпечення функціонування нових форм спільного інвестування, корпоративних та пайових фондів. Також не була повною мірою сформована база підзаконних нормативних актів, які повинні були регламентувати функціонування нових ІСІ.

У 2006 році Верховна Рада України прийняла закон «Про цінні папери та фондовий ринок», який законодавчо врегулював питання функціонування фондового ринку загалом та ІСІ, у тому числі пайових фондів, зокрема. Так, цим законом було визначено правовий режим інвестиційних сертифікатів КУА пайового фонду, розмежовано види емісії цінних паперів ІСІ на публічне та приватне розміщення, визначено поняття недобросовісної емісії цінних паперів та поняття інсайдерської інформації тощо [14, с. 391].

Період 2006 – 2008 рр. характеризувався поступовим зростанням кількості пайових фондів, а також зростанням вартості їхніх активів. Поступово покращується якість послуг, які надаються КУА, зростає кількість пайових фондів, а також інтерес населення до цих інститутів.

У зв’язку із світовою економічною кризою у 2008 році спостерігалась негативна динаміка функціонування пайових фондів, що послужило підставою для прийняття Верховною Радою України Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 18.12.2008 р. Окресленим законом було удосконалено механізм створення та функціонування пайових фондів, зокрема в аспекті забезпечення прозорості цих схем, спрощення дозвільних процедур створення та функціонування пайових фондів, удосконаленням вимог до диверсифікації активів пайових фондів з метою покращення ефективності роботи цих інститутів [27].

В подальшому велася активна робота щодо розробки та прийняття нового закону, який визначатиме особливості функціонування інвестиційних фондів. Відтак, у липні 2012 року Верховна Рада України прийняла Закон «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI.

Прийняття Закону «Про ІСІ» від 2012 року було зумовлене потребою удосконалення законодавчої регламентації функціонування корпоративних фондів, у зв'язку із змінами, які відбулись в акціонерному законодавстві. Цим законом було запроваджено істотні зміни щодо регламентації функціонування пайових фондів, серед яких можна виокремити такі: 1) визначено етапи, які окреслюють процедуру формування пайового фонду; 2) передбачено лишу одну форму випуску інвестиційних сертифікатів пайового фонду, а саме бездокументарну; 3) встановлено обмеження щодо можливості створення наглядової ради у пайовому фонді 4) законодавчо усунуто можливість заміни КУА пайового фонду, яка існувала у ст. 27 Закону «Про ІСІ» від 2001 року [28].

Науковцями висловлена позиція про те, що законодавчі реформи у сфері спільного інвестування відбувались із певним запізненням. О. А. Слободян вказує, що Закон «Про ІСІ» від 2012 року був прийнятий із запізненням щонайменше на 5 років і до суттєвих змін на ринку спільного інвестування він не призвів, адже більшість із запропонованих ним новел уже давно працюють в Україні без відповідного правового підґрунтя [29]. Погоджуючись із вказаним твердженням, слід наголосити ще й на іншій проблемі, яка пов'язана, на нашу думку, із законодавчим реформуванням функціонування пайових фондів в Україні. Так, при намаганні законодавчо регламентувати правову конструкцію пайового фонду, законодавець не повною мірою врахував, що вказаний інститут не є надбанням національної доктрини цивільного права, а, навпаки, запозичений із законодавства зарубіжних країн, як от Англії, Федеративної Республіки Німеччини, Чехії, Франції тощо, а сама, конструкція договірного фонду, як уже зазначалось, первинно була втілена у пайовому трасті, виникала у країнах, представниках системи загального права. Тому, при імплементації інституту пайового трасту, який заснований на положеннях довірчої власності, що є надбанням системи загального права та не властивий континентальній правовій системі [7, с. 39], необхідно було враховувати особливості національної правової системи та як вказаний новий інститут у ній існуватиме. Як уже зазначалось, конструкція пайового фонду, яку відносять до договірної форми спільного інвестування, що

реалізується в рамках договору управління майном [30, с. 89; 31, с. 158; 32, с. 8], була імплементована у 2001 році, з прийняттям Закону «Про ІСІ» від 2001 року. Водночас Цивільний кодекс Української РСР 1963 р., який був чинний на той час, не містив норм, які б регулювали відносини з довірчого управління майном, а ці відносини були врегульовані уже у чинному ЦК України.

Враховуючи те, що договірна конструкція пайового фонду повинна функціонувати в рамках структури управління майном, закріпленої у главі 70 ЦК України, законодавство про пайові фонди, зокрема Закон «Про ІСІ» від 2001 року потребував узгодження з відповідними нормами ЦК України, чого не було зроблено ані з прийняттям Цивільного кодексу України, ані у 2008 році, коли були внесені істотні зміни до Закону «Про ІСІ» від 2001 року. Цього також не було зроблено при розробці та прийнятті законодавцем Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Вважаємо, що конструкція пайового фонду потребує узгодження із відповідними нормами чинного ЦК України, як основного акта цивільного законодавства України, адже відносини щодо управління активами пайового фонду мають цивільно-правову природу, про що йтиметься у наступних розділах дисертаційного дослідження.

Як зазначає О. Є. Желєзов, імпульс до виникнення ІСІ в Україні мав адміністративний характер та був пов'язаний із заходами державно-правового регулювання, на відміну від країн Західної Європи та США, де виникнення цих інститутів було зумовлено природною еволюцією ринкових відносин [33]. Вважаємо, що сьогодні ІСІ, у тому числі пайові фонди та відносини, пов’язані із їхнім функціонуванням, розвиваються досить динамічно. Водночас існує проблема, пов’язана із тим, що досить часто вказані відносини не отримують належного нормативного підкріплення.

Новим етапом розвитку пайових фондів у національній правовій системі стала ратифікація Україною 16 вересня 2014 р. Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони [34]. Економічна інтеграція України з ЄС і поглиблення політичної асоціації

передбачає, згідно преамбули Угоди про асоціацію, також і поступову адаптацію законодавства України із правовою системою Європейського Союзу (acquis ЄС). Мова йтиме про реалізацію концепції «максимальної адаптації» [35, с. 641], яка вбачає необхідність гармонізації законодавства у зв'язку із перспективою майбутнього членства України в ЄС. Пунктом b ст. 383 глави 12 «Фінансові послуги» Угоди про асоціацію передбачено, що договірні сторони домовляються співпрацювати у сфері фінансових послуг для забезпечення ефективного та належного захисту інвесторів та інших споживачів фінансових послуг [34].

Функціонування інвестиційних фондів в Європейському Союзі регламентується законодавством, що складається із директив, які становлять нормативну базу вторинного законодавства у сфері законодавчого забезпечення інвестиційних фондів. Первинним є законодавство країн-членів Європейського Союзу, прийняте відповідно до зазначених директив [36, с. 160].

Останні кілька десятиліть в Європейському Союзі спостерігалось посилення впливу інститутів англосаксонської правової системи на розвиток права власності в європейських країнах з континентальною правовою системою, а існуючі в цих країнах форми спільного інвестування не завжди можуть бути врегульовані за допомогою юридичних конструкцій континентального права [36, с. 160]. Це, своєю чергою, призводить до того, що модель довірчої власності, що покладена в основу інвестиційних фондів договірного типу країн з англосаксонською правовою системою, набула свого поширення в країнах з континентальною правовою системою, як-от Греція. І, навпаки, у Великій Британії, сьогодні, поширені інвестиційні фонди договірного типу, які властиві для країн з континентальною правовою системою.

Одним із найважливіших нормативних актів ЄС вторинного рівня є, насамперед, Директива 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 13.07.2009 р. «Про координацію законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно підприємств колективного інвестування в перевідні цінні папери» [37], до якої іншою Директивою від 23 липня 2014 р. № 2014/91/ЄС [38] було внесено істотні зміни в аспекті функцій депозитаріїв ІСІ, накладення санкцій

та виплати винагороди КУА, Директива Ради ЄС №93/13/ЄЕС «Про несправедливі умови в договорах зі споживачами» від 14 квітня 1993 р. та ін [39].

Процес створення єдиного ринку ІСІ ЄС триває й досі, як і динамічним є процес його законодавчого забезпечення. З огляду на це, певні законодавчі норми директив можуть змінюватись, або втрачати чинність, як-от положення Директиви Ради 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)» [9]. Варто наголосити, що процедура гармонізації повинна відбуватись з обов'язковим врахуванням традицій національної правової системи, незважаючи на те, що цей процес буде відбуватись односторонньо, оскільки Україна не може впливати на нормотворення в межах ЄС.

З урахуванням наведеного пропонуємо виокремити етапи становлення пайових фондів у правовій системі України.

Перший етап (1994 – 2000 рр.). На цьому етапі відбувається зародження інститутів спільного інвестування у національній правовій системі. Йдеться про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Запровадження таких інститутів у національну правову площину мало за мету сприяти проведенню приватизаційних процесів.

Другий етап (2001 – 2007 рр.). Етап становлення пайових фондів. Протягом цього етапу відбувається переорієнтація інструментів колективного інвестування із приватизації на реальне залучення коштів населення в розбудову національної економіки держави. Вживаються заходи щодо розбудови інфраструктури фондового ринку, вдосконалення системи захисту прав та інтересів інвесторів. Приймається та удосконалюється відповідна нормативно-правова база. Йдеться, насамперед, про Закон «Про ІСІ» від 2001 року. Вже на початку 2006 року спостерігається поступове зростання кількості пайових фондів та зростання вартості їхніх активів.

Третій етап (2008 – 2013 рр.). Настання світової економічної кризи у 2008 році призводить до погіршення динаміки функціонування пайових та

корпоративних фондів. Виникає необхідність удосконалення нормативно-правої бази, зокрема в контексті забезпечення прозорості функціонування пайових фондів, спрощення дозвільних процедур, створення та функціонування пайових фондів, удосконалення вимог до диверсифікації активів пайових фондів тощо. Ведеться активна робота щодо розробки нового закону, що визначатиме особливості функціонування ІСІ.

Четвертий етап (2014 – по сьогодні). 1 січня 2014 року набрав чинності новий Закон «Про ІСІ» від 2012 року, який істотно змінив особливості функціонування ІСІ. На виконання цього закону було прийнято значну кількість підзаконних нормативно-правових актів, які покликані детально регламентувати порядок функціонування ІСІ в Україні. Цього ж року у вересні 2014 року Україна ратифікувала Угоду про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, положення якої вимагають від України вжиття заходів щодо поступової адаптації законодавства України про пайові фонди до стандартів ЄС. Саме ратифікація Угоди про асоціацію визначатиме вектор подальшого законодавчого забезпечення функціонування пайових фондів, що вимагатиме не тільки перегляду положень чинного законодавства про пайові фонди, але прийняття нових нормативно-правових актів [6, с. 239].

1.2. Поняття пайового інвестиційного фонду

Згідно із законодавчим визначенням пайовий фонд – 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 [28].

Незважаючи на окреслене законодавче закріплення цього поняття, у доктрині цивільного права склались різноманітні підходи щодо правової природи пайового фонду та його основних ознак, які не завжди є однозначними, а іноді навіть є взаємовиключними. Серед них можна виокремити такі ключові підходи:

1) пайовий фонд – це майновий комплекс; 2) пайовий фонд – це сукупність активів; 3) пайовий фонд – це нетиповий суб’єкт господарювання. Доречно проаналізувати кожен із цих підходів та сформувати власне бачення поняття пайового фонду.

Прихильниками підходу, згідно з яким пайовий фонд визнається майновим комплексом є, насамперед, представники цивільно-правової доктрини Російської Федерації. Це зумовлено тим, що Закон Російської Федерації «Про інвестиційні фонди» у зміст пайового фонду закладає поняття майнового комплексу [40]. Так, В. Н. Лебедєв характеризуючи поняття пайового фонду, вказав на те, що пайовий фонд є особливим майновим комплексом, який складається з майна, що передане в довірче управління керуючій компанії установником (установниками) довірчого управління [41. с. 45]. Такої ж думки дотримується і Е. В. Бобров [30, с. 95]. Цю позицію також поділяє вчений Т. Т. Оксюк, який вказує, що пайовий фонд є єдиним та унікальним у своєму роді майновим комплексом, сформованим за рахунок об’єднання майна установників управління.

Аналіз теоретичних джерел дає підстави стверджувати, що прихильників визнання пайового фонду майновим комплексом є чимало, зокрема О. Р. Зайцев [42, с. 101], В. А. Бєлов [43, с. 98], Є. О. Суханов [44, с. 10], І. З. Фархудтинов [45 с, 105], В. В . Гущин [46, с. 394], М. М. Плющев [47, с. 53]. Серед вітчизняних вчених-правознавців також є прихильники цього підходу, зокрема І. В. Венедіктова [31, с. 157], С. О. Віхров [48]. Вважаємо такий підхід до з’ясування правової природи пайового фонду спірним та дотримуємось позиції, згідно з якою пайовий фонд не може визнаватись майновим комплексом, оскільки не відповідає усім його ознакам. У цьому контексті погоджуємось з думкою К.В. Іванової, яка зазначає, що майно, яке складає пайовий фонд, не повинно вважатись єдиним майновим комплексом, оскільки воно не відповідає основній ознаці майнового комплексу, а саме – відсутній зв'язок між об’єктами цивільних прав, які входять до складу пайового фонду, на відміну майнового комплексу, де такі об’єкти утворюють єдине ціле [49, с. 89].

Під майновим комплексом прийнято розуміти сукупність речей різного роду, майнових прав (зобов'язальних прав), боргів (зобов'язань), виключних майнових прав, які мають спільне цільове призначення та формують єдине правове ціле [50, с. 6]. Незважаючи на існування різних підходів в науці цивільного права до виокремлення притаманних майновому комплексу ознак більшість вчених схильні вказувати на такі ознаки: 1) майновий комплекс повинен охоплювати два або більше об'єктів, які мають різну правову природу (під правовою природою при цьому розуміють сукупність істотних юридичних ознак, які визначають своєрідність певного виду об'єкта цивільних прав); 2) елементи майнового комплексу мають спільне цільове призначення; 3) елементи майнового комплексу формують єдине правове ціле, тобто усі складові майнового комплексу мають спільну юридичну долю і право розглядає ці елементи як один об'єкт [50, с. 6]; 4) майновий комплекс може бути предметом лише тих правочинів, можливість вчинення яких прямо передбачена законодавством. Іншою ознакою майнового комплексу є наявність між його елементами зв'язку, завдяки якому сукупність елементів майнового комплексу формують єдине ціле [49, с. 78]. Погоджуємося із думкою тих авторів, які зазначають, що об'єкти, які входять до складу майнового комплексу повинні перебувати між собою у певному взаємозв'язку, який відображає їх функціональну залежність та ієрархічну організацію, Це свідчить про ознаку системності майнового комплексу [51, с. 34].

Незважаючи на те, що поняття майнового комплексу, який в науці прийнято вважати об'єктом цивільних прав, ст. 177 ЦК України серед видів об'єктів цивільних прав не виокремлює, хоча й передбачає невичерпне коло об'єктів цивільних прав [52]. Натомість словосполучення «майновий комплекс» вживається, зокрема, у ст. 191 ЦК України, яка присвячена правовій регламентації підприємства як єдиного майнового комплексу, причому саме підприємство визнається нерухомістю. Частиною 2 цієї ж статті визначено, що до складу підприємства входять усі види майна, призначені для його діяльності і наводиться перелік таких видів майна, зокрема земельні ділянки, будівлі, споруди, устаткування, інвентар, сировину, продукцію, права вимоги, борги, право на

торговельну марку, тощо [52]. А. А. Герц, аналізуючи особливості іпотеки підприємства як майнового комплексу, дійшла висновку про те, що цілісність і єдність елементів майнового комплексу, є одним із основних відмінних ознак підприємства як об’єкта цивільного права [53, с. 5]. Як бачимо, вказана частина ст. 191 ЦК України яскраво вказує на те, що об’єкти, які входять до складу підприємства є різними за своїм правовим режимом і мають спільне цільове призначення, яке полягає у забезпеченні діяльності підприємства.

На підставі проаналізованих ознак майнового комплексу з’ясуємо, чи відповідає пайовий фонд усім ознакам майнового комплексу. Так, ч.1 ст. 41 Закону «Про ІСІ» від 2012 року під пайовим фондом позначає 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 [28]. Під активами пайового фонду законодавець розуміє сформовану за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів передбачених законодавством (п.2 ч.1 ст.1 Закону «Про ІСІ» від 2012 року) [28]. Отже, розмірковуючи про ознаки пайового фонду, які випливають із змісту законодавчого визначення цього поняття, можна дійти висновку, що пайовий фонд не може вважатись майновим комплексом з огляду на відсутність у нього усіх істотних ознак майнового комплексу, зокрема активи, які складають пайовий фонд не є функціональною сукупністю і між ними відсутній зв'язок, що характерний для майнового комплексу, де майно, яке входить до його складу, утворює єдине ціле.

Портфель активів пайового фонду формується професійним управителем, що дає змогу збільшити вартість цих активів і сприяє їх диверсифікації. Водночас, якщо у підприємстві зв'язок між його об’єктами дозволяє сформувати єдине ціле – об’єкт цивільних прав, чим є підприємство як єдиний майновий комплекс, то у пайовому фонді існування цього зв’язку має зовсім іншу мету – сформувати портфель активів, який дасть змогу здійснювати інвестування на вигідних умовах. За своєю суттю об’єднання активів у межах пайового фонду не спрямоване на

формування нового об’єкта цивільних прав – майнового комплексу, чим є, наприклад, підприємство. Крім того, об’єкти, які формують підприємство, як єдиний майновий комплекс, як-от: споруди, устаткування тощо і забезпечують здійснення підприємницької діяльності, не можуть бути механічно замінені на інші об’єкти з відмінною правовою природою.

Аналізуючи правову природу пайового фонду, слід звернути увагу на поняття складу та структури активів такого фонду. Під складом активів пайового фонду законодавець розуміє сукупність різних активів у пайовому фонді, водночас структура активів вказує на певне співвідношення цих видів активів. Так, у ч.1, 2 ст. 48 Закону «Про ІСІ» від 2012 року встановлено вимоги щодо структури активів спеціалізованого фонду облігацій і при цьому зазначається, що загальна вартість облігацій місцевих позик у такому фонді не повинна перевищувати 40% загальної вартості активів фонду [28]. Зміна структури чи складу активів пайового фонду певного виду не вплине на мету існування пайового фонду, водночас за умови правильно обраної інвестиційної стратегії дозволить збільшити вартість чистих активів такого фонду. Відтак, можна констатувати, що поєднання об’єктів в межах майнового комплексу, чим є підприємство, і активів, які складають пайовий фонд, має різну мету. Так, зв'язок між об’єктами, які формують майновий комплекс, наприклад, у випадку підприємства, забезпечує процес здійснення підприємницької діяльності, що свідчить про те, що вказані об’єкти становлять функціональну сукупність і є взаємопов’язаними. У випадку ж пайового фонду, активи, які входять до його складу, такої сукупності не утворюють, а їх об’єднання не призводить до утворення нового об’єкта цивільних прав. Слід також підкреслити, що на етапі створення пайового фонду, за винятком біржового пайового фонду, його активи складають лише грошові кошти, які були залучені КУА в учасників пайового фонду, відтак, стверджувати про наявність сукупності різнорідних об’єктів буде неправильно. Інша ситуація, яка також не дозволяє ототожнювати пайовий фонд з майновим комплексом, є існування недиверсифікованого пайового фонду, який

може складатися лише з одного виду активів, тобто об’єктів цивільних прав одного виду.

Не менш важливим є питання, стосовно можливості пайового фонду виступати предметом правочинів. Як зазначає Ю. С. Єфімова, мета конструкції майнового комплексу, у тому числі, полягає у створенні нового об’єкта цивільних прав – сукупності майна [54, с. 26]. Це питання тісно пов’язане із об’єктивацією майнового комплексу та наявністю у нього правового режиму. Так, аналізуючи підприємство як єдиний майновий комплекс І. В. Спасибо-Фатєєва зазначає, що підприємство в цілому або його частина як майновий комплекс і самостійний об’єкт цивільних прав може бути предметом будь-якого передбаченого або принаймні не забороненого законом правочину. Підприємства можуть продаватись, придбаватись, здаватись в оренду, а також переходити у спадщину [55, с. 98]. Також, наприклад, ст. 1030 ЦК України передбачає можливість підприємства як єдиного майнового комплексу виступати предметом договору управління майном. Водночас, чинне законодавство України не передбачає можливості пайового фонду, як сукупності активів виступати предметом правочинів. Аналізуючи правовідносини, які виникають між КУА і учасниками пайового фонду можна погодитись з думкою вчених-цивілістів, які зазначають, що пайовий фонд може виступати лише предметом договору про управління пайовим фондом [56, с. 411 – 412]. В юридичній літературі склались й інші думки щодо цього питання, зокрема окремі автори вказують на можливість пайового фонду виступати об’єктом правочину про передачу прав і обов’язків за договором управління активами пайового фонду від однією КУА до іншої [43, с. 99; 57, с. 66]. Слід зазначити, що в даному контексті було б правильно твердити про перехід прав та обов’язків, які виникають з договору управління активами пайового фонду.

У законодавстві України відображено підхід, відповідно до якого пайовий фонд є сукупністю активів. Цей підхід, на нашу думку, відображає поняття пайового фонду у вузькому розумінні. Чимало дискусійних питань викликає вживання терміну «активи» при позначенні поняття пайового фонду викликає

чимало дискусійних питань. Частково питання розмежування понять «активи» і «майно» в контексті функціонування пайового фонду було предметом дисертаційного дослідження О. А. Слободяна [57, с. 61 – 65]. Враховуючи те, що дотримуємось дещо іншої точки зору з цього питання, вважаємо за доцільне більш детально зупинитись на питанні вживання терміну «активи» у визначенні поняття пайового фонду.

У чинному ЦК України поняття «активи» не визначено, а вживається лише терміносполучення «чисті активи» щодо регламентації діяльності господарських товариств (наприклад ч. 3 ст. 155 ЦК України). Натомість, до об'єктів цивільних прав кодекс відносить речі, у тому числі гроші та цінні папери, інше майно, майнові права, результати робіт, послуги, результати інтелектуальної, творчої діяльності, інформацію, а також інші матеріальні та нематеріальні блага (ст. 177). ЦК України також містить визначення поняття «майно», яке може охоплювати окрему річ, сукупність речей, майнові права та обов'язки (ст. 190). Окремі вчені вказують на те, що майно як об'єкт цивільних правовідносин є широким, родовим поняттям та деталізують передбачений ЦК України склад майна, відносячи до нього 1) окрему річ; 2) сукупність речей, що належать особі на праві власності чи на інших правах; 3) майнові права, права вимоги; 4) обов'язки, борги, які обтяжують майно [58, с. 354]. Водночас, як правильно зазначає М. В. Венецька до складу майна не включаються нематеріальні об'єкти цивільних прав, за винятком майнових прав вимоги [59, с. 132].

Виникає питання, чому стосовно пайового фонду законодавцем було вжито категорію «активи», зокрема з урахуванням того, що вживання цієї категорії більш притаманне для науки економіки, а саме в аспекті бухгалтерського та податкового обліку [60, с. 119]. Для того, щоб дати відповідь на це питання, вважаємо за необхідне проаналізувати зміст поняття майна, яке вживається у ЦК України та поняття активів ІСІ, визначення якого міститься у п.1 ч.1 ст. 1 Закону «Про ІСІ» від 2012 року.

Так, активами ІСІ є сформована за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів,

передбачених законами та нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ч.1 ст. 1 Закону «Про ІСІ» від 2012 року). Варто зауважити, що поняття «активи» у національному законодавстві України вжито неодноразово і важливо, що усталеного визначення цього поняття не існує. Так, зокрема відповідно до ч.1 ст.1 Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» від 16 липня 1999 р. № 996-XIV активами є ресурси, контрольовані підприємством у результаті минулих подій, використання яких, як очікується, приведе до отримання економічних вигод у майбутньому [61]. Інше визначення поняття активів міститься у Законі України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» від 14.10.2014 р. № 1702-VIII, згідно з яким активами визнаються кошти, майно, майнові і немайнові права [62]. Тобто, поняття «активи» може мати різні позначення, залежно від того для цілей якого нормативно-правового акта їх було сформульовано.

Повертаючись до поняття активів ІСІ, яке є загальним щодо корпоративного фонду та пайового фонду, варто наголосити, що сьогодні детальний склад активів ІСІ передбачений у Положенні про склад та структуру активів ІСІ, затвердженого рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 вересня 2013 р. № 1753. Так, відповідно до п. 1 цього Положення, активи ІСІ складаються з 1) грошових коштів, у тому числі в іноземній валюті, на поточних та депозитних рахунках, відкритих у банківських установах; 2) банківських металів; 3) об’єктів нерухомості; 4) цінних паперів, визначених Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок»; 5) цінних паперів іноземних держав та інших іноземних емітентів; 6) корпоративних прав, виражених в інших, ніж цінні папери, формах; 7) майнових прав і вимог; 8) інших активів, дозволених законодавством України, з урахуванням обмежень, установлених безпосередньо для конкретних типів та видів інвестиційних фондів [63].

Порівнюючи поняття «майно» та «активи ІСІ», для з'ясування можливості їхнього ототожнення необхідно порівняти складові елементи цих понять, як вони визначені законодавством України. В науці сформульовано позицію, що для позначення пайового фонду повинні використовуватись, власне, цивілістичні, а не фінансово-бухгалтерські терміни, іншими словами для позначення пайового фонду, повинен використовуватись термін «майно», а не «активи» [64, с. 154]. Вважаємо, що вказана позиція є дискусійною. Детальний аналіз змісту поняття «майно», визначений ЦК України, свідчить про те, що цим терміном, в аспекті активів пайового фонду, охоплюються такі об'єкти цивільних прав як грошові кошти, банківські метали, об'єкти нерухомості, цінні папери, майнові права та вимоги. Виникає питання стосовно того, чи охоплюються поняттям «майно» корпоративні права, які також можуть входити до складу активів ІСІ.

Як уже зазначалось, до складу цивілістичної категорії «майно» не можуть входити нематеріальні об'єкти цивільних прав, за винятком майнових прав вимоги. Тепер, у цьому контексті доцільно акцентувати на правовій природі корпоративних прав, які можуть входити до складу активів ІСІ. Слід наголосити, що питання правової природи корпоративних прав і досі залишається дискусійним. Більшість вчених-цивілістів, досліджуючи особливості корпоративних прав вказують на те, що за своєю природою корпоративні права мають складну структуру та включають в себе права особистого немайнового (право на участь в управлінні юридичною особою) та майнового (право на отримання певної частки прибутку (дивідендів) юридичної особи та активів у разі її ліквідації) характеру [65, с. 11; 66, с. 106]. Аналогічний підхід до визначення природи корпоративних прав відображений і в Господарському кодексі України [67] та Законі України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI [68]. Розвиваючи думку про двоїсту природу корпоративних права, І. В. Спасибо-Фатєєва наголошує на необхідності доповнення немайнових прав також правом на інформацію, а майнових – правом вимоги проведення розрахунків при вибутті з господарського товариства, або в певних випадках – виплати вартості акцій. Водночас заслуговує уваги висновок І. В. Спасибо-Фатєєвої про те, що, власне,

корпоративні права у внутрішніх корпоративних правовідносинах мають подвійну природу, а для учасника товариства важливе значення мають, як особисті немайнові права, так і майнові права як складові частини корпоративних прав. У зовнішніх корпоративних правовідносинах корпоративні права втрачають свою подвійну правову природу та становлять собою об'єкт права. Зовнішні правовідносини перетворюють корпоративні права з такого елемента юридичних правовідносин, як зміст на такий елемент правовідносин як об'єкт, що й обумовлює сприйняття корпоративних прав як прав майнових. Як об'єкт правовідносин корпоративні права є майновими правами, а відтак можуть вільно відчужуватися [69, с. 27 – 30].

Зважаючи на вищенаведене, вважаємо, що у випадку існування у складі активів пайового фонду корпоративних прав, КУА пайового фонду, яка здійснює як майнові права, які полягають в отриманні прибутку, а також немайнові права, адже може брати участь в управлінні діяльністю господарського товариства. Вказана теза знайшла своє відображення й у відповідній національній судовій практиці, яка свідчить про те, що КУА активно використовують належні їм немайнові права, які є складовою корпоративних прав [70, с. 215].

Відтак, при з'ясуванні співвідношення понять «корпоративні права» та «майно», корпоративні права слід розглядати, власне як сукупність майнових та особистих немайнових прав. Враховуючи те, що майно, як таке, не може містити у собі нематеріальних об'єктів цивільних прав, зокрема немайнових прав, корпоративні права не можуть охоплюватись поняттям «майно». Наведене дає підстави стверджувати, що поняття «активи ІСІ» не може бути замінено на поняття «майно» при формулюванні дефініції пайового фонду, через те, що до складу активів ІСІ можуть входити, зокрема, корпоративні права. У цьому контексті слід також акцентувати увагу на положенні ч. 4 ст. 48 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, яке допускає ситуацію, за якої активи венчурного пайового фонду можуть повністю складатися з корпоративних прав [28]. Як бачимо, питання співвідношення окреслених понять повинно вирішуватись на користь терміну «активи ІСІ» для позначення дефініції пайового фонду.

Зважаючи на вищезазначене нормативне визначення поняття майна, не зовсім коректним видається змістовне наповнення дефініції поняття «активи ІСІ», закріплене у п.1 ч.1 ст.1 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, адже незрозуміло з яких підстав законодавець виокремлює та фактично виводить зі змісту поняття майна, майнові права та вимоги, які, як уже було зазначено вище, охоплюються поняттям майно. Відтак, поняття «активи ІСІ», передбачене п.1 ч.1 ст. 1 Закону «Про ІСІ» від 2012 року доцільно визначити як «сформована за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна та корпоративних прав, які перебувають в управлінні КУА і вкладаються в об'єкти інвестиційної діяльності з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту в інтересах учасників інституту спільного інвестування». Власне, це визначення дозволить узагальнено врахувати ті об'єкти цивільних прав, що становлять собою активи ІСІ, конкретний перелік яких вже деталізуватиметься на рівні підзаконного нормативного акта.

Крім того, у тексті Закону «Про ІСІ» від 2012 року «активи ІСІ» вживається у поєднанні із такими словами, як: «склад активів», «структура активів», «залучені активи», «доходи нараховані за активами», «управління активами», «вартість чистих активів», «інвестувати активи», «клас активів», «обліковувати активи» тощо. Очевидно, що для цілей цього закону вживання терміну «майно» буде недостатньо, відтак, саме у зв'язку із різновекторністю дій, які становлять зміст діяльності з управління активами ІСІ, вважаємо і було запроваджено дефініцію «активи ІСІ» [70, с. 216 – 218].

Як правильно зазначає О. А. Ігнатьєва, особливість активів, яка відрізняє їх від таких категорій як «майно», «власність», полягає насамперед у тих властивостях, якими наділені активи, а не в правовому зв'язку із суб'єктом господарювання, на балансі якого ці активи перебувають. Водночас ключовою ознакою поняття «активи» є здатність активів приносити економічні вигоди в майбутньому [71, с. 207]. Вживання ж поняття «активи ІСІ» щодо пайового фонду є доцільним ще й з огляду на необхідність визначення вартості чистих активів пайового фонду КУА та її подальшого оприлюднення на власному веб-сайті [28],

здійснення первісної оцінки та відображення активів ІСІ у бухгалтерському обліку за первісною вартістю на дату зарахування активу до складу активів ІСІ.

Цікавим у цьому контексті є досвід зарубіжних країн. Так ст. 1 Закону Федеративної Республіки Німеччини «Про інвестиційні фонди» у дефініції інвестиційних фондів вживають саме термін «активи» (Vermögensgegenstände) [72]. Водночас в законі Сполученого Королівства Великої Британії та Північної Ірландії «Про колективне інвестування у цінні папери, які підлягають обігу (договірна форма)» термін «активи» та «майно» вживаються як синоніми, про що зроблено відповідне застереження у законі [73]. Якщо проаналізувати положення Директиви 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 13.07.2009 р. «Про координацію законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно підприємств колективного інвестування в перевідні цінні папери», то можна дійти висновку, що у цьому документі вживається термін «активи» (assets), а термін «майно» вживається лише щодо нерухомого майна (immovable property) [37].

Враховуючи законодавчо встановлений перелік видів активів, які можуть входити до складу пайового фонду, а саме такий їхній вид як корпоративні права, можемо стверджувати, що термін «активи ІСІ» не може ототожнюватись із цивілістичною категорією «майно», а відтак вживання законодавцем словосполучення «сукупність активів» при формулюванні дефініції пайового фонду є виправданим та відповідає, у тому числі, положенням нормативно-правових актів Європейського Союзу. Незважаючи на те, що термін «активи» є фінансово-бухгалтерським, ключове значення у цьому контексті має те, що цей термін, будучи втілений у національному законодавстві, зокрема Законі «Про ІСІ» від 2012 року, набув значення правової категорії та може вживатись для позначення пайового фонду, власне як «сукупність активів». Водночас при формулюванні положень законодавства, що визначають особливості функціонування пайових фондів необхідно враховувати цивільно-правову категорію «майно».

Значна частина авторів обґрунтовують позицію про пайовий фонд як нетиповий суб’єкт господарювання. Незважаючи на законодавче положення,

згідно з яким пайовий фонд не є юридичною особою (ч. 3 ст. 41 Закону «Про ІСІ» від 2012 року), все ж аналіз теоретичних джерел та судової практики свідчить про існування різних підходів до вирішення питання щодо можливості пайового фонду бути учасником цивільних правовідносин.

Однією із дискусійних проблем, сьогодні, є проблема «персоніфікації» майнових фондів, що не визнаються юридичними особами. Так, прихильники теорії квазісуб'єктів права, яка була розроблена представниками науки господарського права, підтримують ідею неповної або часткової правосуб'єктності підприємницьких об'єднань та відокремлених структурних підрозділів, які не є юридичними особами [49, с. 142]. З точки зору прихильників цієї теорії, нові для сучасних правопорядків види об'єднань комерційних організацій хоч і не визнаються цивільним законодавством самостійними організаційно-правовими формами підприємницької діяльності, але виступають суб'єктами підприємницького права [74, с. 20]. Окремі представники цього підходу, аналізуючи особливості функціонування пайових фондів та їхню природу, обґрунтовують точку зору, згідно з якою пайовий фонд вважається нетиповим суб'єктом господарювання, який наділений неповною правосуб'єктністю. О. П. Подцерковний, вказуючи на існуючу сьогодні кризу концепції поділу суб'єктів майнових відносин, відносить пайові фонди до особливих «нетипових видів суб'єктів господарювання, що не мають статусу юридичної особи, але наділені певними ознаками таких суб'єктів [75, с. 147].

Аналізуючи правовий статус учасників цивільних правовідносин, найперше увага дослідника фокусується, власне, на існуванні в учасника правовідносин правосуб'єктності. В науці існують різні підходи до з'ясування змісту поняття «правосуб'єктність». Так, теоретики права під правосуб'єктністю розуміють сукупність властивостей учасника суспільних відносин як от: правоздатність, дієздатність та деліктоздатність [10, с. 261]. У цивільному праві під правосуб'єктністю прийнято розуміти здатність суб'єкта бути учасником цивільних правовідносин [59, с. 71; 76, с. 26]. При здійсненні цього дослідження ми послуговуватимусь другим визначенням.

Структуру цивільного правовідношення у науці цивільного права прийнято поділяти на три складові елементи: суб'єкти правовідношення, об'єкт правовідношення та зміст правовідношення, який складається із суб'єктивних цивільних прав та обов'язків [59, с. 73]. З огляду на окреслену структуру проаналізуємо місце у ній пайового фонду.

Детальний аналіз теоретичних джерел дозволяє виокремити два підходи до визначення місця пайового фонду у структурі цивільного правовідношення. Одна група вчених, як от С. О. Віхров, О. М. Вінник, О. П. Подцерковний, О. Г. Гридчин, К. В. Іванова, В. Б. Ліпавський, А. Р. Гинатулин вказують на те, що окремі ознаки пайового фонду свідчать про його персоніфікацію і таким чином вважають пайовий фонд особливим суб'єктом правовідносин. Інша ж група вчених, О. А. Слободян, Т. Т. Оксюк, М. В. Мащенко, В. Н. Лебедєв та ін., З. В. Макарчук зазначають, що пайовий фонд є об'єктом цивільних правовідносин.

Так, аналізуючи правовий режим пайових фондів С. О. Віхров характеризує пайовий фонд як особливий (нетиповий) суб'єкт господарювання з неповною (частковою) правосуб'єктністю. В той же час вчений С. О. Віхров деталізує вказане формулювання та зазначає, що така часткова правосуб'єктність пайового фонду доповнюється та реалізується КУА такого фонду [48]. Такого висновку вчений доходить на підставі того, що пайовий фонд має своє відокремлене майно (активи), яке не належить КУА, що і, власне, дає можливість вважати пайовий фонд особливим суб'єктом господарювання з неповною правосуб'єктністю. До групи прихильників цього підходу можна також віднести О. М. Вінник [77, с. 60], О. П. Подцерковного [75, с. 147] . При цьому, як зазначає О. П. Подцерковний поява "нетипових" суб'єктів господарювання зумовлена потребами економіки, а обмеження існування таких суб'єктів рамками цивілістичних конструкцій створюватиме перешкоди у розвитку бізнесу та господарських відносин [75, с. 106].

Подібна точка зору висловлена у наукових працях російських вчених-правознавців, зокрема А. Г. Гридчина, К. В. Іванової, В. Б. Ліпавського та ін. Зокрема на думку А. Г. Гридчина пайовий фонд є неправосуб'єктним утворенням,

яке бере участь у різних правовідносинах за допомогою управляючої компанії [78, с. 95]. Цікавою у цьому контексті є позиція вченої К. В. Іванової, на думку якої, пайовий фонд є корпорацією без створення юридичної особи, а система пайової участі у пайовому фонді є подібною до структури взаємозв'язків, що існують в межах акціонерного товариства [49, с. 155]. При цьому К В. Іванова називає пайовий фонд не суб'єктом господарювання, а, власне, колективним утворенням, яке створене на підставі договору про спільну діяльність, не має статусу юридичної особи, володіє елементами правосуб'єктності, такими як: майнова відокремленість та організаційні єдність. Водночас, на думку вченої пайовий фонд не наділений правами юридичної особи, тому у правовідносинах він виступає через КУА [49, с. 156].

Своєю чергою, В. Б. Ліпавський характеризує пайовий фонд як «квазікорпоративне утворення», та вказує на ознаки пайового фонду, які свідчать про схожість участі у пайовому фонді із участю в акціонерному товаристві. Вчений доходить такого висновку з огляду на такі особливості пайового фонду: 1) пайовий фонд повинен мати своє найменування; 2) у пайовому фонді установники управління володіють лише правом на частку у праві спільної часткової власності на усе майно фонду, проте ніхто з них не є власником конкретно визначеної частини майна; 3) вступ у правовідносини із пайовим фондом віддалено нагадує придбання акцій акціонерного товариства у разі їхнього розміщення [79, с. 3].

Прихильники іншого підходу вважають, що пайовий фонд не може вважатись суб'єктом правовідносин. Аналізуючи правову конструкцію пайових фондів В. Н. Лєбедєв вказує на те, що пайовий фонд не є юридичною особою, а є лише об'єктом цивільних правовідносин [41, с. 5]. Так, на думку М. В. Мащенко пайовий фонд позбавлений господарської правосуб'єктності, і не належить до суб'єктів господарювання якогось особливого виду [80, с. 12]. Аналогічної позиції дотримується також і вчений О. А. Слободян, який визнає пайовий фонд обмежено оборотоздатним об'єктом цивільних прав, який належить учасникам пайового фонду на праві спільної часткової власності [57, с. 66].Як бачимо, точки зору вчених щодо вирішення цього питання є різними.

Тепер проаналізуємо, якою ж є законодавча регламентація правового режиму пайових фондів у національному законодавстві та з'ясуємо, яке місце займає пайовий фонд у структурі правовідносин, які виникають щодо управління його активами. Частина 3 ст. 41 Закону «Про ІСІ» від 2012 року встановлює, що пайовий фонд не є юридичною особою і не може мати посадових осіб. Як бачимо, окреслена законодавча норма не повинна породжувати сумнівів стосовно того, чи може пайовий фонд виступати суб'єктом правовідносин, у тому числі й цивільних. Водночас, аналіз інших положень Закону «Про ІСІ» від 2012 року дає підстави стверджувати про інше. Так, стаття 41 цього Закону має назву «правовий статус пайового фонду». У ч. 2 ст. 43 вказано, що КУА діє від свого імені в інтересах пайового фонду, у ст. 44 вжито словосполучення «порядок виплати дивідендів пайовим фондом». Формулювання законодавчих положень, які визначають правовий режим пайового фонду, очевидно, вказує на ознаки пайового фонду, власне, як суб'єкта правовідносин. Так, якщо проаналізувати категорію цивільного інтересу, то як зазначає Є. О. Харитонов, під цим поняттям слід розуміти прагнення особи, потреби особи, котрі не визначені законом або угодою сторін як цивільні права, але спрямовані на збереження або виникнення останніх. Поняття «інтерес» у концепції вітчизняного цивільного законодавства розглядається як категорія суб'єктивна, а не об'єктивна [76, с. 130]. Крім того, Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV пайовий фонд віднесено до категорії інституційних інвесторів, які здійснюють операції з фінансовими активами [81]. Як бачимо, чинне законодавство України вживає щодо пайових фондів терміни, які вказують на те, що пайовий фонд може виступати учасником правовідносин.

На нашу думку пайовий фонд не є суб'єктом правовідносин або нетиповим чи квазісуб'єктом права. Пайовий фонд можна розглядати як форму спільного інвестування. По-перше, пайовий фонд не є суб'єктом речових прав. По-друге, активи, які входять до складу пайового фонду належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, що закріплено у нормі ч.1 ст. 41 Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Власне, у цьому контексті, ми не можемо погодитись із думкою

С. О. Віхрова, який вказує на те, що пайовий фонд має своє відокремлене майно, оскільки активи, які складають пайовий фонд є спільною частковою власністю його учасників. Пайовий фонд не здійснює діяльності, усі дії з активами, які входять до складу пайового фонду, вчиняє КУА, яка, укладаючи договори за рахунок активів пайового фонду, діє від свого імені в інтересах учасників пайового фонду з обов'язковим зазначенням у таких договорах реквізитів пайового фонду. Пайовий фонд позбавлений процесуальної правосуб'єктності, адже не може виступати позивачем або відповідачем у суді. Процесуальну правосуб'єктність від свого імені реалізує КУА пайового фонду. З огляду на тріаду елементів правосуб'єктності пайовий фонд не володіє жодним із них з огляду на таке: 1) не є суб'єктом цивільних прав, зокрема речових прав; 2) позбавлений дієздатності, адже права та обов'язки щодо активів пайового фонду набуває та здійснює КУА пайового фонду в інтересах учасників пайового фонду; 3) згідно вимог Закону «Про ІСІ» від 2012 року КУА пайового фонду, а не сам пайовий фонд, несе майнову відповідальність за порушення вимог законодавства, регламенту, проспекту емісії цінних паперів ІСІ, інвестиційної декларації пайового фонду [82, с. 195].

Ще одним аргументом на користь того, що позиція, згідно з якою пайовий фонд є квазі (несправжній, уявний) суб'єкт цивільних правовідносин є спірною, є важливий історико-правовий аспект функціонування пайових фондів. Правова конструкція пайового фонду як інвестиційного фонду договірного типу була запозичена із законодавства країн англо-американської правової системи, зокрема Англії, де інвестиційні фонди договірного типу створювались на засадах права довірчої власності [4, с. 11]. Мета створення конструкції пайових трастів полягала саме у тому, щоб уникнути створення окремого суб'єкта правовідносин. Причина цьому, як зазначає Дж. С. Спаволд, полягала у можливості уникнути подвійного оподаткування, адже у випадку існування корпорації з доходу стягувався податок двічі, коли він надходив до корпорації, а пізніше, коли прибутки розподілялись між акціонерами корпорації, чого не відбувалось у пайовому трасті, де дохід оподатковувався лише один раз [83, с. 253]. Крім того, як чинне законодавство

України, так і зарубіжних країн встановлює дві форми здійснення спільного інвестування, а саме зі створенням та без створення юридичної особи, кожна з яких має свої переваги та недоліки. Так, зокрема, у п. 6 Директиви 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 13.07.2009 р. «Про координацію законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно підприємств колективного інвестування в перевідні цінні папери» міститься вказівка на ІСІ, сформований як пайовий фонд, активами якого управляє відповідна компанія [37]. Такий пайовий фонд, згідно положень цієї Директиви не може діяти самостійно з огляду на те, що позбавлений правосуб’єктності (legal personality) (у перекладі з англ. “legal personality” означає правосуб’єктність) [84, с. 336].

Незважаючи на зроблений висновок про те, що пайовий фонд є об’єктом правовідносин, а не суб’єктом, аналіз судової практики засвідчив, що суди по різному окреслюють правовий режим пайового фонду. Зокрема, наведені нижче приклади судових рішень свідчать про неправильне, на нашу думку, трактування пайового фонду як суб’єкта правовідносин. Так, у рішенні Солом’янського районного суду м. Києва від 26 червня 2012 р. суд висловив міркування про те, що пайовий фонд є формою колективного інвестування, що створюється на підставі договору про спільну діяльність і не має статусу юридичної особи, але володіє елементами правосуб'єктності (майнової відокремленості, організаційної єдності), та здійснює вкладення грошових коштів або іншого майна в цінні папери та інші дозволені законом об'єкти [85]. Як бачимо, суд хоча і не визнає пайовий фонд юридичною особою, проте вказує на те, що такий фонд володіє окремими елементами правосуб’єктності. Водночас у рішенні зроблено суперечливий висновок, що такий фонд здійснює вкладення грошових коштів. Насправді ж усі дії щодо управління активами пайового фонду вчиняє КУА такого пайового фонду, а не сам фонд. У рішенні Окружного адміністративного суду м. Києва від 07.04.2014 р. суд визнає пайовий фонд позикодавцем за договором позики і вказує на таке: в розумінні ст. ст. 22-23 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 року № 2299-III, позикодавцем у спірних відносинах є не позивач, а Пайовий венчурний

інвестиційний фонд «Диференціал» [86].

Подібну позицію висловлює також і Господарський суд Харківської області, який у своєму рішенні від 08.09.2010 р. зазначив, що набуття права власності КУА на будь-яке майно, незалежно від його виду, здійснене від імені фонду, яким керує компанія, та за рахунок коштів фонду, означає, що таке майно має обліковуватись як майно, що належить фонду, однак, оскільки фонд не є юридичною особою, а є лише сукупністю активів, фонд набуває цивільні права та обов'язки через керуючу компанію шляхом посилання на те, що правочин здійснюється керуючою компанією від імені та в інтересах відповідного фонду [87]. Таку позицію суду вважаємо необґрунтованою з огляду на таке:1) пайовий фонд не набуває жодних прав чи обов’язків, оскільки не є суб’єктом цивільних прав; 2) КУА пайового фонду діє від свого імені і в інтересах учасників пайового фонду а не від імені пайового фонду. Активи пайового фонду належать не самому пайовому фонду, а його учасникам на праві спільної сумісної власності. У рішенні Господарського суду м. Києва від 09.11.2010 р. суд визнав пайовий фонд стороною за договором банківського вкладу: «таким чином, судом встановлено, що вкладником грошових коштів по Депозитному договору № 56/ДЮГ/2008 є відкритий диверсифікований пайовий фонд «Надбання» Товариства з обмеженою відповідальністю «КУА «АРТ-Капітал Менеджмент», від імені якого при укладенні Депозитного договору № 56/ДЮГ/2008 діяв позивач, реалізуючи функцію управління майном фонду» [88].

Пайовий фонд, будучи об’єктом правовідносин, не наділений процесуальною правосуб’єктністю [82]. У цьому контексті варто наголосити на обґрунтованій позиції Господарського суду Дніпропетровської області, який у своєму рішенні від 07.05.2012 р. відмовив у задоволенні позову, поданого пайовим фондом, вказавши на таке: «враховуючи те, що Пайовий фонд "МОНЕТА" недиверсифікованого виду закритого типу Приватного акціонерного товариства КУА "АКАДЕМІЯ ІНВЕСТМЕНТС" не є юридичною особою і не має господарської процесуальної правоздатності та господарської процесуальної дієздатності, а тому не може бути позивачем у даній справі, суд приходить до

висновку про відмову у задоволенні позовних вимог» [89].

Якщо вважати, що пайовий фонд не є суб'єктом цивільних правовідносин, то виникає питання, чи може пайовий фонд вважатись відокремленим підрозділом юридичної особи – КУА такого фонду. Аналіз судової практики засвідчив, що випадки, коли КУА наділяють створені ними пайові фонди, статусом своїх відокремлених підрозділів та розробляють і затверджують відповідні документи, як от положення про відокремлений підрозділ – пайовий фонд, є непоодинокими. Так, у постанові Київського апеляційного господарського суду від 30.11.2009 р. зазначалось про таке: «у жовтні 2009р. товариство з обмеженою відповідальністю "КУА "АРТ-КАПІТАЛ Менеджмент" від імені та в інтересах відокремленого структурного підрозділу – закритого диверсифікованого пайового фонду "Дивідендний фонд "Антибанк" товариства з обмеженою відповідальністю "КУА "АРТ – КАПІТАЛ Менеджмент" та відокремленого структурного підрозділу – інтервального диверсифікованого пайового фонду "Збалансований фонд "Паритет" звернулось до господарського суду м. Києва з позовом» [90]. Як видається, такі спостереження суду є невірними, адже пайовий фонд, в силу того, що він не вважається суб'єктом правовідносин, не може виступати стороною у справі, як і не може діяти як представник за довіреністю.

Проаналізуємо тепер, чи правомірно визнавати пайовий фонд відокремленим підрозділом юридичної особи. Враховуючи те, що КУА є юридичною особою на неї поширюватиметься законодавство, що регламентує статус юридичних осіб. Незважаючи на існування в законодавстві різних визначень поняття «відокремлений підрозділ юридичної особи», все ж послуговуватимемося тим, яке передбачено Законом України «Про державну реєстрацію юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань». У цьому законі під відокремленим підрозділом юридичної особи розуміють її філію чи інший підрозділ, що знаходиться поза її місцезнаходженням та виробляє продукцію, виконує роботи або операції, надає послуги від імені юридичної особи, або представництво, що здійснює захист і представництво інтересів юридичної особи [91]. Ключовими ознаками відокремленого підрозділу

юридичної особи є те, що він має інше місцезнаходження аніж юридична особа, він виконує роботи або надає послуги від імені юридичної особи або здійснює представництво або захист юридичної особи. З огляду на наведені ознаки, доходимо висновку, що пайовий фонд не може вважатись відокремленим структурним підрозділом юридичної особи, адже не має свого місцезнаходження, не виконує жодних робі, не надає послуг від імені КУА і не здійснює представництво чи захист її інтересів. Пайовий фонд не здійснює жодної діяльності. Пайовий фонд існує лише як сукупність активів, склад, структура і вартість яких постійно змінюються [82, с. 197].

В юридичній літературі можна знайти й іншу точку зору стосовно поняття пайового фонду. Так, В. А. Гончаренко і М. А. Островський у своїх працях, аналізуючи правову природу пайового фонду, зазначають, що за своєю суттю пайовий фонд є лише грошовим рахунком, який відокремлений від власних активів КУА пайового фонду [92, с. 36; 93, с. 152]. Такий підхід допускає досить звужене тлумачення пайового фонду, адже, якщо вважати, що пайовий фонд є грошовим рахунком, то в такому разі ми автоматично не враховуємо увесь масив інших активів, які можуть входити до складу пайового фонду і які не обліковуються на грошовому рахунку, мова іде про банківські метали, цінні папери, об’єкти нерухомості, майнові права та вимоги тощо. Навпаки, вважаємо, що саме активи – грошові кошти, які входять до складу пайового фонду, можуть обліковуватись на грошовому рахунку, або правильніше банківському рахунку. І в даному випадку банківський рахунок виступатиме джерелом акумуляції активів пайового фонду, а не позначатиме сам пайовий фонд.

Як ми уже з’ясували, позначення пайового фонду через сукупність активів розкриває суть поняття пайового фонду у його вузькому розумінні. Водночас, аналіз норм Закону «Про інвестиційну діяльність», а також природа відносин, які виникають між учасниками пайового фонду та КУА, дає можливість виокремити поняття пайового фонду у широкому розумінні. Згідно з положенням ч. 2 ст. 2 цього Закону, інвестиційна діяльність здійснюється, у тому числі, на основі спільного інвестування, здійснюваного громадянами та юридичними особами

України, іноземних держав. Абзацом 2 ч.1 ст.5 Закону «Про інвестиційну діяльність» встановлено, що інститути спільного інвестування здійснюють інвестиційну діяльність відповідно до законодавства, що визначає особливості їх діяльності. Крім того ст. 5 цього ж закону має назву «суб'єкти інвестиційної діяльності» і при цьому до таких суб'єктів, у тому числі, відносить інститути спільного інвестування [94].

Про пайовий фонд у широкому розумінні цього поняття можна розмірковувати, власне, в контексті форми спільного інвестування, адже пайовий фонд, окрім того, що є сукупністю активів, також є зовнішньою формою вираження комплексу правовідносин, які виникають в процесі реалізації інвестицій. Відтак, визначення пайового фонду у широкому розумінні цього поняття можна сформулювати у такий спосіб. Пайовий фонд – це передбачена законодавством форма спільного інвестування, яка полягає у залученні та об'єднанні грошових коштів колективних інвесторів у єдиний фонд без створення юридичної особи, для подальшого вкладення цих коштів в об'єкти інвестування з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту. Детальніше про пайовий фонд як форму спільного інвестування і особливості правовідносин щодо реалізації інвестицій за допомогою пайового фонду йтиметься у наступному розділі дисертації.

1.3. Класифікація пайових інвестиційних фондів

Класифікація пайових фондів може здійснюватися за різними критеріями. Питома вага підходів до класифікації цих ІСІ запропонована вченими-економістами, які досліджували цю проблематику під кутом зору науки економіки. Так, наприклад, цікавим є запропонований Т. Д. Косовою такий критерій поділу пайових фондів: 1) за прибутком від зростання вартості активів, вона пропонує поділ пайових фондів на фонди енергійного зростання, які прагнуть отримати максимальний прибуток від зміни ринкової вартості активів і практично повністю ігнорують поточний дохід; фонди зростання, які одержують прибуток

від зростання вартості активів, але вкладають кошти в компанії і галузі зі стійким становищем, фонди дорогоцінних металів та міжнародні фонди [95]. У юридичній науці питанням класифікації ІСІ увагу присвячували, зокрема такі автори як О. Ю. Кампі, О. Б. Лапунько, А. В. Смітюх та ін.

Питанню класифікації ІСІ присвячена ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Слід наголосити, що із прийняттям цього закону існуюча на той час законодавча класифікація ІСІ було дещо розширена, а саме, доповнена новими видами, як от: ІСІ спеціалізованого та кваліфікаційного виду. При здійсненні поділу інвестиційних фондів, законодавець використовує два терміни «тип» та «вид». Термін «тип», в Законі «Про ІСІ» від 2012 року вжито при поділі інвестиційних фондів за критерієм провадження діяльності ІСІ на відкриті, інтервальні та закриті пайові або корпоративні фонди. За своїм змістом слово «тип» означає модель або форму, якій відповідає певна група предметів [96]. Поділивши інвестиційні за типами, законодавець сформував три великі групи ІСІ, кожна з яких має свій набір притаманних їй ознак. В подальшому здійснюється поділ інвестиційних фондів за видами, при цьому до уваги береться раніше сформовані групи ІСІ. Наприклад: інтервальним ІСІ можуть бути тільки диверсифіковані, спеціалізовані та кваліфікаційні ІСІ.

Відповідно до ч.1 ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року пайові фонди за порядком провадження діяльності КУА пайового фонду поділяються на пайові фонди відкритого, інтервального або закритого типу. Пайовий фонд належить до відкритого типу, якщо КУА такого фонду бере на себе зобов’язання здійснювати у будь-який час на вимогу учасників пайового фонду викуп цінних паперів, які нею були емітовані. У разі, якщо КУА пайового фону зобов’язана здійснювати на вимогу учасників пайового фонду викуп емітованих нею цінних паперів протягом обумовленого строку (інтервалу), що передбачений інвестиційною декларацією пайового фонду, такий пайовий фонд є інтервальним. Пайовий фонд належить до закритого типу, якщо КУА такого пайового фонду не бере на себе зобов’язань щодо викупу цінних паперів, які були нею емітовані до моменту припинення

пайового фонду. В юридичній літературі цей критерій класифікації також пропонують називати «за операційною структурою» [97, с. 262].

Важливість критерію поділу пайових фондів на різні типи пояснюється насамперед тим, що інвестиційний сертифікат є інструментом, який опосередковує відносини, що виникають між КУА і учасниками пайового фонду. Відтак, учасник пайового фонду, який обирає той чи інший тип пайового фонду, може спрогнозувати хід розвитку подальших правовідносин, які виникли між ним і КУА. Зокрема, учасник відкритого фонду може у будь-який час подати заявку на викуп у нього інвестиційного сертифіката, якщо, наприклад, вартість чистих активів такого пайового фонду знижується або не зростає упродовж тривалого часу. Своєю чергою, власник інвестиційного сертифікату закритого пайового фонду може потенційно розраховувати на отримання більшого прибутку, водночас несе ризик істотного зменшення вартості його інвестиційних сертифікатів у разі обрання КУА невірної інвестиційної стратегії.

Як зауважує Д. В. Незнайко, інститути спільного інвестування відкритого типу найбільше цікавлять дрібних інвесторів. Такі інститути спільного інвестування постійно пропонують для продажу свої цінні папери намагаючись збільшити обсяг активів і виконують вимоги власників цінних паперів щодо їх викупу. Продаж і купівля цінних паперів ІСІ відкритого типу здійснюється за ціною, еквівалентною відповідній вартості активів ІСІ, скоригованою на розмір комісійного збору [98, с. 200]. Своєю чергою участь у пайових фондах інтервального типу інвестором розглядається як спосіб середньострокового розміщення коштів [99. с. 63].

Істотною відмінністю закритих пайових фондів від відкритих та інтервальних є менш жорсткі законодавчі вимоги до складу і структури активів такого фонду. Також, на думку В. В. Кущенка іншою особливістю закритих пайових фондів є можливість створення такого фонду під конкретне коло потенційних інвесторів, крім того закритий пайовий фонд дозволяє залучати грошові кошти на фіксований строк, що вигідно при використанні закритого пайового фонду для інвестування у нерухомість [100, с. 15].

Залежно від строку, на який створюється пайовий фонд, він може бути строковим або безстроковим. Строковий пайовий фонд створюється КУА на певний строк, який визначається у регламенті пайового фонду. Якщо у встановленому порядку КУА не ухвалить рішення про продовження строку функціонування пайового фонду, то по закінченні строку пайовий фонд припиняється. Безстроковий пайовий фонд створюється на невизначений строк. Водночас, законодавець передбачає обов'язкові умови, за яких строк функціонування пайового фонду може бути продовжений. Такими умовами є: 1) рішення про продовження строку функціонування пайового фонду приймає уповноважений орган КУА; 2) строк на який продовжується діяльність строкового пайового фонду не повинен перевищувати строку функціонування такого пайового фонду, який був передбачений регламентом на день реєстрації регламенту; 3) у разі продовження строку діяльності строкового пайового фонду КУА пайового фонду повинна обов'язково здійснити викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду в учасників фонду, які подали протягом трьох місяців з дня прийняття рішення про продовження строку функціонування пайового фонду заявку про викуп у них інвестиційних сертифікатів пайового фонду. Як зазначають Н. Г. Дороніна та Н. Г. Семілютіна, якщо строк функціонування пайового фонду є визначений, то в такому разі строковість функціонування пайового фонду обмежує можливість КУА фонду вкладати залучені грошові кошти у довгострокові та неліквідні цінні папери, тобто компанія позбавлена права на помилку при виборі цінних паперів [101, с. 12]

Цією ж статтею 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року передбачено, що пайові та корпоративні фонди можуть бути диверсифікованого, недиверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного виду. Причому законодавець не виділяє класифікаційного критерію, здійснюючи такий поділ ІСІ. Враховуючи те, що в основу виокремлення диверсифікованих фондів покладено вимоги щодо структури активів пайового фонду, пропонуємо таку класифікацію:

За наявністю законодавчо встановлених вимог до структури активів пайового фонду:

- диверсифіковані пайові фонди;
- недиверсифіковані пайові фонди.

За основу поділу пайових фондів на спеціалізовані та кваліфікаційні можна взяти критерій складу активів пайового фонду. Відтак, За складом активів пайового фонду пайові фонди поділятимуться на:

- спеціалізовані
- кваліфікаційні

В даному випадку, як бачимо, критеріями класифікації виступатимуть структура активів для виокремлення диверсифікованих фондів, а також склад активів, коли йтиметься про спеціалізовані та кваліфікаційні пайові фонди. Незважаючи на те, що поняття складу і структури активів ІСІ Законом «Про ІСІ» від 2012 року не визначено, проте зі змісту ст. 48 цього закону можна дійти висновку, що структура активів – це встановлене законодавством співвідношення тих чи інших видів активів у складі пайового фонду. Іншими словами, як правильно зазначає О. А. Слободян, «структура активів» це певна їх «питома вага» у складі пайового фонду [57, с. 163]. Своєю чергою під складом активів слід розуміти різні, дозволені законодавством, види активів, які можуть перебувати у пайовому фонді.

Пайовий фонд вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає встановленим вимогам щодо структури його активів. Пайовий фонд вважається спеціалізованим, якщо КУА такого фонду інвестує активи виключно у визначені Законом «Про ІСІ» від 2012 року, активи. До спеціалізованих пайових фондів законодавець відносить фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облігацій, фонди акцій, індексні фонди, фонди банківських металів тощо. Водночас, якщо КУА пайового фонду інвестує активи виключно в одні із, передбачених Законом «Про ІСІ» від 2012 року, кваліфікаційних класів активів та кошти і документами пайового фонду не встановлено вимог до структури його активів, то такий фонд вважається кваліфікаційний. До кваліфікаційних класів активів віднесено об’єднаний клас цінних паперів, клас нерухомості, клас рентних активів, клас кредитних активів, клас біржових товарних активів тощо [28]. Хоча,

Закон «Про ІСІ» від 2012 року не передбачає визначення поняття класу активів, його зміст висвітлено, зокрема, у Міжнародному стандарті бухгалтерського обліку 36 (МСБО 36) «Зменшення корисності активів», де під класом активів розуміється група активів, однакових за характером і способом використання в діяльності суб'єкта господарювання [102].

Звичайно, нова класифікація ІСІ, у тому числі пайових фондів, за основу формування якої взято до уваги різні види і класи активів, має позитивний вплив на ринок спільного інвестування, адже розширює можливості формування інвестиційних портфелів пайових фондів і дозволяє інвесторам легше орієнтуватися серед значної кількості, як корпоративних, так і пайових фондів. Тут варто погодитись із тезою О. С. Яворської про те, що вказана класифікація дає змогу інвесторові при виборі фонду заздалегідь знати, в які активи будуть вкладені кошти та оцінити рівень ризику і дохідності здійсненої інвестором інвестиції [103].

Пайовий фонд, який не відповідає вимогам законодавства, які ставляться до диверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного ІСІ є недиверсифікованим.

Також Законом «Про ІСІ» від 2012 року передбачено функціонування біржових пайових фондів. Ними можуть бути спеціалізовані фонди акцій та індексні фонди. Пайовий фонд вважатиметься біржовим, якщо він відповідатиме встановленим вимогам. Зокрема, ключовими вимогами до біржового пайового фонду є те, що цінні папери такого пайового фонду підлягають обігу на фондовій біржі, яка визначена проспектом емісії. Оплата інвестиційних сертифікатів біржового пайового фонду під час їх продажу або викупу емітентом може здійснюватися у відповідній пропорції активами, що визначені у інвестиційній декларації такого пайового фонду [28].

Слід зазначити, що незважаючи на існування достатньо розгалуженої класифікації пайових фондів, Законом про інститути спільного інвестування заборонено змінювати тип та вид пайового фонду, клас спеціалізованого або

кваліфікаційного пайового фонду і належність пайового фонду до біржових або венчурних.

Недиверсифікований пайовий фонд закритого типу, КУА якого здійснює виключно приватне розміщення інвестиційних сертифікатів серед юридичних і фізичних осіб, вважається венчурним пайовим фондом.

На підставі проведеного аналізу норм чинного Закону про інститути спільного інвестування пропонуємо ще декілька додаткових критеріїв класифікації пайових фондів.

Залежно від можливості здійснення виплати дивідендів за інвестиційними сертифікатами пайового фонду:

- пайові фонди, умови інвестування в які можуть допускати виплату дивідендів за інвестиційними сертифікатами. Сюди належать лише закриті пайові фонди;
- пайові фонди, умови інвестування в які не допускають виплату дивідендів за інвестиційними сертифікатами. Такими є пайові фонди відкритого та інтервального типу.

За порядком обігу інвестиційних сертифікатів пайового на ринку цінних паперів:

- пайові фонди, інвестиційні сертифікати яких підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів. Сюди належать пайові фонди закритого типу.
- пайові фонди з обмеженим обігом інвестиційних сертифікатів. Такими є пайові фонди відкритого типу та біржові пайові фонди, обіг інвестиційних сертифікатів яких відбувається лише на фондових біржах.
- пайові фонди зі змішаним типом обігу інвестиційних сертифікатів. Сюди слід віднести інтервальні пайові фонди, інвестиційні сертифікати якого у період між інтервалами підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів, а в період між інтервалами підлягають вільному обігу лише на фондових біржах.

Залежно від наявності додаткових, передбачених законодавством, вимог щодо участі фізичних осіб у пайовому фонді:

- пайові фонди, для некваліфікованих інвесторів – фізичних осіб. Участь фізичних осіб у таких пайових фондах не обмежується законодавчими умовами. Такими є усі види пайових фондів, окрім венчурних та кваліфікаційних пайових фондів.

- пайові фонди для кваліфікованих інвесторів. Законодавством передбачено вимоги щодо можливої участі фізичних осіб у венчурних та кваліфікаційних пайових фондах. Так, згідно ч. 2 ст. 4 Закону «Про ІСІ» від 2012 року фізична особа може бути учасником венчурного пайового фонду за умови придбання інвестиційних сертифікатів такого фонду у кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом станом на 1 січня 2014 року. Водночас, фізична особа може бути учасником кваліфікаційного пайового фонду за умов придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше, ніж 100 мінімальних заробітних плат, у місячному розмірі, встановленому законом станом на 1 січня 2014 року [28].

Варто зазначити, що поняття «кваліфікований» може видатись не зовсім вдалим для виокремлення різних видів інвесторів, адже саме поняття «кваліфікація» стосується здебільшого сфери трудових відносин. Такий термін відображений у національній правовій площині і використовується законодавцем для позначення різних видів інвесторів. Так, наприклад у ч. 4 ст. 34 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено порядок здійснення публічної пропозиції цінних паперів для кваліфікованих та некваліфікованих інвесторів [81]. Водночас, сутність цих понять на законодавчому рівні досі не розкрита. Поняття кваліфікованого інвестора вживається у законодавстві багатьох країн. Законодавство Литви виділяє професійного інвестора, розуміючи під цим терміном учасника схеми колективного інвестування, яка передбачає мінімальний розмір інвестиції для учасника у розмірі 50 і більше тисяч євро [104]. Своєю чергою Закон «Про колективне інвестування» Словаччини виділяє кваліфікованого інвестора [105]. Поділ інвесторів на кваліфікованих і

некваліфікованих зумовлений існуванням форм спільного інвестування та фінансових інструментів, які мають підвищений ризик. Тому, для прийняття правильних рішень щодо здійснення інвестиційної у межах форм спільного інвестування, які мають підвищений ризик, інвестор повинен володіти певним комплексом знань та навиків, які дозволяють оцінити такі ризики. Виокремлення кваліфікованих інвесторів та, відповідно, і пайових фондів для кваліфікованих інвесторів є важливим з огляду на те, що таким чином законодавець намагається сформулювати різні вимоги щодо участі фізичних осіб у пайових фондах з метою забезпечення захисту їхніх інтересів. Крім того, якщо взяти до уваги, що такі вимоги ставляться до учасників венчурних фондів, які володіють високим ступенем ризику, то встановлення мінімального обсягу інвестиційних сертифікатів, які можуть бути придбані інвестором, запобігає ризику втрати грошових коштів особами з невисоким рівнем доходів та низьким рівнем фінансової грамотності.

Не менш важливим, на нашу думку, може бути поділ пайових фондів за галузевим спрямуванням. Так, Закон «Про інвестиційну діяльність» у ст. 11 передбачає, створення пільгових умов для інвесторів, що здійснюють інвестиційну діяльність у найбільш важливих для задоволення суспільних потреб напрямах, зокрема, соціальній сфері, технічному і технологічному вдосконаленні виробництва, створенні нових робочих місць для громадян, які потребують соціального захисту, в галузі освіти, культури, охорони культурної спадщини, охорони навколишнього середовища і здоров'я тощо [94]. Крім того, сьогодні Кабінетом Міністрів України затверджено Перелік пріоритетних галузей економіки [106]. У даному випадку, можна виділити пайові фонди, КУА яких здійснюють інвестування у ту чи іншу галузь економіки, або пайові фонди змішаного спрямування, тобто ті, чиї КУА інвестують в об’єкти підприємницької діяльності різних галузей. З огляду на це, наприклад, КУА, які інвестують в одну з пріоритетних галузей економіки матимуть право на пільгові умови провадження діяльності зі спільного інвестування.

Такий поділ сприятиме, з однієї сторони, розвитку пріоритетних галузей економіки та соціальної сфери, а КУА, щодо яких застосовуватимуться пільгові умови, зможуть залучити більшу кількість грошових коштів інвесторів, що вкрай важливо в умовах конкуренції на ринку спільного інвестування. Пільгові умови також можуть полягати у зниженні ставки податку на доходи, які отримуються інвесторами пайового фонду у разі здійснення викупу інвестиційних сертифікатів.

Проаналізувавши зміст інвестиційних декларацій вітчизняних пайових фондів можемо констатувати, що вказаний поділ ІСІ за галузевим спрямуванням уже найшов своєї відображення у документах таких фондів. Так, інвестиційною декларацією Відкритого спеціалізованого пайового фонду «ОТП Класичний» ТОВ КУА «ОТП Капітал», затвердженого протоколом загальних зборів від 25.04.2014 р. № 85, передбачається, що пріоритетною галуззю інвестування через такий пайовий фонд є лише банківська галузь народного господарства [107]. Інвестиційною декларацією Інтервального спеціалізованого пайового фонд «ОТП Валютний» ТОВ «КУА «ОТП Капітал», затвердженою протоколом загальних зборів № 115 від 19.06.2015 р. пріоритетними галузями визначено банківську, аграрну, харчову, металургійну, машинобудівну, енергетичну, хімічну, телекомунікаційну, будівельну та освітню галузі народного господарства [108]. Як бачимо, КУА можуть інвестувати, як в одній із галузей народного господарства, так і в декількох, у тому числі і тих, що належать до соціальної сфери.

Варто підкреслити, що виокремлення інвестиційних фондів з урахуванням критерію галузевого спрямування уже знайшло своє відображення у законодавстві зарубіжних країн. Так, п. 27 ст. 3 Закону Словенії «Про інвестиційні фонди і КУА» передбачає існування цільових інвестиційних фондів (specific purpose investment fund). Таким фондом визнається фонд, інвестиційна політика якого зосереджена на здійсненні інвестування у конкретні галузі економіки, сфери промисловості чи географічні зони. Водночас, законом встановлено вимогу щоб працівники КУА такого фонду володіли достатнім обсягом знань щодо здійснення такого інвестування, а сама КУА вважалась спеціалізованою у цій сфері інвестування [109].

При проведенні класифікації пайових фондів цікавим є міжнародний досвід правового регулювання поділу інвестиційних фондів за видами. У Франції законодавство передбачає досить широкий перелік видів інвестиційних фондів. У розділі IV Грошово-фінансового кодексу Франції передбачено такі види інвестиційних фондів [110]: 1) інвестиційні фонди заощаджень працівників (Fonds communs de placement d'entreprise), які передбачають різні схеми інвестування заощаджень працівників відповідно до норм трудового законодавства. Такі фонди передбачають створення Наглядової Ради, склад якої складається наполовину із працівників, які є власниками паїв, а іншу частину складають представники КУА; 2) інноваційні фонди (Fonds communs de placement dans l'innovation). Згідно положень законодавства активи таких інвестиційних фондів на 60% повинні складатись із цінних паперів інвестиційних компаній 3) місцеві інвестиційні фонди (Fonds d'investissement de proximité). Такими є венчурні фонди, 60% активів яких інвестуються у цінні папери компаній з обмеженою відповідальністю і щонайменше 10% з вказаних 60% інвестуються у компанії, які ведуть бізнес, або зареєстровані менше як 5 років. Також щодо цих фондів законодавство може передбачати вимоги щодо ведення діяльності компаніями на певних територіях [111, с. 131] 4) інвестиційні фонди нерухомості (organismes de placement collectif immobilier) та ін. [110].

На відміну від законодавства України, де норми Закону «Про ІСІ» від 2012 року передбачають класифікацію інвестиційних фондів, а самі фонди є згруповані за видами та типами, підхід французького законодавця є дещо іншим. Норми Грошово-фінансового кодексу Франції не виділяють критеріїв класифікації інвестиційних фондів, а лише окреслюють особливості здійснення інвестиційної діяльності в межах різних видів інвестиційних фондів. Водночас, норми закону поділені на дві частини:1) загальну, яка стосується інвестиційних фондів договірного типу та інвестиційних компаній загалом, та 2) спеціальну, яка поділена на окремі підрозділи, які уже детально характеризують конкретну групу інвестиційних фондів, як от, наприклад «інститути спільного інвестування, які інвестують в акції чи паї інших ІСІ або інвестиційні фонди» [110]. Слід зазначити,

що такий підхід до законодавчої регламентації різних видів інвестиційних фондів притаманний не тільки законодавству Франції, але й законодавству більшості країн Європейського Союзу.

Дедалі більшого поширення у світі набувають інвестиційні фонди, які інвестують свої активи в інші інститути спільного інвестування – «fund of fund» (фонд фонду) або об'єднують декілька інвестиційних фондів «master-feeder funds» або «umbrella fund» (основний фонд – підпорядкований фонд) [112, с. 52]. У випадку існування структури «основний фонд – підпорядкований фонд», інвестори набувають у власність цінні папери підпорядкованого фонду, який акумулює відповідні активи. Активи декількох підпорядкованих фондів формують портфель основного фонду. Важливим є те, що управління основним фондом та підпорядкованими фондами здійснюється КУА. У разі існування структури «фонд фонду», йтиметься про два різних фонди, один із яких інвестує в активи іншого. Причому управління активами кожного з обидвох фондів здійснюють різні компанії. Сьогодні існування таких фондів передбачено законодавством Франції [110], Словаччини [105], Австрії [113], Люксембургу [114], Литви [104], та ін.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу станом на 08.08. 2018 р. в Україні налічувалось 1228 ІСІ [115]. Переважна більшість інвестиційних фондів, які перебувають в управлінні є венчурними. Як зазначається в літературі головна перевага венчурних інвестиційних фондів для цілей інвестування полягає в невеликій кількості вимог, які стосуються складу та структури активів таких фондів, що виключає їх зарегульованість [116, с. 22]. Так, до складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання, які можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами відступлення прав вимоги. Венчурний фонд може надавати кошти у позику. Активи венчурного фонду можуть повністю складатись з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги і цінних паперів, що недопущені до торгів на фондовій біржі (ч. 4 ст. 48 Закону «Про ІСІ» від 2012 року) [28].

Такі законодавчо встановлені вимоги до пайових венчурних інвестиційних фондів як: приватне розміщення інвестиційних сертифікатів серед його учасників, строковість, неможливість здійснення викупу інвестиційних сертифікатів до закінчення строку функціонування пайового венчурного фонду, відсутність вимог щодо диверсифікації активів фонду, участь у ньому лише кваліфікованих інвесторів-фізичних осіб, можливість виплати дивідендів за інвестиційними сертифікатами фонду, вказують на можливість використання цієї форми інвестування для отримання прибутку у довгостроковій перспективі. Крім того, пайовий венчурний фонд може бути використаний для реалізації довгострокових інвестиційних проектів, при інвестуванні у будівництво житла, у сфері інноваційної діяльності тощо. Деякі автори зазначають, що справжньою метою функціонування венчурних фондів є не портфельне інвестування, а можливість для великого інвестора оптимізувати оподаткування і схему управління своєю власністю [117, с. 110].

Як зазначає О. В. Гарагонич, характерною особливістю використання ІСІ у сфері господарювання є його орієнтування на схемні проекти [118, с. 109]. Це твердження є особливо актуальним, коли йдеться інститути спільного інвестування закритого типу, зокрема про венчурні пайові фонди, які все частіше використовуються як ефективний механізм інвестування у будівництво житла. Схема фінансування будівництва житла з використанням венчурного пайового фонду може передбачати зокрема таке: КУА створює венчурний фонд для забудовника, а інвестори купують у фонду цільові облігації заздалегідь обраного забудовника, які при погашенні дають право на нерухомість [119]. Серед основних переваг використання ІСІ при будівництві житла є пільговий режим оподаткування, інформаційна відкритість, відсутність жорстких законодавчих обмежень та висока дохідність [118, с. 110]. Особливості цивільно-правового регулювання відносин щодо участі у схемах фінансування житлового будівництва, зокрема шляхом реалізації інвестицій у формі ІСІ були предметом наукового пошуку таких вчених як: М. К. Галянтич [120], О. В. Ільків [121], І. І. Плукар [122], Л. І. Радченко [123], О. С. Яворська [124] та ін.

Частиною 6 ст. 25 Закону «Про ІСІ» від 2001 року передбачалось, що учасники пайового фонду, кошти якого розміщені шляхом приватного розміщення інвестиційних сертифікатів, можуть утворювати наглядову раду для нагляду за виконанням інвестиційної декларації. Чинний Закон «Про ІСІ» від 2012 року у ст. 45 встановлює заборону створення наглядової ради у пайовому фонді. На нашу думку, такий крок законодавця є невиправданим. Вважаємо, що за умов підвищеного ризику інвестування у венчурні пайові фонди, відсутність вимог щодо диверсифікації, наглядова рада, за умови її створення могла б бути ефективним механізмом забезпечення прав та інтересів інвесторів венчурного фонду. Вказана обставина є однією з перешкод для належного функціонування не тільки венчурних пайових фондів, але й пайових фондів інших типів. У цьому контексті ми солідарні з думкою, висловленою І. Я. Полянською про те, що учасники пайового фонду повинні володіти дієвими важелями контролю та моніторингу за використання їхніми коштами КУА пайового фонду у процесі управління активами пайового фонду і досягнути цієї мети можна через включення у структуру договірних відносин спільного інвестування корпоративних елементів [125, с. 56 – 57].

Традиційно, пайові фонди, як і будь-які інші форми інвестування, сприймались і сприймаються населенням як інструменти отримання прибутку. У нашому випадку на отримання такого прибутку розраховують учасники пайового фонду, які придбали інвестиційні сертифікати. Слід зауважити, що ринок пайових фондів, особливо пайових фондів відкритого типу з поміркованим рівнем ризику інвестування, найбільш популярні серед дрібних інвесторів, тобто інвесторів із середнім рівнем доходу. Таких інвесторів на рівні регіональних стандартів Європейського Союзу, так і у законодавстві зарубіжних країн прийнято називати retail investors [37]. Іншими словами – це громадяни, які купляють інвестиційні сертифікати пайового фонду і здійснюють інвестиції з метою отримання прибутку. Водночас, як випливає зі змісту ст. 1 Закону «Про інвестиційну діяльність» практичні дії громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій можуть бути спрямовані не тільки на отримання прибутку (доходу), але

й досягнення соціального ефекту. Відтак, вважаємо за доцільне дослідити можливість існування іншого, аніж традиційний, підходу до використання пайового фонду як форми інвестування, яка, як ми уже зазначали, має прибуткове спрямування. Незважаючи на те, що пайові фонди, як і корпоративні фонди перебувають лише на етапі свого становлення в Україні і все ж вважаємо, що перспектива імплементації та створення пайових фондів, які сприятимуть досягненню соціального ефекту, є цілком реальною та необхідною.

Реалізація інвестицій із використанням форм колективного інвестування, яка спрямована не тільки на отримання прибутку інвесторами та КУА, але й на досягнення соціального ефекту призвела до законодавчого закріплення конструкцій соціально-орієнтованих (соціально-відповідальних) інвестиційних фондів. Зокрема, Грошово-фінансовий кодекс Франції у ст. 214-4 передбачає, що схема колективного інвестування не повинна охоплювати більше 10% цінних паперів одного емітента. Водночас, цей поріг збільшується до 25%, якщо емітентом цінних паперів є соціально-відповідальна компанія у розумінні ст. 443-3-1 Трудового кодексу Франції. Крім цього, цим же кодексом французький законодавець виділяє такий вид інвестиційних фондів, як соціально-відповідальний фонд (socially responsible fund) та встановлює вимоги щодо структури його активів [110]. Цікавим у цьому контексті є Дослідження соціально-відповідального інвестування у Європі, проведеного Асоціацією Інвестиційних Фондів Люксембургу у 2013 році. Так згідно результатів дослідження за період з 2010 до 2012 року сукупна вартість активів соціально-орієнтованих інвестиційних фондів у Європі збільшилась на 19% з 199,7 млрд. євро до 237,9 млрд. євро. Водночас за кількістю соціально-орієнтованих фондів лідером є Люксембург, а за кількістю активів, які перебувають в управлінні таких фондів Франція. Також значна кількість соціально-орієнтованих інвестиційних фондів функціонує у Норвегії, Данії, Фінляндії тощо [126, с. 14]. З результатів цього дослідження також випливає, що інвестиційна діяльність КУА таких фондів здійснюється у різних сферах, як от боротьба з тютюнопалінням, охорона навколишнього природного середовища, боротьба зі шкідливими викидами, сфера освіти, культури,

благодійництва тощо [126, с. 8]. Як бачимо, кількість соціально-орієнтованих інвестиційних фондів постійно зростає, охоплюючи при цьому різні галузі соціальної сфери.

Розмірковуючи про особливості здійснення інвестиційної діяльності з метою досягнення соціального ефекту та аналізуючи відповідне національне законодавство, можемо констатувати, що національне законодавство не розкриває поняття соціального ефекту. Власне, на цю тему ведуть дискусії переважно вчені-правники, які досліджують питання правового регулювання інвестиційної діяльності. Зокрема, поняття соціального ефекту досліджувалось у працях Г. Ю. Шемшученко, В. П. Негребельного, В. М. Коссака, О. М. Чабан, та ін.

Так, на думку О. М. Чабан соціальний ефект може бути двох видів: особистий та суспільний. Особистий соціальний ефект, на її думку, досягається при звичайних споживчих відносинах, які не пов’язані з інвестуванням. Своєю чергою суспільний соціальний ефект не має індивідуального характеру і поширює свою дію на невизначене коло осіб [127, с. 122]. Суспільний соціальний ефект може також досягатись при здійсненні інвестування з метою досягнення прибутку [128, с. 66]. Своєю чергою, як зазначають В. П. Негребельний і Г. Ю. Шемшученко досягнення соціального ефекту в контексті інвестиційної діяльності матиме місце при здійсненні інвестицій в об’єкти соціальної сфери або в інші об’єкти і таке здійснення інвестиційної діяльності сприятиме досягненню встановлених законодавством пріоритетів соціальної політики держави [129, с. 15]. Слід зазначити, що у Законі «Про інвестиційну діяльність» у ст. 11 також вживається таке словосполучення «найбільш важливі для задоволення суспільних потреб напрями». З урахуванням цього, вважаємо, що характеризуючи соціальний ефект, як мету реалізації інвестицій, варто також враховувати чи цей соціальний ефект сприяє задоволенню суспільних потреб.

Є вчені, котрі дотримуються інших точок зору, як от О. Е. Сімсон, яка вважає, що інвестиційною діяльністю визнається лише та діяльність, яка спрямована на одержання прибутку. Також на її думку діяльність, яка спрямована на досягнення соціального або іншого нематеріального ефекту, не відповідає

економічній суті інвестування [130, с. 8]. Вважаємо, що досягнення соціального ефекту у процесі здійснення інвестиційної діяльності може бути самостійною метою, а тому така мета може досягатись, як з отриманням прибутку від інвестування, так і без нього.

Водночас своєю специфікою наділене інвестування, яке здійснюється шляхом участі у пайовому фонді. Ключовими суб'єктами інвестування є інвестор – учасник пайового фонду, який є власником інвестиційного сертифікату емітованого КУА і сама КУА. Якщо можна допустити ситуацію, за якої інвестор вкладатиме свої кошти у пайовий фонд, інвестиційною декларацією якого не передбачено можливості отримання прибутку від інвестування, то в такому разі виникнуть проблеми з оплатою винагороди КУА. Винагорода КУА визначається як відсоток вартості чистих активів. Вартість чистих активів пайового фонду це різниця між сумою активів пайового фонду з урахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань пайового фонду [28]. Крім того, за рахунок активів пайового фонду також покриваються витрати, пов'язані з функціонуванням фонду, зокрема реєстраційні послуги, нотаріальні послуги, послуги депозитарію, оплату послуг фондової біржі, оплата вартості оприлюднення обов'язкової інформації щодо діяльності ІСІ тощо [131].

Відтак, якщо вартість чистих активів не збільшуватиметься і стане меншою ніж мінімально допустимий обсяг активів пайового фонду, то його компанія буде зобов'язана прийняти рішення про припинення пайового фонду. Отже, доходимо висновку про те, що за своєю суттю реалізація інвестицій у формі пайового фонду не може мати єдиною метою досягнення соціального ефекту. Водночас інвестування через пайовий фонд може мати подвійну мету – отримання прибутку та досягнення соціального ефекту.

На сьогодні КУА, як правило, спрямовують свою діяльність на одержання прибутку від здійснення інвестиційної діяльності. Водночас, як свідчить позитивний зарубіжний досвід, правильно обрана інвестиційна стратегія може не тільки сприяти одержанню прибутку, але й досягненню суспільного соціального ефекту, насамперед у соціальній сфері. З іншого боку, необхідно внести зміни до

законодавства та закріпити вказаний вид пайового фонду і в тому числі передбачити зменшення вимог до структури активів такого пайового фонду. На основі з'ясування особливостей реалізації інвестицій з метою досягнення соціального ефекту можна запропонувати таке визначення соціально-орієнтованого пайового фонду.

Соціально-орієнтований пайовий фонд – це пайовий фонд, одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту задля задоволення суспільних потреб. Досягнення соціального ефекту може бути притаманним не тільки для пайового фонду, але і для корпоративного фонду. Тому пропонуємо ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року доповнити ч. 10-1 такого змісту:

«10-1 Соціально-орієнтованим є ІСІ, одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту для задоволення суспільних потреб».

Вважаємо, що певну основу для імплементації соціально-орієнтованих пайових фондів чинним законодавство уже передбачено, зокрема мова іде про уже згадану ст. 11 Закону «Про інвестиційну діяльність», де визначено перелік найбільш важливих для задоволення суспільних потреб напрямах інвестування. Водночас вказана норма потребує деталізації з урахуванням специфіки функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування.

Слід зазначити, що напрямів для функціонування соціально-орієнтованих пайових фондів є чимало і вони постійно змінюються відповідно до розвитку суспільних потреб. Як от, сьогодні, одним із таких напрямів є розвиток оборонно-промислового комплексу та системи охорони здоров'я, які перебувають на етапі реформування. Заслуговує уваги думка вченого О.Ю. Кампі, щодо запровадження такого виду інвестиційних фондів як інвестиційні фонди творів мистецтва. На думку вченого, інвестиційна стратегія такого фонду передбачатиме участь у міжнародних виставках, аукціонах, торгах творами мистецтва, організації виставок тощо [99, с. 65].

Погоджуємось з думкою вчених про те, що чинне законодавство України, яке переважно орієнтовано не внутрішній ринок, потребує змін та доповнень щодо

забезпечення можливості КУА інвестиційних фондів інвестувати в іноземні фінансові інструменти і диверсифікувати свої ризики [99, с. 64; 132, с. 110]. Вважаємо, що існуюча класифікація пайових фондів потребує удосконалення з урахуванням позитивного зарубіжного досвіду.

З огляду на наведене, пропонуємо доповнити ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року ч. 6-1 такого змісту

«За сферою здійснення інвестиційної діяльності інститути спільного інвестування поділяються на:

- галузеві – передбачають здійснення інвестиційної діяльності в межах однієї або кількох галузей національної економіки;
- міжгалузеві – передбачають здійснення інвестиційної діяльності в межах двох і більше галузях національної економіки;
- пріоритетні – передбачають здійснення інвестиційної діяльності в одній із пріоритетних галузей економіки, що визначена Кабінетом Міністрів України.
- соціально-орієнтовані – передбачають здійснення інвестиційної діяльності у одному або кількох, найбільш важливих для задоволення суспільних потреб напрямах, як-от: соціальна сфера, сфера освіти, культури, охорони культурної спадщини, охорони здоров'я, охорони навколишнього середовища тощо.

Законом можуть встановлюватись пільгові умови здійснення інвестиційної діяльності та оподаткування щодо соціально-орієнтованих ІСІ та ІСІ з пріоритетними напрямами інвестування».

Висновки до розділу 1

1. Проаналізовано еволюцію становлення інвестиційних фондів договірного типу у зарубіжних країнах. Встановлено, що пайовий фонд за своєю правовою природою відноситься до інвестиційних фондів договірного типу. Основними ознаками таких фондів є: 1) вони є формою спільного інвестування і не наділені

статусом суб'єкта права; 2) в основу правової регламентації інвестиційних фондів договірного типу покладені норми договірного права (країни континентальної правової системи) або права довірчої власності (країни англосаксонської правової системи).

2. Запропоновано чотири основні етапи становлення пайових фондів в Україні: перший етап (1994 – 2000 рр.) – зародження інститутів спільного інвестування в Україні; другий етап (2001 – 2007 рр.) − становлення пайових фондів, збільшення кількості колективних інвесторів – учасників пайових фондів; третій етап (2008 – 2013 рр.) – удосконалення нормативно-правової бази у сфері спільного інвестування з метою забезпечення прозорості функціонування пайових фондів; четвертий етап (2014 – по сьогодні) – поступове наближення національної правової бази у сфері спільного інвестування до європейських стандартів.

3. З огляду на те, що поняття майно охоплює у собі майнові права та вимоги, запропоновано внести зміни до п.1 ч.1 ст. 1 Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI і сформулювати поняття активів ІСІ у такій редакції: «активи ІСІ – сформована за рахунок коштів спільного інвестування сукупність майна та корпоративних прав, які перебувають в управлінні КУА і вкладаються в об'єкти інвестиційної діяльності з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту в інтересах учасників інституту спільного інвестування».

4. Обґрунтовано, що пайовий фонд не може вважатись суб'єктом правовідносин або нетиповим чи квазісуб'єктом права. Виявлено недоліки законодавчого термінологічного апарату, який може вказувати на існування у пайового фонду правосуб'єктності. Доведено, що пайовий фонд не є суб'єктом речових прав. Пайовий фонд позбавлений процесуальної правосуб'єктності і не може виступати позивачем або відповідачем у суді. Процесуальну правосуб'єктність від свого імені реалізує КУА пайового фонду. Саме КУА пайового фонду, а не пайовий фонд, несе майнову відповідальність перед учасниками фонду за порушення вимог законодавства, регламенту, інвестиційної декларації пайового фонду.

5. Під пайовим фондом слід розуміти передбачену законодавством форму спільного інвестування, яка полягає у залученні та об’єднанні грошових коштів колективних інвесторів у єдиний фонд без створення юридичної особи, для подальшого вкладення цих коштів в об’єкти інвестування з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту.

6. Запропоновано класифікувати пайові фонди за такими критеріями:

1) залежно від можливості здійснення виплати дивідендів за інвестиційними сертифікатами пайового фонду:

– пайові фонди, умови інвестування в які можуть допускати виплату дивідендів за інвестиційними сертифікатами (закриті пайові фонди);

– пайові фонди умови інвестування в які не допускають виплату дивідендів за інвестиційними сертифікатами (пайові фонди відкритого та інтервального типу).

2) за порядком обігу інвестиційних сертифікатів пайового на ринку цінних паперів:

– пайові фонди, інвестиційні сертифікати яких підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів (пайові фонди закритого типу);

– пайові фонди з обмеженим обігом інвестиційних сертифікатів (пайові фонди відкритого типу та біржові пайові фонди, обіг інвестиційних сертифікатів яких відбувається лише на фондових біржах);

– пайові фонди зі змішаним типом обігу інвестиційних сертифікатів. (інтервальні пайові фонди, інвестиційні сертифікати якого у період між інтервалами підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів, а в період між інтервалами підлягають вільному обігу лише на фондових біржах. Періодичність та тривалість інтервалу визначається проспектом емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду).

3) залежно від наявності додаткових, передбачених законодавством, вимог щодо участі фізичних осіб у пайовому фонді:

– пайові фонди, для некваліфікованих інвесторів – фізичних осіб.

– пайові фонди для кваліфікованих інвесторів.

4) за сферою здійснення інвестиційної діяльності:

– галузеві – передбачають здійснення інвестиційної діяльності в межах однієї або кількох галузей національної економіки;

– міжгалузеві - передбачають здійснення інвестиційної діяльності в межах двох і більше галузях національної економіки;

– пріоритетні – передбачають здійснення інвестиційної діяльності в одній із пріоритетних галузей економіки, що визначена Кабінетом Міністрів України.

– соціально-орієнтовані – передбачають здійснення інвестиційної діяльності у одному або кількох, найбільш важливих для задоволення суспільних потреб напрямах, як-от: соціальна сфера, сфера освіти, культури, охорони культурної спадщини, охорони здоров’я, охорони навколишнього середовища тощо.

7. Запропоновано визначення соціально-орієнтованого пайового фонду. Соціально-орієнтований пайовий фонд – це пайовий фонд, одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту для задоволення суспільних потреб.

РОЗДІЛ 2. ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПАЙОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ ЯК ФОРМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

2.1. Методологічні засади дослідження інвестиційної діяльності у формі пайового інвестиційного фонду

З'ясування проблем методології дослідження інвестиційної діяльності у формі пайового фонду та функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування обумовлюється розумінням сутності самого поняття методології права. Власне, вказане поняття отримало чимало визначень і трактувань у юридичній науці.

В юридичній літературі існує позиція, згідно з якою правова наука історично слідувала двом традиціям. Першу з них прийнято називати традиція «право чорним по білому» «black-letter law». Ця традиція базується в основному на законодавстві як самостійній системі норм та принципів, зміст яких можна осягнути читаючи рішення судів чи тексти законів без звернення до наукових знань поза межами правового світу. Інша традиція має назву «право у контексті» «law in context». Згідно з цим підходом точкою відліку є не саме право, а проблеми які існують у суспільстві і підлягають узагальненню та вирішенню. Відтак, право саме стає проблематичним як у розумінні того, що воно може бути причиною певної соціальної проблеми, а також у сенсі, що воно може слугувати інструментом для вирішення певних проблем самостійно або ж із застосуванням інших неправових механізмів. Підхід «право у контексті» дав додатковий поштовх для проведення наукових досліджень у сфері юриспруденції та використовується у наукових установах та вищих навчальних закладах [133, с. 1].

У широкому розумінні методологія – це теорія людської діяльності, це діяльність пізнання, мислення, або точніше, вся діяльність людства, враховуючи не лише власне пізнання, а й виробництво. У вузькому розумінні під методологією розуміють певну сукупність прийомів, методів, процедур проведення наукового

дослідження [134, с. 138]. До функцій методології слід віднести, зокрема такі: визначає способи здобуття наукових знань, які відображають динамічні процеси та явища; спрямовує, передбачає особливий шлях, на якому досягається певна науково-дослідницька мета; забезпечує всебічність отримання інформації щодо процесу чи явища, що вивчається; допомагає введенню нової інформації до фонду теорії науки; забезпечує уточнення, збагачення, систематизацію термінів і понять у науці; створює систему наукової інформації, що ґрунтується на об'єктивних фактах, і логіко-аналітичний інструмент наукового пізнання [135 с, 56].

Під методологією юридичної науки П. М. Рабінович розуміє систему підходів, методів і способів наукового дослідження, теоретичні засади їх використання при вивченні державно-правових явищ [136, с. 618]. Р. А. Майданик зазначає, що цивілістична наука ґрунтується на адекватній її предмету методології. Цивілістичною методологією називається її частина, яка вивчає сукупність методів (способів, прийомів), які вчені застосовують для дослідження предмета приватного права. У літературі юридичну методологію пов'язують з методикою наукової діяльності. Цивілістична методологія вивчає методику наукової цивілістичної діяльності. Своєю чергою, методика є технологією провадження наукової юридичної діяльності, яка виражається в сукупності методів (прийомів, способів) цієї діяльності, тобто засобів вирішення поставлених перед наукою завдань і досягнення окреслених цілей [137].

Як зазначає І. М. Жаровська, методологія юриспруденції – це результат дискурсу, в межах якого здійснюється процес взаємодії різноманітних когнітивних стратегій осягнення права, визначаються фундаментальні методологічні засади його пізнання [134, с. 139]. У сучасній теорії права методологія розуміється як теоретична основа та способи організації пізнавального процесу, що характеризують пізнання з погляду його загальних форм, можливостей пізнавальних засобів та механізмів, які зумовлюють логічну послідовність наукового дослідження [138, с. 25].

З огляду на наведені підходи до визначення поняття «методології», при написанні цього дисертаційного дослідження ми виходимо з позиції, що

методологія цивільно-правової науки становить собою сукупність взаємопов'язаних і взаємообумовлюваних підходів, способів та методів, які спрямовані на наукове пізнання предмета науки цивільного права.

Зазвичай у юридичній літературі виокремлюють такі методи, що використовуються у будь-якому правовому дослідженні: філософські, загальнонаукові та спеціально-наукові (юридичні та неюридичні методи). Хоча їх інколи називають рівнями наукової системи, які включають такі методи: 1) загально-філософські, зокрема соціально-філософські; 2) загальнонаукові, які містять аналіз та синтез, індукцію та дедукцію, аналогію, моделювання, системний аналіз та інші прийоми пізнання; 3) конкретно-соціологічні, які містять статистичні, соціально-психологічні та інші прийоми; 4) математичні, кібернетичні; 5) спеціально-правознавчі, які включають метод тлумачення права, формально-логічний, порівняльно-правовий [139, с. 25]. Як зазначає Л. А. Луць, наявність самостійних методів свідчить про сталість наукових критеріїв та зрілість правової науки у цілому, сформованість самостійних галузей науки [140, с. 26].

Щоб вважатися науковим, метод дослідження має бути заснований, зокрема, на доказах і емпіричних даних. Так, при дослідженні пайового фонду як форми спільного інвестування нами було проаналізовано судову практику судів першої та апеляційної інстанцій, Вищого спеціалізованого суду України з розгляду цивільних і кримінальних справ, Вищого господарського суду України, Вищого адміністративного суду України, Верховного Суду України та Верховного Суду. Крім того, було детально вивчено документи пайових фондів КУА, які діють в Україні, зокрема це регламенти та інвестиційні декларації пайових фондів, договори про придбання інвестиційних сертифікатів пайових фондів тощо.

На думку О. Д. Крупчана методологічні дослідження приватного права мають бути зорієнтовані на органічне поєднання і взаємозв'язок приватних та публічних інтересів, дотримання балансу яких має бути пріоритетним напрямом у регулюванні взаємовідносин держави і особи. Також доцільним є запровадження в методології приватного права підходу від абсолютизації принципу «монізму» до

визнання принципу «плюралізму» і перетворення сучасної правової дійсності від однобічних поглядів та оцінок правових явищ до порівняльного аналізу результатів, отриманих за різними методиками [141, с. 34].

При екстраполюванні системи методології на правову матерію дослідження особливостей здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду, вказана система дає змогу:

- здобути наукові знання про динаміку цивільних правовідносин, які виникають у процесі реалізації інвестицій за допомогою пайового фонду;
- з'ясувати найбільш ефективні способи та сформулювати пропозиції щодо удосконалення правового регулювання здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду;
- встановити прогалини правового регулювання відносин щодо здійснення інвестицій у формі пайового фонду та сформулювати пропозиції щодо їх вирішення;
- проаналізувати можливості урахування досвіду правового регулювання досліджуваних правовідносин у зарубіжних країнах, зокрема державах-членах Європейського Союзу.

Дослідження пайового фонду як форми спільного інвестування відбувається поетапно. Спочатку здійснюється аналіз історичних етапів становлення національного законодавства у сфері спільного інвестування, що дає можливість виокремити проблеми, які супроводжували процес формування пайових фондів. Потім, аналізуються результати наукових досліджень та сформульовані на їх основі висновки стосовно особливостей реалізації інвестицій у формі пайового фонду. З урахуванням отриманих результатів в подальшому аналізується увесь спектр нормативно-правових актів, судової та правозастосувальної практики у сфері регулювання відносин щодо здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду. Згодом підлягає безпосередньому дослідженню суть окремих правових категорій і понять, що входять до предмета дослідження. Як наслідок, з'ясовуємо проблеми і прогалини правового регулювання, досвід зарубіжних країн щодо регламентації окреслених

питань. На основі цього, автором здійснюється теоретичне обґрунтування найбільш ефективного механізму правового регулювання відносин щодо здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду. При теоретичному конструюванні такого механізму автор дисертації виходив з тієї позиції, що інвестування є одним із ризикових видів економічної діяльності, а інвестори (учасники пайового фонду) є більш слабким суб'єктом цих відносин, а тому потребують особливого правового захисту.

Відтак, дослідження пайового фонду як форми спільного інвестування повинно, насамперед, відбуватись стадійно з дотриманням певного спектру принципів та у межах усталених у цивільно-правовій науці наукових підходів. Основними принципами при проведенні цього дослідження є повнота, всебічність та обґрунтованість наукового пізнання, а також врахування загальних засад цивільного законодавства, визначених у ст. 3 Цивільного кодексу України, зокрема свобода договору; неприпустимість позбавлення права власності, крім випадків, встановлених Конституцією України та законом; свобода підприємницької діяльності, яка не заборонена законом; справедливість, добросовісність, розумність, а також судовий захист цивільного права та інтересу.

Дослідження пайового фонду як форми спільного інвестування у цивільному праві України спрямоване на з'ясування місця пайового фонду у структурі цивільного правовідношення, проведення класифікації пайових фондів, дослідження договору про управління пайовим фондом як підстави виникнення правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду, вивчення суб'єктного складу правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду, а також дослідження підстав та правових наслідків припинення функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування.

У ході дослідження пайового фонду як форми спільного інвестування було використано дві групи методів наукового пізнання: загальнонаукові та спеціальні методи пізнання правових явищ.

Діалектичний метод супроводжував увесь процес дисертаційного дослідження. Як зазначає Р. М. Шевчук основою діалектичного методу є

методологічний підхід до будь-якого об’єкта дослідження як суперечливого процесу, що прагне розвитку та переходу на вищий рівень буття, а також струнка система категорій діалектичної логіки, що формує методологічний каркас будь-якої пізнавальної діяльності [142, с. 28]. Цей метод дозволив визначити місце пайового фонду в структурі інвестиційного цивільного правовідношення, встановити особливості реалізації інвестицій у формі пайового фонду, а також сформулювати власне бачення щодо необхідності удосконалення національного законодавства у сфері спільного інвестування.

До загальнонаукових методів належать прийоми, які відпрацьовані зусиллями науковців різних галузей. Ці методи відповідно до логіки пізнавального процесу поділяють на три групи: емпіричні, теоретичні і загально-логічні. Окрім зазначеного, на емпіричному рівні наукового пізнання застосовуються також методи, які є загальними (загально-логічними) як для емпіричного, так і для теоретичного рівня: аналізу і синтезу, індукції і дедукції, абстрагування, узагальнення, моделювання, аналогії та ін. [143].

Методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції, які перебувають у тісному взаємозв’язку і були використані при формулюванні основних понять та наукових пропозицій щодо вдосконалення пайового фонду як форми спільного інвестування. Зокрема, на основі загальних уявлень про договір у цивільному праві, було сформоване власне бачення про місце та значення договору про управління пайовим фондом при регулюванні відносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду. Методи аналізу і синтезу слугували виокремленню конститутивних ознак пайового фонду як форми спільного інвестування, що має договірну природу. Методи індукції та дедукції були використані для визначення поняття пайового фонду як форми спільного інвестування, а також з’ясування суті інших термінів, критеріїв класифікації пайових фондів для дослідження норм законодавства, що визначають порядок функціонування пайового фонду, виявлення в них неточностей, прогалин та суперечностей.

У роботі було використано метод системно-історичного аналізу при дослідженні етапів становлення національного законодавства про пайові фонди.

Метод структурного аналізу дав змогу з'ясувати пайовий фонд як складну систему, що складається із елементів та є водночас формою (спосіб організації) правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді. Вказаний метод набув досить широкого застосування у цивільно-правовій науці, адже він передбачає дослідження певного правового явища як цілісного утворення (система), яка складається із певних складових, що включені в цілком певні сталі зв'язки між собою (структура) [144, с. 407].

Серед загальнонаукових методів, які також було використано при проведенні дисертаційного дослідження, варто відзначити синергетичний метод наукового пізнання. Синергетика вважається одним із прогресивних і продуктивних методів сучасної науки. Термін «синергетика» був запропонований німецьким вченим Германом Хакеном, який розумів під ним науковий метод, що дозволяє пояснювати механізм спонтанного виникнення структур у складній системі внаслідок взаємодії між її елементами [145]. Як зазначає В. Я. Погребняк, практична орієнтованість цивільного права не повинна провокувати обмеження цивілістичної методології лише найбільш відомими і часто застосовуваними у цивілістиці методами пізнання, зокрема у тих випадках, коли йдеться про появу методологічного інструментарію, який здатний удосконалити існуючі методологічні підходи. Будь-який перехід прав та обов'язків, що ґрунтується на договорі, є результатом самоорганізації учасників цивільних правовідносин. Підставою реалізації правових норм, які закріплені в законодавстві і мають абстрактний характер часто виступає договір, проте учасники правовідношення самостійно обирають модель, що відповідає їх потребам і вимогам [146, с. 72]. Власне синергетичний метод дав змогу проаналізувати договір про управління пайовим фондом як спосіб самоорганізації учасників правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду. Цей метод дозволив зробити висновок, що договір про управління пайовим фондом і є тим інструментом, що дає змогу поєднати елементи пайового фонду як форми інвестування в договірну структуру.

Метод узагальнення надав можливість узагальнити одержані результати і на основі цього обґрунтувати висновки та пропозиції.

Щодо спеціально-юридичних методів, то найбільш значимими для дослідження пайового фонду як форми спільного інвестування є порівняльний, формально-юридичний, тлумачення правовий норм (герменевтичний) та теоретичного моделювання.

Як зазначає О. В. Меленко для методологічного оновлення науки цивільного права не менш важливим є герменевтичний підхід, який зорієнтований на розробку засобів розуміння та тлумачення різноманітних значень і суджень, які містяться у текстах, у знаках і символах, в оцінках і судженнях про існуюче й обов’язкове. При цьому розуміння передбачає внесення суб’єктом у раціональні моделі досліджуваного предмета своїх власних, виняткового індивідуальних рис і акцентів [147, с. 32].

Герменевтика як метод наукового пізнання передбачає:

а) проведення співвідношень між текстом, підтекстом та контекстом;

б) виявлення людського змісту у будь-яких текстових утвореннях;

в) здійснення процедур розуміння на основі первинного прийняття того змісту, з яким стикається людина в своїх спілкуваннях із дійсністю [144, с. 408].

При проведенні дисертаційного дослідження метод тлумачення правових норм дав змогу з’ясувати зміст окремих термінів та понять, які передбачені законодавством та стосуються процесу реалізації інвестицій у формі пайового фонду.

Метод теоретичного моделювання було використано при розробці пропозицій щодо внесення змін до законодавчих та підзаконних нормативно-правових актів, що визначають особливості реалізації інвестицій у формі пайового фонду, а також прогнозування впливу пропонованих змін на стан регулювання досліджуваних суспільних відносин, а також на процеси гармонізації нашого законодавства з правом Європейського співтовариства.

Формально-юридичний метод дав змогу проаналізувати зміст актів цивільного законодавства, що визначають порядок функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування, та практики його застосування.

Використання порівняльного методу, або як його ще називають компаративного, дає змогу виявити схожість і різницю між явищами, визначити їхні зв'язки між собою та з іншими явищами, загальне й особливе в їхньому розвитку, сприяє встановленню закономірностей шляхом порівняння об'єктів у різний час, порівняння їхніх властивостей у минулому з тими самими властивостями у нинішньому стані для встановлення змін чи тенденцій розвитку [148]. Вказаний метод наукового пізнання було використано при вивченні світового досвіду правового регулювання здійснення спільного інвестування у формі пайового фонду та виокремлення існуючих концепцій, тенденцій розвитку та нормативного удосконалення. Крім того, компаративний метод був корисним при формулюванні пропозицій щодо удосконалення національного законодавства у досліджувані сфері відносин, що є важливим точки зору обраного Україною курсу на наближення національного законодавства до права Європейського Союзу.

2.2. Реалізація інвестицій у формі пайового інвестиційного фонду

Аналізуючи правовідносини щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду варто акцентувати на перевагах, яке інвесторам надає спільне інвестування. Як зазначається в юридичній літературі, спільне інвестування дозволяє інвестору уникнути частини ризиків, властивих інвестуванню в об'єкти портфельного інвестування, через формування збалансованого портфеля шляхом придбання різних активів таким чином, щоб зниження вартості одних відшкодовувалося зростанням вартості інших. За спільного інвестування частка кожного інвестора розподіляється по всьому набору активів, придбаних за рекомендаціями висококваліфікованих фахівців, які аналізують ситуацію на ринку і вирішують, які активи в певний момент варто купити, а які продати [149, с. 207].

Правові, економічні та соціальні умови здійснення інвестиційної діяльності на території України визначені нормами Закону «Про інвестиційну діяльність». Згідно з положенням ч. 2 ст. 2 цього закону, інвестиційна діяльність здійснюється, у тому числі, на основі спільного інвестування, здійснюваного громадянами та юридичними особами України, іноземних держав. Абзацом 2 ч. 1 ст. 5 цього закону встановлено, що інститути спільного інвестування здійснюють інвестиційну діяльність відповідно до законодавства, що визначає особливості їх діяльності. Крім того зазначена ст. 5 закону має назву «суб'єкти інвестиційної діяльності» і при цьому до таких суб'єктів, у тому числі, відносить інститути спільного інвестування, не проводячи їх розмежування. З огляду на це варто наголосити, що окреслена стаття 5 Закону «Про інвестиційну діяльність» потребує змін з урахуванням того, що законодавством передбачено два види ІСІ, а саме корпоративний фонд і пайовий фонд, причому пайовий фонд не є суб'єктом правовідносин, а тому не може вважатись суб'єктом інвестиційної діяльності, ані здійснювати таку діяльність. Відтак, пропонуємо викласти абз. 2 ч.1 ст. 5 Закону «Про інвестиційну діяльність» у такій редакції

«Недержавні пенсійні фонди, корпоративні фонди, КУА пайових інвестиційних фондів, страховики та фінансові установи – юридичні особи публічного права здійснюють інвестиційну діяльність відповідно до законодавства, що визначає особливості їх діяльності».

Детальний аналіз положень Закону «Про ІСІ» від 2012 року свідчить про те, що в ньому здебільшого врегульовані правові питання створення, функціонування та припинення ІСІ, особливості складу та структури активів таких інститутів, водночас правові питання реалізації інвестицій через інститути спільного інвестування у цьому законі розкриті недостатньо. Зокрема, цей закон не містить ключових термінів, які стосуються інвестиційного процесу, як от «інвестиції», «об'єкти інвестиційної діяльності», «інвестиційний проект», «суб'єкт інвестиційної діяльності» тощо. Водночас у Законі «Про ІСІ» від 2012 року вжито термін «інвестор», яким охоплюються, як учасники пайового, так і корпоративного фонду (ч. 2 ст. 65) та терміносполучення «діяльність із спільного

інвестування», під яким законодавець розуміє діяльність, яка провадиться в інтересах учасника (учасників) ІСІ та за рахунок ІСІ шляхом вкладення коштів спільного інвестування в активи ІСІ [28]. Водночас, у вказаному законі вживається й інше словосполучення – «діяльність з управління активами ІСІ».

Як бачимо, законодавство, яке регламентує особливості здійснення спільного інвестування передбачає два терміни, якими позначаються правовідносини, пов'язані із функціонуванням ІСІ, зокрема і пайових фондів, а саме «діяльність із спільного інвестування» та «діяльність із управління активами ІСІ». Проаналізуємо, яким є співвідношення цих понять та які правовідносини, пов'язані із функціонуванням пайових фондів, ними охоплюються. Варто зауважити, що більшість вчених, аналізуючи суть правовідносини, які виникають у зв'язку із функціонуванням пайових фондів вказують на їх змішану природу [150, с. 9; 78, с. 6]. Причому, як зазначає О. М. Гнатів, ці правовідносини охоплюють собою, власне, правовідносини з управління майном та правовідносини інвестиційного характеру [150, с. 9]. Ми дотримуємось тієї ж позиції за умови її уточнення, а саме, що цивільно-правові відносини з управління активами є основою для існування правовідносин з реалізації інвестицій через пайовий фонд. Власне тому, можемо виокремити дві групи правовідносин, які виникають в процесі функціонування пайового фонду 1) правовідносини з управління активами пайового фонду і 2) правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді [151, с. 155].

Як зазначає О.А. Слободян, правовідносини, пов'язані з управлінням пайовим фондом носять міжгалузевий характер та можуть охоплювати цивільні, сімейні, адміністративні, фінансові та інші правовідносини [57, с. 27]. Окреслена думка є вірною з огляду на те, що здійснюючи професійне управління активами, КУА пайового фонду може вступати й в інші правовідносини, зокрема з органами державної влади, діючи при цьому в інтересах учасників пайового фонду, і ці правовідносини матимуть адміністративний, фінансовий характер тощо. Достатньо широким є і спектр функцій та обов'язків КУА пайового фонду, як-от: складання та подання у встановленому порядку документів щодо функціонування

пайового фонду, організація рекламної кампанії пайового фонду та інвестиційних сертифікатів, організація розміщення та викупу інвестиційних сертифікатів пайового фонду тощо [152].

Правовідносини з управління активами пайового фонду є достатньо широкими за своїм обсягом. Водночас, виникає інше питання, а з якою ж метою здійснюється управління активами пайового фонду та яким є спільний інтерес учасників пайового фонду та КУА. Слід констатувати, що створення пайового фонду здійснюється відповідно до заздалегідь визначеної мети. Відповідь на це питання міститься в преамбулі Закону «Про ІСІ» від 2012 року, і такою метою є залучення та ефективне розміщення фінансових ресурсів учасників пайового фонду. Ефективне розміщення фінансових ресурсів має своїм наслідком зростання вартості чистих активів пайового фонду. У чому зацікавлені, як учасники пайового фонду, так і КУА, розмір винагороди якої залежить саме від вартості чистих активів пайового фонду [28].

Цікаву точку зору у цьому контексті, висловила О. В. Стреліна, яка зазначила, що інтерес КУА полягає не так у професійному управлінні майном, як у залученні все більшої кількості інвесторів і, відповідно, збільшення своєї винагороди за рахунок цього. На її думку, професійне управління активами є факультативним інтересом для КУА, який лише дає змогу компанії отримати репутацію та мати змогу залучати якомога більшу кількість інвесторів [153, с. 35].

Говорячи про відносини з управління активами пайового фонду, слід зазначити, що його ключовими учасниками є: 1) учасник пайового фонду, яким є фізична або юридична особа, яка є власником інвестиційних сертифікатів пайового фонду та 2) КУА пайового фонду [151, с. 155]. У цьому контексті заслуговує уваги думка О. А. Слободяна, який, аналізуючи правову природу правовідносин щодо управління пайовим фондом, запропонував виділяти дві групи правовідносин, а саме внутрішні правовідносини з управління пайовим фондом, ті які виникають між учасниками пайового фонду та КУА та зовнішні, тобто ті, які виникають між учасниками пайового фонду та третіми особами та між КУА та третіми особами: реєстратором, зберігачем тощо [57, с. 27].

Проаналізуємо тепер правовідносини, які пов’язані із реалізацією інвестицій у пайовому фонді. Невід’ємною частиною регламенту пайового фонду, який розробляється та затверджується уповноваженим органом КУА пайового фонду, є інвестиційна декларація. Інвестиційною декларацією є документ, що визначає основні напрями та обмеження інвестиційної діяльності ІСІ [28]. У контексті функціонування пайового фонду інвестиційна декларація визначає основні напрями та обмеження інвестиційної діяльності компанії, яка здійснює професійне управління активами пайового фонду в інтересах учасників пайового фонду – інвесторів. Інвестиційна декларація визначає мету функціонування пайового фонду та про умови якої учасники пайового фонду дізнаються до моменту прийняття ними рішення про придбання інвестиційних сертифікатів, випущених КУА пайового фонду. Причому, як свідчить аналіз судової практики, інвестиційна декларація має важливе значення, а недотримання її умов може мати відповідні правові наслідки, як от майнова відповідальність КУА пайового фонду. Так, наприклад, у рішенні Київського апеляційного господарського суду від 24.07.2014 р. у справі № 910/1531/14, суд вказав на таке: «Отже, за умовами укладених договорів відступлення права вимоги ТОВ «КУА «Галуа Інвест» не буде отримувати проценти за надані в позику кошти та відшкодування від знецінення своїх коштів внаслідок інфляції, а тому вказані договори не відповідають вимогам п. 8 Інвестиційної декларації Фонду, оскільки не забезпечують прибутковість інвестицій на рівні облікової ставки за рік, встановленої Національним банком України. Таким чином, укладені договори відступлення права вимоги не відповідають меті створення Фонду – отримання прибутку (п. 3 Інвестиційної декларації)» [154]. У цьому контексті не можемо повністю погодитись із думкою В. В. Вітрянського, який зазначив, що укладення договорів довірчого управління грошовими коштами має своєю основною метою залучення грошових ресурсів громадян та юридичних осіб під власні інвестиційні програми професійних управителів активами [155, с. 34]. Незважаючи на те, що положення інвестиційної декларації і розробляються КУА, саме інвестор приймає рішення про вкладення власних грошових коштів у пайовий фонд для подальшого

їх об’єднання з грошовими коштами інших учасників в єдиний фонд з метою їх інвестування. Таке рішення інвестор приймає, у тому числі, з огляду на положення інвестиційної декларації, ділову репутацію КУА та інші фактори. Водночас, КУА повинна розробити інвестиційну декларацію та інші документи пайового фонду, які містять істотні умови договору про управління пайовим фондом, у спосіб, який дозволить залучити якомога більшу кількість інвесторів і при цьому закріпити ефективні механізми захисту прав інвесторів фонду.

Під інвестиційною діяльністю законодавець розуміє сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій [94]. Своєю чергою інвестором визнається суб’єкт інвестиційної діяльності, який приймає рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об’єкти інвестування. З огляду на це, виникає питання, а чи можна учасника пайового фонду визнавати інвестором, як це має місце у Законі «Про ІСІ» від 2012 року. Адже, учасник пайового фонду лише придбаває інвестиційні сертифікати, випущені КУА пайового фонду, водночас саме КУА проводить операції з активами пайового фонду та здійснює діяльність зі спільного інвестування.

У цьому контексті вартою уваги класифікація інвестицій на прямі інвестиції та колективні інвестиції. Прямі інвестиції передбачають безпосередню участь інвестора у виборі об’єкта інвестування, інвестор залучений у всі стадії інвестиційного процесу. Колективні інвестиції, або як їх ще називають портфельні інвестиції, передбачають реалізацію інвестицій через посередників, які акумулюють та на свій розсуд розміщують залучені фінансові ресурси [78, с. 37]. Власне, у цьому, на нашу думку, і полягає специфіка спільного (колективного) інвестування, що передбачає акумулювання залучених фінансових ресурсів в єдиний фонд з подальшим інвестуванням активів фонду в об’єкти інвестування відповідно до основних напрямів інвестиційної діяльності, визначеної в інвестиційній декларації. Спільне інвестування передбачає існування між індивідуальним інвестором та об’єктом інвестування – інвестиційного фінансового посередника, який, власне, і реалізує інвестиції за допомогою

пайового фонду. Наявність посередника, яким є КУА пайового фонду лише вказує на порядок реалізації інвестицій фізичною або юридичною особою, яка придбаває інвестиційні сертифікати пайового фонду і таким чином стає його учасником. Можемо зробити висновок, що учасник пайового фонду є суб'єктом інвестиційного процесу та є інвестором, який вкладає власні кошти у пайовий фонд з метою подальшої реалізації активів – інвестицій пайового фонду в об'єкти інвестування. Водночас, враховуючи те, що інвестор, в силу прямої вказівки закону, не впливає на діяльність КУА пайового фонду, йому можуть бути зазвичай невідомі конкретні об'єкти інвестування, які обере КУА для реалізації інвестицій. За винятком спеціалізованих або кваліфікаційних пайових фондів, які вказують на види активів – об'єктів інвестування, в які здійснюватиметься реалізація інвестицій, як от пайовий фонд акцій чи пайовий фонд облігацій [151, с. 156 – 157]. В наукових джерелах учасників ІСІ ще називають колективними інвесторами. При цьому пропонується під колективним інвестором розуміти фізичну або юридичну особу, яка інвестує свої грошові кошти за допомогою встановлених форм колективного інвестування з метою отримання доходу [155, с. 38; 156, с. 46]. Запропонована дефініція колективного інвестора потребує уточнення у тій частині, що інвестування може здійснюватись не лише з метою отримання доходу, але й досягнення певного соціального ефекту.

Окреслений підхід щодо виокремлення категорії колективного інвестора вважаємо вірним з огляду на те, що у відносинах з реалізації інвестицій через пайовий фонд є ще один інвестор, яким є КУА пайового фонду. КУА слід визнавати інституційним інвестором. Відповідно до положень абз. 4 ч.2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні 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 за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, 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 огляду на те, що пайовий фонд, який вважається ІСІ, не є суб'єктом правовідносин, відносити його до категорії інституційних інвесторів неправильно, адже таким інвестором є КУА пайового фонду. У цьому контексті більшість вчених є одностайними [150, с. 10; 78, с. 44; 157, с. 110].

Пропонуємо виокремити двох ключових суб'єктів інвестиційної діяльності, пов'язаної із реалізацією інвестицій через пайовий фонд, а саме колективні інвестори – учасники пайового фонду та інституційний інвестор – КУА пайового фонду. Чим же тоді виступатиме сам фонд у таких правовідносинах та активи, які з яких складається такий фонд. Законодавство зарубіжних країн, як приклад, можна навести Великобританію, вживає поняття «схема колективного інвестування» (collective investment scheme). Так, відповідно до ст. 235 Закону Великобританії «Про фінансові послуги та ринки» схемою колективного інвестування є домовленість щодо будь-якого майна, включаючи грошей, мета якої надати змогу особам, які є учасниками домовленості, брати участь або отримувати прибуток або дохід, який виникає в разі набуття, утримання, управління чи розпорядження майном чи із сум грошових коштів, які виплачуються із такого прибутку чи доходу [158]. Водночас така домовленість повинна передбачати те, що учасники схеми не здійснюють щоденного контролю за управлінням майном, внески учасників та прибутки і доходи, з яких повинні здійснюватись виплати учасникам, зібрані в один фонд (пул «pool»), управління здійснюється щодо майна в цілому самим оператором схеми, або від його імені. Також поняття «схема колективного інвестування» вжито у законі Швейцарії «Про схеми колективного інвестування» [159] та законодавстві інших країн. Чинне законодавство України не вживає терміну «схема колективного інвестування» натомість вживає терміносполучення «ІСІ», при цьому не розкриваючи змісту цього поняття [28]. З огляду на правову природу та сутність правовідносин, які виникають між КУА та учасниками пайового фонду, вважаємо, що у цих відносинах пайовий фонд виступатиме формою спільного інвестування. Власне, вживання терміну «форма» у значенні способу організації чогось [96],

вважаємо найбільш прийнятним для позначення пайового фонду в контексті правовідносин з реалізації інвестицій. Зважаючи на те, що поняття форми спільного інвестування є недостатньо дослідженим у національній цивільно-правовій доктрині пропонуємо власне визначення цього поняття: форма спільного інвестування – передбачений законодавством механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів та їх об'єднання в єдиний фонд з метою здійснення інвестиційної діяльності. Власне, у значенні форми спільного інвестування, поняття пайового фонду буде ширше за обсягом, адже охоплюватиме собою не тільки сукупність активів, а загалом усю систему правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді.

Якщо пайовий фонд вважати формою спільного інвестування, то активи, які складають пайовий фонд, матимуть подвійну правову природу. З одного боку вони виступатимуть об'єктами інвестування, адже грошові кошти інвесторів вкладаються в активи пайового фонду, а з іншого – такі активи також виступатимуть інвестиціями, які вкладаються КУА в об'єкти інвестування. Відповідно до ч.1 ст. 1 Закону «Про інвестиційну діяльність» інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) та/або досягається соціальний та екологічний ефект. Грошові кошти учасників пайового фонду – колективних інвесторів, які передаються ними взамін на інвестиційні сертифікати пайового фонду, об'єднуються з грошовими коштами інших учасників пайового фонду та утворюють єдиний фонд – сукупність активів. Своєю чергою, КУА, яка здійснюватиме операції з управління активами пайового фонду та діяльність зі спільного інвестування, вкладає вказані активи в об'єкти інвестування з метою, насамперед, збільшення вартості чистих активів пайового фонду. У цьому контексті слід розмежувати дві групи інвестиції, а саме – грошові кошти, які вкладаються інвесторами у пайовий фонд і активи пайового фонду, якими розпоряджається КУА як інституційний інвестор. Для колективного інвестора здійснення інвестицій полягає у вкладенні вільних коштів у одну із форм колективного інвестування, яким є пайовий фонд. В подальшому

колективний інвестор не може впливати на інвестиційну діяльність КУА пайового фонду. Своєю чергою портфель активів пайового фонду є інвестиціями, які вкладаються КУА в об’єкти інвестування відповідно до умов регламенту пайового фонду.

На основі проведеного аналізу правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді можемо виокремити такі ознаки пайового фонду як форми спільного інвестування:

1) реалізація інвестицій у формі пайового фонду здійснюється інвесторами опосередковано із використанням послуг професійного управителя активами – КУА пайового фонду;

2) грошові кошти інвесторів об’єднується в єдиний фонд та виступають інвестиціями, які вкладаються КУА в об’єкти інвестування;

3) залучення фінансових ресурсів інвесторів шляхом створення пайового фонду не передбачає утворення нового суб’єкта права;

4) правовідносини щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду, які виникають між КУА та інвесторами мають цивільно-правовий характер, засновані на договорі і спрямовані на реалізацію інвестицій;

5) діяльність із спільного інвестування, що здійснюється через пайовий фонд охоплює дві групи інвестицій – грошові кошти, які залучаються КУА пайового фонду від інвесторів, та, власне, активи, які вкладаються в об’єкти інвестування.

На основі проведеного дослідження доцільно окреслити низку пропозицій щодо удосконалення нормативно-правового регулювання пайового фонду як форми реалізації інвестицій.

Абзац 6 ч.2 ст. 2 Закону «Про інвестиційну діяльність» викласти в такій редакції:

«спільного інвестування, здійснюваного громадянами та юридичними особами України, іноземних держав у формах, визначених законодавством».

Абз.2 ч.1 ст. 5 Закону «Про інвестиційну діяльність» викласти в такій редакції:

«Недержавні пенсійні фонди, корпоративні фонди, КУА пайових інвестиційних фондів, страховики та фінансові установи - юридичні особи публічного права здійснюють інвестиційну діяльність відповідно до законодавства, що визначає особливості їх діяльності».

Частину 2 ст. 5 Закону «Про інвестиційну діяльність» доповнити абзацом 3 такого змісту:

«Колективні інвестори – фізичні або юридичні особи, які інвестують власні грошові кошти та інші майнові цінності за допомогою передбачених законодавством форм спільного інвестування з метою отримання прибутку та/ або досягнення соціального ефекту».

Статтю 2 Закону «Про інвестиційну діяльність» доповнити абз. 2 ч. 6 такого змісту:

«Форма спільного інвестування передбачений цим Законом або іншими законодавчими актами України механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів і їх об’єднання в єдиний фонд з метою подальшого вкладення цих коштів в об’єкти інвестування для отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту.

Спільне інвестування може здійснюватись у формі участі в інститутах спільного інвестування, фондах операцій з нерухомістю, фондах фінансування будівництва, недержавних пенсійних фондах та інших формах передбачених законом».

При ухваленні рішення щодо реалізації інвестицій через пайовий фонд, з точки зору інвестора, важливою є оцінка ризиків реалізації інвестором інвестиції шляхом участі у пайовому фонду. Погоджуємось із думкою науковців, які характеризуючи ці правовідносини до їхніх істотних ознак відносять також і наявність ризикового характеру [32, с. 3]. Аналізуючи норми Закону «Про ІСІ» від 2012 року доходимо висновку, що нормотворець взагалі не приділив уваги питанням ризиковості спільного інвестування, які і не включив до складу ознак діяльності із спільного інвестування таку її ознаку як ризиковість. Та й загалом, слово «ризик» в Законі про інститути спільного інвестування вжито лише один раз

стосовно учасників корпоративного фонду, які «несуть ризик збитків, пов'язаних із діяльністю ІСІ». Водночас, законодавство про інститути спільного інвестування зарубіжних країн не тільки визначає діяльність із колективного інвестування ризиковою, але й закріплює у зв'язку з цим низку гарантій для інвесторів. Яскравим у цьому контексті є законодавство Люксембургу. Так, ст. 151 Закону Люксембургу «Про інститути спільного інвестування» передбачає, що проспект емісії повинен включати інформацію необхідну інвестору для того, аби прийняти поінформоване рішення щодо способу інвестування, який їй запропоновано та, зокрема, про ризики які з цим пов'язані. Проспект повинен передбачати, незалежно від об'єктів інвестування, чіткий та легкий для розуміння опис інформації про ризики участі у фонді [114]. Так, дотримання цього правила КУА Люксембургу можна проілюструвати положеннями проспекту емісії інвестиційного фонду Євробанк ЛФ (Eurobank LF) Люксембургу, де у розділі «Важлива інформація» зазначене таке: «інвестування у фонд тягне за собою ризики, включаючи ризик втрати капіталу». Окрім цього, в проспекті цього фонду є також інші положення, які регулюють питання ризику [160].

Розміщення інвестиційних сертифікатів пайового фонду тісно пов'язане із організацією КУА пайового фонду відповідної рекламної кампанії. Чинний Закон про інститути спільного інвестування передбачає, що реклама ІСІ та його цінних паперів регулюється Законом «Про рекламу» з урахуванням Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Жодних додаткових вимог до реклами ІСІ Закон «Про ІСІ» не передбачає. Водночас, норми Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР встановлюють відповідальність юридичних осіб за розповсюдження реклами або внесення змін до реклами цінних паперів та фондового ринку без її попереднього подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) [161]. Цікавим у цьому контексті є зарубіжний досвід. Зокрема, ст. 128 Закону Австрії «Про інвестиційні фонди» передбачає, що реклама сертифікатів інвестиційних фондів повинна здійснюватись з одночасним посиланням на опублікований в установленому

порядку проспект емісії. Водночас, рекламні матеріали, які надаються інвесторам повинні чітко вказувати на те, що це реклама, інформація повинна бути правдивою, чіткою і не вводити в оману [113]. Слід зазначити, що майже аналогічна норма закріплена також і у ст. 158 Закону Люксембургу «Про інститути спільного інвестування» [114].

Приймаючи рішення про вкладення своїх грошових коштів в пайовий фонд з метою їх подальшого об'єднання з грошовими коштами інших учасників фонду та інвестування, а, відтак, і про укладення договору про управління пайовим фондом, інвестор може ознайомлюватись із змістом умов майбутнього договору, аналізуючи проспект інвестиційних сертифікатів фонду. Крім того, за наявності відповідних рекламних матеріалів, інвестор також може оцінити перспективу колективного інвестування за допомогою фонду.

В юридичній літературі сформульована думка про те, що ринок інвестиційних послуг характеризується неспільномірністю прав та обов'язків інвесторів, що виникає через неможливість останніх контролювати як діяльність фінансового посередника, який організовує інвестиційний процес, так і ту діяльність, в яку вкладаються інвестиції та пов'язані з нею ризики [162, с. 62]. Якщо національне законодавство України питанню прийняття інвестором інформованого рішення про участь або неучасть у пайовому фонді шляхом ознайомлення із достатньою та зрозумілою для нього інформацією приділяє незначну увагу, то законодавство країн Європейського Союзу – навпаки, детально регламентує обов'язок КУА надати інвестору інформацію у повній мірі та у доступній формі. Цьому слугувало прийняття Директиви 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 13.07.2009 р. «Про координацію законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно підприємств колективного інвестування в перевідні цінні папери», якою було запроваджено поняття "key investor information" – «ключова інформація для інвестора». Згідно ст. 78 цієї Директиви держави-учасниці повинні вимагати від інвестиційних компаній та КУА інвестиційних фондів розробляти документ, який містить ключову інформацію для інвестора. Така інформація повинна містити: основні

положення схеми UCITS щодо його ідентифікації, опис інвестиційних цілей та інвестиційної політики, інформація про попередній досвід діяльності, можливі витрати та пов'язані видатки, інформація про профіль інвестицій (ризик/винагорода за ризик тощо) [37]. Резюмуючи положення Директиви Ради 2009/65/ЄС, можна виокремити такі ключові вимоги, які стосуються ключової інформації для інвестора: 1) інформація повинна бути викладена лаконічно, «нетехнічною» мовою, давати змогу зробити порівняння та є зрозумілою для інвесторів; 2) чітко вказувати на те, де можна отримати більш детальну інформацію про ІСІ, текст проспекту емісії річний або піврічний звіт; 3) є інформацією яка надається інвестору перед укладенням договору (переддоговірна інформація) та є правдивою, чіткою і не вводить в оману; 4) сторона не несе цивільної відповідальності лише на підставі ключової інформації для інвестора, якщо тільки така інформація не вводить оману є неточною та не відповідає проспекту [163, с. 67].

Так, наприклад ст. 138 Закону Австрії «Про інвестиційні фонди» містить вимогу про те, щоб така інформація для інвестора була надана інвестору заздалегідь до початку здійснення пропозиції оформити підписку на паї інвестиційного фонду. Окрім того, ця ж стаття містить положення, згідно з яким, якщо КУА здійснює випуск паїв не безпосередньо, а через посередників – агентів, то така компанія повинна забезпечити посередника ключовою інформацією для інвестора, для того щоб посередник міг ознайомлювати потенційного інвестора з такою інформацією [113]. У Люксембурзі, імплементація у законодавство норм про ключову інформацію для інвестора сприяла формуванню єдиного підходу у цілій галузі спільного інвестування, де до цього часу документи які пропонувала інвестиційна компанія для ознайомлення інвесторам були різними, як за змістовним наповненням, так і зовнішнім оформленням [114].

З огляду на це пропонуємо доповнити ст. 52 Закону «Про ІСІ» від 2012 року ч. 2-1 такого змісту

Невід'ємною частиною проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування є відомості, які становлять «ключову інформацію для інвестора».

«Ключова інформація для інвестора» – це письмовий документ, який надається інвесторові перед укладенням договору про придбання цінних паперів інституту спільного інвестування, містить основну інформацію про умови здійснення інвестування і пов'язані із цим ризики для інвестора та покликаний сприяти інвесторові в ухваленні ним рішення щодо участі в інституті спільного інвестування».

За своєю правовою природою ключова інформація для інвестора є документом, який містить усю необхідну інформацію для прийняття інвестором рішення щодо участі в обраній ним формі спільного інвестування. Разом з проспектом емісії ключова інформація для інвестора становить собою пропозицію на укладення договору про управління пайовим фондом.

2.3. Договірні відносини, що опосередковують реалізацію інвестицій у пайовому інвестиційному фонді

Як уже було нами з'ясовано у підрозділі 1.2. дисертації пайовий фонд, з огляду на його правову природу, слід класифікувати як інвестиційний фонд договірного типу. Між учасниками пайового фонду та КУА виникають правовідносини щодо управління активами пайового фонду, а також правовідносини, що спрямовані на реалізацією інвестицій пайовим фондом. Для виникнення окреслених правовідносин між учасниками пайового фонду та КУА необхідна наявність юридичного факту. Таким юридичним фактом для інвестиційних фондів договірного типу, з огляду на їх правову природу, є договір. У цьому контексті, вважаємо доцільним дослідити систему договорів, які спрямовані на регламентацію внутрішніх правовідносин між інвестором та КУА пайового фонду. Зазначена система охоплює такі договори:

1) договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду;

2) договір конвертації;

3) договір про управління пайовим фондом;

4) договір про розподіл інших, ніж кошти, активів пайового фонду;

5) договір про викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

Закон «Про ІСІ» від 2001 року, який визначав особливості функціонування пайових та корпоративних інвестиційних фондів до кінця 2013 року у ст. 25 містив згадку про договір приєднання до пайового фонду та визначав порядок його укладення. Прийняття пропозиції на укладення цього договору здійснювалося інвестором – учасником пайового фонду шляхом придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за грошові кошти. Відповідним чином була усталеною і судова практика національних судових установ. Так, зокрема, у рішенні Господарського суду м. Києва від 22.11.12 р. у справі № 5011-16/11485-2012 зазначалось про таке: «Проспект емісії з усіма додатками до нього (регламентом, інвестиційною декларацією, тощо) і є формуляром, що містить умови договору про приєднання до пайового фонду. Приєднання до цього договору відбувається шляхом придбання інвестиційних сертифікатів цього фонду» [164].

Незважаючи на те, що законодавче формулювання «договір приєднання до пайового фонду», яке вживалось у Законі «Про ІСІ» від 2001 року не зовсім правильно відображало суть правовідносин, які виникали між КУА та учасниками пайового фонду, все ж, цей законодавчий акт чітко вказував на договірну природу правовідносин між цими суб’єктами інвестиційної діяльності, та що найважливіше окреслював природу пайового фонду, власне як договірної конструкції. Теперішній же Закон «Про ІСІ» від 2012 року при регламентації правовідносин між КУА та учасниками пайового фонду взагалі не вживає термін «договір», що, вважаємо, є істотним його недоліком. Законодавством вживається терміносполучення «договір про управління активами корпоративного фонду» при регламентації особливостей функціонування корпоративного фонду [28]. При цьому зазначається, що такий договір укладається між корпоративним фондом і КУА. Слід зазначити, що неоднозначним є також і досвід правової регламентації,

що існує в зарубіжних країнах. Проведений аналіз законодавства про інвестиційні фонди зарубіжних країн дозволяє виокремити два способи законодавчого закріплення договірних відносин між КУА договірного фонду і його учасниками, а саме:

1) законодавство чітко передбачає, що між учасниками договірного фонду і КУА укладається договір і відповідно вживається термін «договір». Крім того, також зазначається про існування правил фонду, положення яких і містять умови договору. До таких країн належать Росія [40], Киргизстан [108], Казахстан [165], Вірменія [166] Швейцарія [159] тощо. Так, ст. 19 Закону Республіки Казахстан «Про інвестиційні фонди» від 07.07.2004 року № 576-II передбачено, що за договором довірчого управління активами пайового фонду інвестор передає у довірче управління управляючій компанії гроші з метою їх об’єднання з грошима інших інвесторів в пайовий фонд та подальшого здійснення інвестування цих грошей згідно правил фонду [165];

2) законодавство вказує про наявність договірних відносин між КУА та учасниками договірного фонду, водночас термін «договір» не вживається, як і не передбачається укладення окремого договору. Правовідносини між КУА і учасниками фонду регламентуються правилами фонду, умови яких приймають учасники фонду, придбаваючи сертифікати (купони, паї тощо) фонду. Ця група країн охоплює такі країни: Люксембург [114], Австрія [113], Естонія [167], Словенія [109], Словаччина [105], Франція [110], Литва [104] тощо. Наприклад, ст. 119 Закону Словенії «Про інвестиційні фонди та КУА» передбачає, що правила пайового фонду визначають зміст правовідносин між компанією, яка здійснює управління пайовим фондом та володільцями інвестиційних купонів фонду [109].

З огляду на наведене, виникає питання, до якої групи можна віднести національне законодавство України. Зазначаємо, що розділ III Закону «Про ІСІ» від 2012 року не передбачає існування договірних відносин між КУА і учасниками пайового фонду та й взагалі не містить вказівки на те, що між цими суб’єктами укладається договір, що, власне, покликаний врегулювати правовідносини щодо професійного управління активами пайового фонду.

У ч. 4 ст. 51 Закону «Про ІСІ» від 2012 року лише передбачається, що перехід у власність учасника пайового фонду інвестиційних сертифікатів опосередковується договором про придбання цінних паперів ІСІ. Як бачимо, законодавець чітко визначає тільки один договір, який на його думку повинен визначати зміст правовідносин між КУА та учасниками пайового фонду. У зв'язку з цим виникає питання, а чи може цей договір визначати зміст правовідносин щодо управління активами пайового фонду, зокрема в контексті відносин щодо реалізації інвестицій пайовим фондом.

На думку О. М. Гнатів основа правовідносин між КУА та учасниками пайового фонду визначається договором про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду. При цьому, вчена відносить договір про придбання інвестиційних сертифікатів до категорії інвестиційних договорів з управління майном [150, с. 12]. Вважаємо таку позицію спірною.

Проведений аналіз прикладів договорів про придбання цінних паперів ІСІ та відповідної судової практики дає підстави стверджувати про те, що договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду не може за своїм змістом та призначенням регламентувати відносини щодо управління активами пайового фонду, а лише опосередковує перехід у власність учасника пайового фонду цінних паперів – інвестиційних сертифікатів пайового фонду. Так, наприклад, проаналізований зразок договору, на підставі якого відбувається придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду, що перебуває в управлінні ТзОВ «КУА «ОТП Капітал», свідчить про таке: 1) договір має назву «Договір купівлі-продажу цінних паперів»; 2) п. 1.1. предметом договору визначено, що продавець зобов'язується передати у власність покупця, а покупець прийняти та оплатити цінні папери. Відтак, як бачимо, мова іде про відносини купівлі-продажу; 3) п. 3.3. цього договору передбачено, що покупець вважається таким, що повністю виконав свої зобов'язання за договором з моменту зарахування суми для придбання цінних паперів на банківський рахунок андеррайтера; 4) п. 3.4. договору визначено, що моментом повного виконання продавцем своїх зобов'язань за договором є зарахування цінних паперів на рахунок у цінних

паперах Покупця. Також п. 6.2. договору передбачено, що він припиняє свою дію після виконання сторонами своїх зобов’язань [168]. Отже, як випливає із правозастосувальної практики, під договором про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду зазвичай розуміють договір купівлі-продажу і він не визначає зміст правовідносин щодо управління активами пайового фонду та реалізацію інвестицій.

Також правильність позиції про те, що договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за своєю суттю не визначає зміст правовідносин щодо управління активами пайового фонду та реалізації інвестицій пайовим фондом, можна проілюструвати положеннями судової практики. Зокрема, це ухвала Апеляційного суду м. Києва від 21.01.2015 р. у справі № 22-ц/796/ 2059 /2015. У вказаній справі позивачі звернулись до суду з позовом до КУА про розірвання договору купівлі-продажу цінних паперів та повернення грошових коштів. Свої вимоги вони обґрунтовували тим, що КУА порушила умови договорів, оскільки, на їхню думку своїми непрофесійними діями і бездіяльністю та систематичними порушеннями законів, нормативно - правових актів про інвестиційну діяльність в Україні довела пайовий фонд до банкрутства та ліквідації, чим позбавила їх можливості мати прибуток, на який вони розраховували та завдала їм суттєві матеріальні збитки. Рішенням суду першої інстанції у задоволенні позову було відмовлено, а суд апеляційної інстанції, за результатами розгляду апеляційної скарги, скаргу відхилив, а рішення суду першої інстанції залишив без змін. Як зазначив суд апеляційної інстанції, між сторонами було укладеного договір купівлі-продажу цінних паперів на загальну суму 40 000 грн. За умовами договору продавець (КУА) зобов'язувався передати у власність покупцю, а покупець - прийняти і оплатити цінні папери у певній кількості. Суд, зазначив, що це було єдине зобов'язання, яке прийняла на себе КУА за договорами купівлі-продажу. Згідно з умовами вказаних договорів, вони припиняли свою дію після виконання сторонами своїх зобов'язань або за згодою сторін, що підтверджується письмово» [169].

Незважаючи на те, що суди у цій справі, на нашу думку, дали правильну правову оцінку правовідносинам у справі, все ж вказаний приклад яскраво ілюструє недоліки чинного законодавства, а саме неврегульованість правовідносин, які виникають між КУА і учасниками пайового фонду. Адже, договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду в кожному разі припинятиме свою дію належним виконанням його сторонами зобов'язань щодо оплати вартості інвестиційних сертифікатів покупцем і їх зарахування на рахунок у цінних паперах покупця КУА.

Серед науковців, які досліджували правову природу договірних відносин, які виникають між учасниками пайового фонду та КУА побутує думка про те, що договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за своєю природою не відповідає договірній конструкції купівлі-продажу. Так, як зазначає Т. Т. Оксюк у випадку існування пайового фонду жодний правочин з інвестиційними паями пайового фонду у момент укладення договору довірчого управління не вчиняється, оскільки укладення договору купівлі-продажу між установником управління та управителем в цілях «передання» майна в довірче управління суперечить конструкції договору купівлі-продажу [170, с. 57]. Його позиція зводиться до того, що оскільки КУА не є власником майна пайового фонду і про жоден договір купівлі продажу цінних паперів, які посвідчують право власності на частку у пайовому фонді, не йдеться. З такими доводами вченого погодитись не можна. У цьому контексті погоджуємось з думкою В. Л. Яроцького, який зазначає, що право володіння, користування і розпорядження цінним папером можуть здійснити тільки перший і наступні набувачі речових прав на цінний папір [171, с. 143]. Зрозуміло, що з боку потенційного учасника пайового фонду також необхідними є юридично-значущі дій, що спрямовані не тільки на набуття у власність інвестиційних сертифікатів пайового фонду, але і для формування взаємних відносин щодо реалізації інвестицій через пайовий фонд і ці дії будуть достатніми для того, аби правильно інтерпретувати їхнє волевиявлення.

Механізм розміщення інвестиційних сертифікатів пайового фонду передбачає виникнення правовідносин між емітентом – КУА пайового фонду та учасниками пайового фонду. Відтак, погоджуємось з твердженням В. Л. Яроцького, що розміщення випуску цінних паперів має місце шляхом укладення договорів, спрямованих на передачу права власності на цінні папери і це, як правило, договір купівлі-продажу, або, за погодженям із емітентом, це може бути і договір міни [171, с. 143]. Тому, договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за своєю природою відповідає цивільно-правовій конструкції купівлі-продажу.

Характеризуючи правову конструкцію договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду можна виокремити такі його ознаки: за своєю правовою природою відповідає договірній конструкції купівлі-продажу, консенсуальний, відплатний, двосторонньозобов’язуючий, опосердковує виникнення емісійно-посвідчувальних правовідносин, предметом цього договору є передача інвестиційних сертифікатів пайового фонду КУА пайового фонду першому набувачеві – інвесторові пайового фонду.

Укладенню договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду передує надання інвестором КУА або торговцеві цінними паперами заявки на придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду. Законодавство не містить положення про те, що заявка на придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду може бути відкликана, відтак, вона не покладає будь-яких обов’язків на інвестора щодо придбання ним інвестиційних сертифікатів пайового фонду. На нашу думку, заявка на придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду, з огляду на її змістове навантаження виконує, дві функції 1) засвідчує намір інвестора стати учасником пайового фонду та придбати певну кількість інвестиційних сертифікатів пайового фонду; 2) дає змогу КУА або торговцеві цінними паперами підготувати проект договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду із зазначення усіх необхідних даних про інвестора, суми на яку інвестор готовий придбати інвестиційні сертифікати. Так, відповідно до затвердженої НКЦПФР форми заявки, у ній зазначаються, насамперед, анкетні

дані про інвестора, його банківські реквізити, загальна сума заявки, спосіб повернення залишку коштів тощо [172].

Якщо враховувати положення чинного Закону «Про ІСІ» від 2012 року, які передбачають існування між інвестором та КУА лише договору про придбання цінних інвестиційних сертифікатів пайового фонду, виникає ситуація, за якої учасники пайового фонду лише купляють певний цінний папір на підставі договору про придбання інвестиційних сертифікатів і на цьому договірні відносини фактично будуть вичерпані. Відтак, можна погодитись з думкою О. С. Яворської, котра зазначає, що для інвестора потенційно може виникнути питання щодо того, на яких засадах КУА здійснює управління активами пайового фонду, адже на думку вченої, між КУА та інвесторами не існує договірних зв'язків [103].

Враховуючи наведене, виникає запитання, а як же усталений світовою практикою підхід до поділу інвестиційних фондів на договірні та корпоративні. Ми дотримуємося позиції про те, що суттєвим для конструкції пайового фонду є наявність договірних відносин між компанією з у правління активами та учасниками пайового фонду, які визначатимуть особливості управління активами фонду та триватимуть до моменту припинення пайового фонду або припинення інвестором своєї участі у пайовому фонді.

Одним із дискусійних до сьогодні залишається питання договірних правовідносин, які виникають між КУА та учасниками пайового фонду, а саме який же договір повинен визначати зміст цих правовідносин. Мова іде, насамперед, про конструкцію договору управління майном, що передбачена главою 70 Цивільного кодексу України. Аналіз літературних джерел дозволяє виокремити кілька підходів до розуміння суті цих правовідносин. Так, до противників поширення на правовідносини, які виникають між КУА та учасниками пайового фонду конструкції договору управління майном можна іднести таких вчених як В.В. Вітрянський, О. М. Гнатів, В. Б. Ліпавський, Н. Г. Лопатенкова та ін.

На думку О. М. Гнатів між КУА пайового фонду та інвесторами виникають змішані цивільно-правові відносини, а саме відносини з у правління майном та відносини інвестиційного характеру. Аналізуючи правову природу договору про придбання інвестиційних сертифікатів вчена зазначає, що за своєю природою ці договори є інвестиційними договорами управління майном, що обумовлює їх спеціальне правове регулювання, тому до них не застосовуються положення глави 70 Цивільного кодексу України [150, с. 12]. Як зазначає В. В. Вітрянський вчиняючи конклюдентні дії щодо оплати вартості цінних паперів пайового фонду, громадяни придбавають за договором купівлі-продажу інвестиційні паї і нічого не передають у довірче управління КУА [155, с. 37]. Такого ж висновку у своїй праці доходить В. Б. Ліпавський [173, с. 50].

Аналізуючи істотні умови договору про управління пайовим фондом за законодавством Російської Федерації та положення Цивільного кодексу цієї ж країни, що регламентують договір довірчого управління майном вчена Н. Г. Лопатенкова дійшла висновку про те, що істотні умови окреслених договорів не співпадають. Відтак, на її думку, на правовідносини щодо управління активами пайового фонду не повинні поширюватись норми, що присвячені договору управління майном, а вказані правовідносини повинні регулюватись окремим видом договору [174, с. 15].

Протилежної точки зору щодо можливості поширення на вказані правовідносини конструкції договору управління майном дотримуються такі вчені як: О. А. Слободян, Т. Т. Оксюк, К. В. Іванова, О. Р. Зайцев та ін. Позиція вказаних авторів зводиться до того, що хоча і договір управління активами пайового фонду має свої особливості, все ж в його основу повинні бути покладені положення законодавства, які регламентують цивільні правовідносини передбачені договором управління майном. Так, у своєму дисертаційному дослідженні О. А. Слободян проаналізував місце договору управління пайовим фондом у системі цивільно-правових договорів, порівнявши його з відповідними договорами комісії, доручення, позики банківського вкладу, оренди та договору простого товариства, і дійшов висновку про те, що договір управління пайовим

фондом є різновидом договору управління майном та має свої родові ознаки як от: спрямованість на надання послуг з управління майном, оплатність і строковість [57, с. 84]. Цієї ж точки зору дотримується Т. Т. Оксюк [170, с. 32].

Основний аргумент противників ідеї поширення на правовідносини з управління активами пайового фонду норм цивільного законодавства, яке регламентує договірні правовідносини з управління майном, полягає, насамперед, у тому що предметом управління майном не можуть бути речі визначені родовими ознаками. Водночас, оскільки грошові кошти, які є речами, що визначені родовими ознаками і які передаються в оплату вартості інвестиційних сертифікатів інвесторами, стають власністю КУА, то на вказані правовідносини не можуть поширюватись відповідні законодавчі положення щодо управління майном, що регламентовані нормами глави 70 ЦК України. Вважаємо, що для того, щоб сформулювати власну позицію з вказаного питання слід дати відповідь на декілька питань, а саме: що саме передають до пайового фонду інвестори, оплачуючи вартість інвестиційного сертифікату та чи можна говорити про те, що у випадку здійснення професійного управління пайовим фондом йдеться саме про управління грошовими коштами пайового фонду.

Відповідно до ч. 2 ст. 1030 ЦК України не можуть бути предметом управління майном грошові кошти крім випадків, коли право здійснювати управління грошовими коштами прямо встановлено законом. Як бачимо, національний законодавець встановив чітку заборону укладення договору управління активами, предметом якого є грошові кошти, при цьому таке управління грошовими коштами допускається за умови, якщо це передбачено законом. Зі змісту ч. 2 ст. 70 Закону «Про ІСІ» від 2012 року випливає що гроші отримані КУА в рахунок сплати вартості інвестиційних сертифікатів зараховуються на окремий банківський рахунок КУА, відкритий нею для пайового фонду. Оплата інвестиційних сертифікатів, емітентом яких є КУА здійснюється виключно коштами [28]. З наведеного можна зробити висновок, що грошові кошти, з яких формується портфель активів пайового фонду існують у безготівковій формі.

На думку В. А. Дозорцева довірче управління майном та довірче управління грошовими коштами є різними видами договорів, не через неможливість передачі грошових коштів у довірче управління, а у зв'язку з тим, що відмінними є усі елементи їхньої правової регламентації [175, с. 540]. Своєю чергою, В. В. Вітрянський вказує на те, що за своєю правовою природою вказані грошові кошти є зобов'язальними правами вимоги володільців вкладів та рахунків до відповідної кредитної організації і можуть виступати об'єктом різних правочинів як, власне, майнові права [176, с. 52]. Цікавою з цього приводу є думка вченої С. І. Шимон, яка аналізуючи особливості юридичної природи безготівкових грошей, вказала на їх речово-правову природу, при цьому зазначивши, що безготівкові гроші як об'єкти цивільних прав за своєю природою майже не відрізняються від готівкових і їм притаманні ознаки родових речей [177, с. 376]. Інші вчені, як-от І. В. Спасибо-Фатєєва обґрунтовують змішану, тобто речово-зобов'язальну, правову природу безготівкових грошей. Слід зазначити, що вказане питання серед науковців не знайшло однозначної відповідні, а переважна більшість з них, вказують на зобов'язально-правову природу безготівкових грошей [177, с. 371].

Не вдаючись до детального аналізу правової природи безготівкових грошей, автор дисертації схильний дотримуватись позиції про те, що безготівкові гроші за своєю правовою природою є зобов'язальними правами вимоги. У цьому контексті варто погодитись із думкою І. В. Венедіктової, яка зазначає, що коли гроші існують в безготівковій формі, вони перетворюються на грошові кошти і розміщуються на рахунках у фізичних і юридичних осіб. Управління грошовими коштами означає управління майновими правами [31, с. 59].

Проаналізуємо тепер сутність правовідносин щодо залучення грошових коштів колективних інвесторів у пайовий фонд. КУА пайового фонду здійснює діяльність із спільного інвестування шляхом вкладення коштів спільного інвестування в активи ІСІ. Іншими словами певний обсяг грошових коштів, які існують у безготівковій формі та залучені від інвесторів пайового фонду шляхом випуску інвестиційних сертифікатів, в подальшому об'єднуються в єдиний фонд

(пул) та вкладаються у визначені регламентом пайового фонду активи. Хоча грошові кошти кожного з учасників пайового фонду і можна було б відокремити від коштів інших учасників цього фонду, завдяки існуванню окремого рахунку відкритого для кожного учасника пайового фонду, все ж вважаємо, що таке відокремлення суперечило б самій суті спільного інвестування. Адже, як нами уже було з'ясовано, механізм спільного інвестування якраз і передбачає об'єднання залучених грошових коштів учасників в єдиний фонд. Водночас, ми не можемо абсолютно відкинути ідею про те, що все-таки внесок кожного з учасників пайового фонду індивідуалізується та може бути виокремлений з-поміж внесків інших учасників фонду. У цьому контексті ми солідарні з думкою Р. А. Майданика, який зазначає, що при неможливості фізичного відокремлення коштів довірителя при колективному інвестуванні, практика довірчих відносин виробила своєрідний спосіб індивідуалізації грошових коштів різних довірителів, закумульованих на грошовому рахунку спільного інвестування [178, с. 786]. Цей механізм, на думку вченого, полягає у видачі учасникам спільного інвестування цінних паперів, що підтверджують їх право вимоги коштів, що пропорційно їхній частці у колективному грошовому фонді [178, с. 786]. У зв'язку з цим, іноді в юридичній літературі можна зустріти тезу про те, що цінний папір, що випускається КУА пайового фонду є своєрідною розрахунковою одиницею, що використовується для визначення розміру частки інвестора у праві власності на пайовий фонд [179, с. 66].

Своєю чергою, вважаємо, що у разі придбання інвестором пайового фонду інвестиційних сертифікатів відбувається індивідуалізація частки інвестора у такому фонді, а не грошових коштів, що були внесені ним до пайового фонду. Це пояснюється тим, що за допомогою грошових коштів, які були залучені від інвесторів, КУА формує відповідний інвестиційний портфель, що складається з різних активів. Іншими словами, безготівкові гроші, які зараховуються на окремий рахунок пайового фонду, є тим засобом, що дає змогу сформувати пайовий фонд, власне, як сукупність активів.

Законодавцем недаремно обрано терміносполучення «сукупність активів» при позначенні дефініції пайового фонду. Так, якщо б мова йшла про управління грошовими коштами учасників пайового фонду, то такий фонд позначався б я к сукупність грошей, а не активів. У зв'язку з наведеним, можемо констатувати, що у разі придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду недоцільно стверджувати про те, що тим самим грошові кошти, залучені від інвесторів, стають предметом договору управління майном, адже управління здійснюється щодо активів, які були набуті для пайового фонду завдяки залученим грошовим коштам інвесторів.

О. М. Гнатів пропонуючи визначення поняття пайового фонду, зазначила про те, що пайовий фонд це активи, які формуються за рахунок коштів сплачених за інвестиційні сертифікати, та іншого майна придбаного КУА у процесі управління цими коштами на підставі договору про придбання інвестиційних сертифікатів [150, с. 10]. З огляду на це, ми не можемо погодитись з думкою вчених про те, що управління пайовим фондом є тим самим, що й управління грошовими коштами [155, с. 34]. На нашу думку, грошові кошти, залучені від інвесторів, вкладаються в активи пайового фонду, водночас управління здійснюється цими активами, чим відповідно до ст. 48 Закону «Про ІСІ» від 2012 року можуть бути цінні папери, кошти, у тому числі в іноземній валюті, банківські метали, нерухоме майно, майнові права тощо. Власне, на нашу думку, грошові кошти у випадку функціонування пайового фонду виступають засобом, який дає змогу сформувати пайовий фонд, вклавши залучені грошові кошти в активи. Незважаючи на те, що грошові кошти також можуть входити до складу активів пайового фонду, як-от пайові фонди грошового ринку, все ж вважаємо, що мета існування цих коштів у складі активів пайового фонду полягає у подальшому вкладенні цих грошей в індивідуально визначене майно, як от цінні папери, нерухоме майно тощо, що власне і дасть змогу збільшити вартість чистих активів пайового фонду. Тому, ми погоджуємось з думкою Р. А. Майданика, про те, що незважаючи на змішування коштів різних довірителів і неможливість їх фізичної індивідуалізації, нормативно допускається передача коштів інвестування в

довірче управління, оскільки вони таким чином передаються довіреній особі виключно для наступного вкладення в індивідуально визначене майно [178, с. 787].

Аналіз змісту ст. 43 Закону «Про ІСІ» від 2012 року також дає підстави вважати, що правовідносини з управління активами пайового фонду повинні базуватись на конструкції договору управління майном. Так, вказана стаття передбачає юридичне та фактичне відокремлення активів, що входять до пайового фонду від майна, що належить КУА. Фактичне відокремлення майна, що знаходиться в управлінні, яке в літературі називають також технічним, здійснюється шляхом його відображення на окремому балансі, водночас, юридичне відокремлення майна полягає в обмеженому порядку звернення стягнення на майно, що передане в управління [178, с. 787]. Так, бухгалтерський та податковий облік операцій з активами пайового фонду здійснюється КУА окремо від операцій та результатів її господарської діяльності та обліку операцій інших ІСІ. Укладаючи договори за рахунок активів пайового фонду КУА повинна обов’язково зазначити реквізити пайового фонду. У разі, якщо за рахунок активів пайового фонду набувається нерухоме майно, то таке майно реєструється на ім’я КУА із зазначенням реквізитів пайового фонду [28]. Водночас, аналіз національної судової практики засвідчив, що суди не завжди дотримуються позиції, згідно з якою залучені кошти інвесторів пайового фонду відокремлюються від майна КУА та останній не належать. Так, наприклад, у своїй постанові від 29 червня 2011 року у справі № 39/45 Київський апеляційний господарський суд, зазначив про те, що у разі придбання інвестором інвестиційних сертифікатів пайового фонду відбувається перехід права власності на грошові кошти, а інвестор набуває право власності на частку у пайовому фонді [180] Таке праворозуміння, на нашу думку не відповідає законодавчій конструкції пайового фонду як форми спільного інвестування, адже кошти, які залучаються КУА та за допомогою яких формуються активи пайового фонду належать інвесторам такого фонду, а не КУА.

В юридичній літературі трапляються й інші точки зору з приводу договірної конструкції, яка повинна бути покладена в основу правовідносин між КУА та інвесторами пайового фонду. Так, А. Г. Грідчин досліджуючи правову природу пайового фонду вказав на те, що договір довірчого управління пайовим фондом є договором колективного інвестування. При цьому під договором колективного інвестування вчений пропонує розуміти договір, за яким одна сторона, яка є установником управління передає іншій стороні, що є довірчим управителем, у довірче управління грошові кошти на визначений строк, а інша сторона зобов'язується здійснювати управління цим майном, об'єднуючи його з майном інших установників управління, в інтересах установників управління [78, с. 170]. Подібної точки зору дотримується і вчена Н. Г. Лопатенкова. Так, згідно із запропонованим нею визначенням, за договором колективного інвестування одна сторона передає у власність іншій стороні гроші чи інше майно з умовою його об'єднання з майном інших інвесторів у відокремлений майновий комплекс – пайовий фонд, а КУА зобов'язується здійснювати управління пайовим фондом та виплатити інвестору компенсацію, право на отримання якої посвідчується цінним папером – інвестиційним паєм [174, с. 19]. Хоча й вказана пропозиція може видатись слушною, все ж вважаємо що конструкція договору управління майном з переходом майна у довірчу власність управителя є недостатньо розробленою у національному законодавстві, а, відтак, потребує як законодавчого так і наукового доопрацювання.

Водночас, автор дисертації вважає, що конструкція договору управління майном, закріплена у чинному ЦК України є найбільш вдалою формою для об'єктивації правовідносин, які виникають між КУА та учасниками пайового фонду. Звичайно, договір управління активами пайового фонду має свої характерні особливості, проте вказані особливості не свідчать про те, що цей договір не відповідає загальній конструкції управління майном, яка закріплена у главі 70 ЦК України.

У контексті з’ясування правової природи договору про управління пайовим фондом важливо з’ясувати, де саме передбачені умови такого договору та в який момент договір вважатиметься укладеним.

Емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду передує розробка КУА документів пайового фонду та реєстрація цих документів НКЦПФР. Цими документами є проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду та регламент пайового фонду. Незважаючи на те, що проспект емісії інвестиційних сертифікатів повинен містити також і регламент пайового фонду [181], все ж законодавством передбачено окремий порядок реєстрації регламенту пайового фонду у НКЦПФР. Згідно із законодавчим визначенням регламентом ІСІ є документ, який визначає порядок, строки, умови та особливості діяльності ІСІ [182]. Ключовим документом, який визначає зміст відносин щодо управління активами пайовим фондом та особливості реалізації інвестицій через пайовий фонд, на нашу думку, є саме регламент пайового фонду. Закон «Про ІСІ» від 2012 року у ст. 44 визначає перелік істотних умов та відомостей, які повинен містити регламент пайового фонду, зокрема це порядок визначення вартості чистих активів фонду та ціни розміщення інвестиційних сертифікатів, порядок визначення розміру винагороди КУА та покриття витрат пов’язаних із діяльністю фонду тощо. Слід зазначити, що аналогічний підхід до законодавчої регламентації регламенту пайового фонду притаманний багатьом країнам. Водночас, є країни, як-от Російська Федерація, чиє законодавство передбачає існування типових правил довірчого управління пайовим фондом, які затверджуються Урядом Російської Федерації для кожного типу пайових фондів [40].

Інвестиційна декларація є складовою частиною регламенту пайового фонду, яка передбачає основні напрями та обмеження інвестиційної діяльності ІСІ. Законодавство зарубіжних країн, як правило, не виділяє такого окремого документа, як інвестиційна декларація, а інформація про напрями та обмеження інвестиційної діяльності КУА є однією із відомостей регламенту, як це має місце, наприклад, у законодавстві Словаччини [105] та Естонії [167]. Отже, умови

договору про управління пайовим фондом визначаються регламентом пайового фонду.

Якщо позиція про те, що договір управління пайовим фондом за своєю правовою природою є договором приєднання, тобто інвестор пайового фонду, укладаючи договір, приєднується до встановлених КУА пайового фонду умовах договору, які відображені у регламенті пайового фонду у науковців є усталеною [32, с. 8; 42, с. 218; 103], то дискусії породжує саме питання про те, з якого моменту вважається, що інвестор приєднався до договору про управління пайовим фондом. Так, вчений О. Р. Зайцев обґрунтовує позицію про те, що акцептом оферти на укладення договору управління активами пайового фонду слід вважати подання заявки на придбання паїв пайового фонду [42, с. 226]. Водночас, іншої позиції дотримується О. А. Слободян, який вказує, що саме сплата грошових коштів інвестором свідчить про укладення договору управління пайовим фондом [32, с. 8]. Як нами уже було з'ясовано, інвестор стає учасником пайового фонду з моменту набуття ним у власність інвестиційних сертифікатів пайового фонду на підставі договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду. З огляду на положення ст. 599 ЦК України, згідно з якою зобов'язання припиняється виконанням, проведеним належним чином, вважаємо, що у разі належного виконання умов договору про придбання цінних паперів, зокрема з боку покупця, оплата вартості інвестиційних сертифікатів пайового фонду, та зі сторони продавця, зарахування прав на вказані цінні папери на рахунок інвестора – учасника пайового фонду, договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду буде вважатись виконаним, а зобов'язання за ним вважатимуться припиненими. Відтак, доходимо висновку що прийняття пропозиції на укладення договору про управління пайовим фондом здійснюється шляхом передання грошей у пайовий фонд в рахунок оплати вартості інвестиційних сертифікатів пайового фонду за договором про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду. Водночас, договір про управління пайовим фондом вважатиметься укладеним з учасником пайового фонду після сплати грошових коштів інвестором за придбані інвестиційні сертифікати пайового фонду.

Загалом, спосіб укладення договору про управління пайовим фондом шляхом придбання цінних паперів пайового фонду та приєднання до правил фонду, тобто з однієї сторони потенційний учасник фонду подає заявку на придбання цінних паперів та оплачує їх вартість, а з іншого, КУА зараховує права на цінні папери на рахунок учасника пайового фонду, є усталеним для більшості країн, зокрема: Австрії, Литви, Естонії, Фінляндії, Словаччини, Росії, Киргизстану, Казахстану, Вірменії та ін. Цікавим є досвід Словенії у цьому контексті. Відповідно до ст. 131 Закону Словенії «Про інвестиційні фонди» передбачено, що особа-підписник на цінні папери фонду приєднується до правил фонду, надаючи КУА декларацію про приєднання (declaration of accession). Окреслена декларація подається у письмовій формі або в іншій формі передбаченій правилами фонду та повинна вказувати на те, що декларація стосується правил фонду, включно з найменуванням фонду, найменування та зареєстроване місцезнаходження КУА пайового фонду, твердження про те, що особа-підписник приєднується до правил фонду, твердження про те, що особа-підписник отримала витяг з проспекту емісії до того, як приєдналась до правил фонду тощо [109]. Наведений досвід Словенії яскраво вказує на спосіб укладення договору про управління пайовим фондом, а саме шляхом приєднання до стандартних умов розроблених КУА та погоджених національним регулятором.

О. А. Слободян у своєму дисертаційному дослідження висловив думку про те, що договір управління пайовим фондом містить ознаки двох договорів, а саме договору управління майном та договору про надання фінансових послуг. Крім того, на думку вченого з огляду на юридичну характеристику цього договору він є оплатним, реальним, строковим, двостороннім та ризиковим [57, с. 85]. У цьому контексті варто зробити уточнення, що договір управління пайовим фондом може бути як строковим так і безстроковим з огляду на законодавчий поділ усіх ІСІ на строкові так і безстрокові. Крім того, можемо виокремити ще такі характерні ознаки цього договору:

1) конструкція договору про управління пайовим фондом характеризується наявністю множинності осіб пасивного типу на стороні установника управління – колективних інвесторів [179, с. 69];

2) управління здійснюється щодо особливого об’єкта – сукупності активів пайового фонду, які перебувають у постійній динаміці;

3) договору характерний особливий порядок укладення – шляхом приєднання до стандартних умов. Умови договору про управління пайовим фондом містяться у регламенті пайового фонду та інвестиційній декларації пайового фонду.

4) законодавством передбачено чіткі законодавчі вимоги щодо складу та структури активів пайового фонду, які можуть перебувати в управлінні;

5) учасники пайового фонду не впливають на діяльність КУА щодо управління пайовим фондом;

6) управління активами пайового фонду здебільшого полягає у розпорядженні наявними активами фонду шляхом їхнього відчуження та набуття інших активів за рахунок коштів спільного інвестування, що не потребує згоди інвесторів. Водночас, законодавством встановлені обмеження щодо здійснення певних операцій з активами пайового фонду, як-от: заборона безоплатного відчуження активів пайового фонду, заборона укладати договори купівлі-продажу з пов’язаними особами КУА;

8) законодавством передбачено низку вимог, які стосуються КУА пайового фонду, зокрема це: наявність ліцензії на здійснення діяльності з управління активами, заборона поєднання діяльності з управління активами з іншими видами діяльності на фондовому ринку, мінімальний розмір статутного капіталу КУА;

9) існування окрім КУА ще інших суб’єктів, які обслуговують функціонування пайового фонду – зберігач активів пайового фонду, оцінювач майна тощо. Вказані суб’єкти не є сторонами договору про управління пайовим фондом;

10) обов’язок проведення щорічної аудиторської перевірки річної фінансової звітності КУА;

11) правовідносини з управління активами пайового фонду охоплюють собою окрему групу відносин, а саме правовідносини з реалізації інвестицій у пайовому фонді, метою яких є отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту, що вказує на інвестиційний характер цього договору. У цьому контексті ми солідарні з позицією вченої О. М. Гнатів про змішану цивільно-правову природу вказаного договору [150, с. 3].

З огляду на наведені ознаки договору про управління пайовим фондом можемо запропонувати власне визначення цього договору. За договором про управління пайовим фондом одна сторона (інвестор) шляхом придбання інвестиційних сертифікатів передає грошові кошти другій стороні (КУА), а друга сторона за винагороду зобов’язується сформувати пайовий фонд за рахунок залучених коштів інвесторів, здійснювати діяльність із спільного інвестування і професійне управління активами пайового фонду в інтересах інвесторів з метою одержання прибутку та/або досягнення іншого соціального ефекту відповідно до умов договору та чинного законодавства.

У зв’язку з тим, що договір про управління пайовим фондом має свої характерні особливості та потребує спеціальної законодавчої регламентації, пропонуємо доповнити главу 70 ЦК України статтею 1045-1 такого змісту:

«Стаття 1045-1. Особливості управління активами інститутів спільного інвестування.

«1. Управління активами ІСІ здійснюється КУА в інтересах учасника спільного інвестування на підставі договору.

2. Особливості управління активами ІСІ встановлюються законом».

Крім того пропонуємо доповнити Закону «Про ІСІ» від 2012 року статтею 41-1 такого змісту

«Стаття 41-1 Договір про управління пайовим фондом»

1. За договором про управління пайовим фондом одна сторона (інвестор) шляхом придбання інвестиційних сертифікатів передає грошові кошти другій стороні (КУА), а друга сторона за винагороду зобов’язується сформувати пайовий фонд за рахунок залучених коштів інвесторів, здійснювати діяльність із спільного

інвестування і професійне управління активами пайового фонду в інтересах інвесторів з метою одержання прибутку та/або досягнення іншого соціального ефекту відповідно до умов договору та чинного законодавства.

2. Договір про управління пайовим фондом є договором приєднання, умови якого визначаються КУА. Умови договору управління активами пайового фонду приймаються інвестором шляхом приєднання до договору в цілому.

3. Приєднання до договору про управління пайовим фондом відбувається шляхом набуття інвестором у власність інвестиційних сертифікатів пайового фонду, емітентом яких є КУА, за договором про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

4. Учасник пайового фонду вважатиметься таким, що приєднався до договору про управління пайовим фондом з моменту зарахування прав на інвестиційні сертифікати на рахунок учасника пайового фонду.

5. Договір про управління пайовим фондом припиняється у разі припинення функціонування пайового фонду».

КУА може здійснювати професійне управління активами одночасно кількома пайовими фондами, які нею було створено. Пайові фонди, які одночасно перебувають в управлінні КУА можуть відрізнятися між собою з урахуванням типів та видів пайових фондів, які передбачені Законом «Про ІСІ» від 2012 року. Вибір форми інвестування та, відповідно, інвестиційної стратегії, яка є більш прийнятною для інвестора, є прерогативою саме інвестора. Відтак, інвестор, який вирішив змінити інвестиційну стратегію, що визначена інвестиційною декларацією пайового фонду, учасником якого він є, на інвестиційну стратегію іншого пайового фонду, вправі здійснити конвертацію належних йому на праві власності усіх, або частини інвестиційних сертифікатів. Таке право інвестора пайового фонду закріплено у ст. 60 Закону України «Про ІСІ» від 2012 р. Причому інвестор вправі здійснювати конвертацію належних йому інвестиційних сертифікатів у інвестиційні сертифікати пайового фонду незалежно від типу та виду такого пайового фонду. Закон «Про ІСІ» від 2012 року передбачає лише заборону конвертації інвестиційних сертифікатів венчурного пайового фонду в

інвестиційні сертифікати інших пайових фондів, а також конвертацію інвестиційних сертифікатів пайового фонду у інвестиційні сертифікати венчурного пайового фонду.

За своєю суттю конвертація інвестиційних сертифікатів пайового фонду передбачає обмін інвестиційних сертифікатів одного пайового фонду, якими володіє його інвестор на інвестиційні сертифікати іншого пайового фонду, за умови, що обидва пайові фонди перебувають в управлінні однієї КУА. Законодавством передбачено ще низку інших обов'язкових умов, дотримання яких є необхідним для проведення конвертації: 1) кількість інвестиційних сертифікатів на рахунку в цінних паперах в Центральному депозитарії цінних паперів, на які здійснюється обмін, повинна бути достатньою для задоволення заяви на конвертацію; 2) можливість задовлення заяви на конвертацію передбачена проспектом емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду [183].

До особливостей процедури конвертації інвестиційних сертифікатів пайового фонду також слід віднести такі: 1) конвертація інвестиційних сертифікатів пайового фонду здійснюється: для пайового фонду відкритого типу – кожного робочого дня а також у разі ліквідації пайового фонду; пайового фонду інтервального типу – у строки встановлені проспектом емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду для викупу інвестиційних сертифікатів, а також у разі ліквідації пайового фонду; пайового фонду закритого типу – лише у разі ліквідації такого пайового фонду, а також під час обов'язкового викупу цінних паперів у разі продовження строку діяльності строкового пайового фонду; 2) ініціатором конвертації інвестиційних сертифікатів пайового фонду завжди виступає інвестор пайового фонду. Інвестор подає до КУА заявку на конвертацію, яка не може бути відкликана; 3) загальна вартість інвестиційних сертифікатів, які набуваються інвестором внаслідок конвертації, не повинна бути меншою від загальної вартості цінних паперів пайового фонду, які внаслідок конвертації вилучаються з обігу; 4) конвертація інвестиційних сертифікатів здійснюється з урахуванням розрахункової вартості цих сертифікатів [183].

Конвертація інвестиційних сертифікатів пайового фонду відбувається шляхом укладення договору про конвертацію [183]. За своєю правовою природою договір конвертації відповідає цивільно-правовій конструкції договору міни, за винятком випадків конвертації інвестиційних сертифікатів пайового фонду у разі ліквідації пайового фонду. Так, правовими наслідками виконання договору конвертації є: 1) вилучення з обігу інвестиційних сертифікатів пайового фонду, які конвертуються; 2) перерахування коштів за інвестиційні сертифікати пайового фонду, що вилучаються з обігу, з рахунку такого пайового фонду, а також суми доплати (у разі наявності) на рахунок пайового фонду, інвестиційні сертифікати якого інвестор набуває внаслідок конвертації; 3) набуття інвестором права власності на частку в активах нового пайового фонду, яка посвідчується відповідним інвестиційним сертифікатом.

Проаналізувавши правову конструкцію та призначення договору конвертації, можемо констатувати, що за своєю суттю договір конвертації призводить до припинення договірних правовідносини між інвестором та КУА пайового фонду, інвестиційні сертифікати якого конвертуються, та виникнення інших правовідносин щодо управління активами, проте уже іншого пайового фонду, який перебуває в управлінні тієї ж самої КУА, інвестиційні сертифікати якого інвестор набуває у власність внаслідок конвертації. Тобто, за допомогою процедури конвертації інвестор змінює одну форму інвестування – пайовий фонд на іншу і у такий спосіб приєднується до договору управління активами іншого пайового фонду, за умови що обидва пайові фонди перебувають в управлінні у однієї і тієї ж КУА. Про те, що інвестор приєднується до договору управління активами іншого пайового фонду свідчить те, що інвестор набуває у власність інвестиційні сертифікати такого пайового фонду та те, що грошові кошти, які відповідали вартості інвестиційних сертифікатів інвестора одного пайового фонду зараховуються на рахунок іншого пайового фонду та об’єднуються з інвестиціями інших інвесторів.

За результатами процедури конвертації КУА має право здійснити повторне розміщення інвестиційних сертифікатів, які були вилучені нею з обігу внаслідок

конвертації. Такої можливості у КУА немає у випадку конвертації, яка здійснюється при ліквідації пайового фонду, адже після прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду розміщення та обіг інвестиційних сертифікатів заборонено [183]. Як бачимо, договір конвертації, опосередковує укладення іншого договору – договору про управління пайовим фондом, інвестиційні сертифікати якого інвестор набуває у власність під час конвертації. Фактично процедура конвертації, яка відбувається на підставі договору, конвертації виконує дві функції: 1) дає можливість інвесторові змінити форму інвестування, а, відтак, й інвестиційну стратегію на іншу, більш прийнятну для нього; 2) дає можливість інвесторові продовжити здійснення інвестиційної діяльності із використанням іншого пайового фонду, оскільки пайовий фонд, учасником якого інвестор був, ліквідується.

Договорами, які супроводжують припинення правовідносин щодо реалізації інвестицій пайовим фондом між інвестором та КУА пайового фонду є договір викупу інвестиційних сертифікатів пайового фонду, а також може укладатись договір про розподіл інших ніж кошти активів пайового фонду.

За загальним правилом у разі припинення пайового фонду, активи пайового фонду реалізуються за грошові кошти, які уже потім підлягають розподілу між інвесторами пайового фонду через процедуру проведення розрахунків. Проте ч. 3 ст. Закону «Про ІСІ» від 2012 року передбачає умови, за яких розрахунки між учасниками пайового фонду можуть здійснюватись іншими ніж кошти активами пайового фонду. Для того щоб така можливість була реалізована необхідною є така сукупність умов: 1) інвестиційні сертифікати пайового фонду розміщувались лише шляхом приватного розміщення; 2) регламентом пайового фонду передбачена можливість здійснення розрахунків з учасниками пайового фонду іншими, ніж кошти активами пайового фонду; 3) наявна згода усіх учасників пайового фонду на проведення розрахунків з ними іншими ніж грошові кошти активами пайового фонду; 4) у складі активів пайового фонду на момент прийняття рішення про його ліквідацію достатньо коштів для

внесення обов’язкових платежів до Державного бюджету України та задоволення вимог кредиторів і такі кошти використовуватимуться саме для таких цілей.

Сторонами договору про розподіл інших ніж кошти активів пайового фонду є усі учасники пайового фонду з однієї сторони і ліквідаційна комісія пайового фонду з іншої сторони. Закон «Про ІСІ» від 2012 року не передбачає істотних умов, які повинні бути включені в такий договір. Водночас, з аналізу п. 4 розділу ІІІ Положення № 2605 випливає, що такий договір серед іншого повинен також містити відомості про таке: найменування емітентів, кількість, ціна, загальна вартість цінних паперів, коштів, майнових та немайнових прав, іншого майна, належного кожному учаснику пайового фонду [184]. При цьому законодавцем передбачено також, що розподіл таких активів здійснюється пропорційно до кількості належних їм інвестиційних сертифікатів. Після укладення договору про розподіл інших ніж кошти активів пайового фонду, перерозподіл активів забороняється [28].

Договором на підставі якого інвестор припиняє свою участь у пайовому фонді є договір про викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду. За своєю правовою природою цей договір заснований на цивільно-правовій конструкції договору купівлі-продажу. Такого висновку можна дійти проаналізувавши правозастосувальну практику КУА та відповідні приклади національної судової практики. Так, зокрема, ТзОВ «КУА «ОТП Капітал» у разі викупу інвестиційних сертифікатів укладає договір купівлі-продажу цінних паперів. Проаналізований проект договору цієї КУА вказує на те, що предметом договору є передача продавцем, яким є інвестор пайового фонду, у власність покупця – КУА пайового фонду визначеної кількості цінних паперів [185]. Також у постанові Верховного Суду України від 19.08.2014 р. прийнятої ним за результатами розгляду заяви про перегляд судового рішення, поданої ПАТ «КУА АПФ «УкрСиб Ессет Менеджмент», Верховний Суд України вказав на те, що судами попередніх інстанцій було правильно встановлено, що договір викупу інвестиційних сертифікатів, який було укладено між сторонами, за своєю правовою природою є договором купівлі-продажу, а також застосував при розгляді заяви про перегляд

судового рішення відповідні положення ЦК України, що регламентують особливості договору купівлі-продажу [186].

Проаналізувавши правову природу окреслених договір можемо констатувати таке: договір про управління пайовим фондом є основним договірним інструментом, що регламентує правовідносини щодо реалізації інвестицій між інвесторами та КУА пайового фонду. Водночас, існує група договорів, які опосередковують виникнення та припинення вказаних правовідносин.

Причому, варто зауважити, що виникненню правовідносин щодо здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду слугуватиме: 1) укладення договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду або укладення договору про конвертацію. Своєю чергою, укладення договору про розподіл інших ніж кошти активів пайового фонду або договору про викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду призведе до припинення правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду за участю конкретного учасника пайового фонду.

За своєю суттю окреслена договірна система передбачає, що відносини за договором про управління пайовим фондом виникають в результаті укладення та повного виконання інших договорів, а саме: договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду або договору про конвертацію інвестиційних сертифікатів пайового фонду. Відтак, зобов’язальні відносини, які виникають внаслідок укладення договору про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду або договору конвертації, слугують виникненню інших зобов’язальних правовідносин – тих, які виникають з договору про управління пайовим фондом.

2.4. Правовий режим активів пайового інвестиційного фонду

Питання здійснення інвестиційної діяльності в рамках договірної конструкції пайового фонду тісно пов’язане з проблемою вибору оптимального

способу здійснення інвестицій інвесторами пайового фонду. Мова іде про способи встановлення правового режиму власності на активи пайового фонду. У попередньому розділі нами було обґрунтовано тезу про те, що активи пайового фонду є інвестиціями, які вкладаються КУА в різні об'єкти інвестування. В юридичній літературі та законодавстві зарубіжних країн прийнято виділяти два способи здійснення інвестицій через пайовий фонд: 1) із встановленням правового режиму спільної часткової власності на активи пайового фонду, коли активи пайового фонду належать його інвесторам та; 2) із встановленням правового режиму довірчої власності на активи пайового фонду, коли довірчим власником активів пайового фонду виступатиме КУА пайового фонду [5, с. 496 – 497].

Законом «Про ІСІ» від 2012 року у ст. 41 передбачено, що активи пайового фонду належать його учасникам на праві спільної часткової власності [28]. Власне, встановлений законодавцем режим права спільної часткової власності викликає чимало дискусій серед науковців, як і проблем щодо практичного застосування цієї норми. Як зазначає О. С. Яворська для інвестора пайового фонду важливим за сутнісним змістом є не саме право власності на інвестиційний сертифікат, а права, що з нього випливають. Поширення, на її думку, режиму спільної часткової власності інвесторів на активи пайового фонду є фікцією, оскільки інвестори реально не можуть виступати співвласниками [103].

Аналіз наукових джерел, присвячених проблематиці правового регулювання пайових фондів, дає підстави констатувати, що більшість вчених зійшлися на думці, що поширення на активи пайового фонду режиму права спільної часткової власності суперечить загальним положенням про право спільної часткової власності, адже фактично власником активів є КУА. До цієї групи вчених належать О. С. Яворська [103], О. М. Гнатів [150], В. В. Вітрянський [155], Н. Г. Лопатенкова [174], Д. І. Степанов [187], К. В. Іванова [49], М. В. Плющев [47], І. Я. Полянська [188] та інші. Яскравим прихильником тези про те, що все-таки власником активів пайового фонду повинні бути його учасники, а закріплений режим права спільної часткової власності цілком відповідає положенням цивільного законодавства про спільну часткову власність

є зокрема О. Зайцев [42, с. 76]. Враховуючи що питання ефективного здійснення права власності на активи пайового фонду є одним із концептуальних, адже від цього залежить функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування, вважаємо за доцільне проаналізувати різні підходи та думки вчених і запропонувати оптимальне законодавчого закріплення суб'єкта права власності на активи пайового фонду.

Слід наголосити, що окрім положення про те, що активи пайового фонду належать учасникам пайового фонду на праві спільної часткової власності, законодавець також вказав у ст. 45 Закону «Про ІСІ» від 2001 року, що учасники пайового фонду не мають права впливати на діяльність КУА. Водночас, ні Закон «Про ІСІ» від 2012 року, ні підзаконні нормативні акти, які були прийняті на його виконання, не передбачають жодних механізмів здійснення учасниками пайового фонду свого права спільної часткової власності на активи фонду.

Якщо поширювати на активи пайового фонду режим права спільної часткової власності, то виникне питання обсягу повноважень власників цих активів, як і способи здійснення свого права власності на частку в активах пайового фонду. Іншим проблемним питанням буде з'ясування обсягу повноважень КУА пайового фонду, діяльність якої, з огляду на тріаду повноважень власника, значною мірою полягає саме у розпорядженні активами.

Так, відповідно до положень ст. 358 ЦК України право спільної часткової власності здійснюється співвласниками за їх згодою. Співвласники можуть домовитися про порядок володіння та користування майном, що є їхньою спільною частковою власністю. На думку О. С. Яворської, окрім існування в законі прямої вказівки про режим спільної часткової власності, немає жодного юридичного факту, що б призводив до встановлення такого режиму. Так, особи, які стають учасниками пайового фонду через придбання інвестиційних сертифікатів, не взаємодіють між собою і їхні дії не спрямовані на набуття спільної часткової власності, зазначає вчена [103]. Своєю чергою Н. Г. Лопатенкова, цитуючи В. А. Белова зазначає, що право спільної власності засноване на фідуціарних відносинах і припинення цих особисто довірчих

відносин між співвласниками призводить до припинення права спільної часткової власності, а у випадку існування пайового фонду, відносин, заснованих на довірі, взагалі не існує, адже учасники пайового фонду навіть не знайомі один з одним [174, с. 11]. Якщо згадати положення чинного ЦК України, які закріплюють такі права співвласника як право на виділення своєї частки в натурі, переважне право купівлі частки у праві спільної часткової власності, то чинний Закон «Про ІСІ» від 2012 року взагалі не містить жодних застережень. Положення права спільної часткової власності не можуть бути застосовані до відносин власності на речі, які входять до складу пайового фонду, оскільки частки визначені заздалегідь, а покращання майна власники здійснити не можуть, в силу того, що майном користується та розпоряджається КУА [189].

Водночас прихильник ідеї про визнання за учасниками пайового фонду права спільної часткової власності на активи пайового фонду О. Р. Зайцев зазначає, що для спільної часткової власності характерним є те, що володіння, користування та розпорядження майном здійснюється в порядку, який визначається співвласниками, а не обов’язково самими співвласниками. Він також зазначає що єдиною метою формування спільної часткової власності на активи пайового фонду є передача цієї власності у довірче управління КУА, у зв’язку з цим учасники пайового фонду ніколи не страждають від того, що не мають змоги змінити чи розірвати свою домовленість як співвласників, а якщо такий учасник більше не бажає брати участі у пайовому фонді, то він може погасити чи продати свій пай. Позиція вченого О. Р. Зайцева зводиться до того, що передаючи майно в довірче управління КУА, учасники такого пайового фонду, які є співвласниками активів, домовляються про те, що повноваження щодо володіння, користування та розпорядження активами буде здійснювати лише КУА, а не будь-хто інший [190, с. 130]. Іншої точки зору дотримується Д. І. Степанов, який вказує що колективне інвестування передбачає перехід до КУА права на розпорядження майном, яке було передане чи входить до майнового пулу. На його думку, передача майна в довірче управління КУА передбачає також і передачу титулу на майно, оскільки КУА необхідно розпоряджатись таким майном. Право власності переходить до

КУА, адже в інвестора не залишається нічого окрім самої назви права, зазначає Д. І. Степанов [187, с. 60]. Критикуючи модель укладення договору довірчого управління майном у сфері спільного інвестування, В. В. Вітрянський робить висновок про те, що за своєю суттю реальні відносини щодо довірчого управління чужими грошовими коштами полягають в тому, що кредитні організації, КУА пайових фондів, професійні учасники ринку цінних паперів, які виступають довірчими управителями грошовими коштами, отримують чужі грошові кошти у власне розпорядження, яке обмежене ними ж розробленими інвестиційними деклараціями [155, с. 33]. Вважаємо, що вказане твердження не позбавлене недоліків, адже саме учасники пайових фондів серед значної кількості КУА обирають ту форму інвестування, яка на їхню думку дасть змогу отримати у майбутньому прибуток, і можуть у будь-який час розпорядитись своєю часткою у праві спільної часткової власності на пайовий фонд.

Інше проблемне питання стосується того, що насправді отримують учасники пайового фонду придбаваючи інвестиційні сертифікати фонду. Так, як зазначає О. М. Гнатів, гроші сплачені за придбання інвестиційних сертифікатів, як речі визначені родовими ознаками, стають власністю КУА, а правовідносини між КУА та учасниками фонду мають не речовий, а зобов’язальний характер [150, с. 9]. Інвестор, який придбав інвестиційний сертифікат отримує низку прав, які випливають з цього цінного паперу, і не набуває статусу співвласника, оскільки кошти ним передані в оплату за сертифікат, вказує у своїй праці О. С. Яворська [103]. Цієї ж думки дотримується К. В. Іванова, зазначаючи що за своїм правовим статусом учасники пайового фонду нагадують вкладників банку, аніж співвласників спільного майна за винятком того, що з вкладниками укладається договір банківського вкладу, а з учасниками пайового фонду договір довірчого управління майном [49, с. 107]. Солідарним з цією позицією є також і . І. Степанов. Так, на думку цього вченого, внесення інвесторами до складу пайового фонду певних речей, визначених родовими ознаками, супроводжується переходом до управителя повноважень власника і за суттю фактично призводить до виникнення в управителя права власності на вказані речі, адже останні об’єднується за такими

ж речами, що визначені родовими ознаками і належать управителю [187, с. 64]. На думку І.Я. Огнистої призначення інвестиційних сертифікатів полягає в ідентифікації зв'язку між КУА та індивідуальним інвестором, а не в посвідченні фактично відсутніх взаємовідносин між учасниками пайового фонду. Видача інвестиційного сертифіката повинна підтверджувати факт укладення договору управління з інвестором та зумовлені укладенням такого договору правові наслідки [188, с. 33].

Зазначений підхід до розуміння суті правовідносин, які виникають між інвесторами та КУА вважаємо спірним. Так, кошти отримані КУА в оплату вартості інвестиційних сертифікатів зараховуються на її окремий рахунок відкритий у банку [28]. Вказані кошти не зараховуються на будь-який із рахунків КУА, де б обліковувались її власні кошти. Водночас, вказані кошти дійсно об'єднуються з коштами інших учасників пайового фонду і таким чином стають сукупністю активів пайового фонду, які належать на праві спільної часткової власності учасникам фонду. Проте це свідчить лише про формування спільної часткової власності, але аж ніяк про те, що вказані кошти стають власністю КУА пайового фонду. Якщо припустити, що грошові кошти, які були отримані в результаті розміщення інвестиційних сертифікатів пайового фонду та в подальшому активи пайового фонду, належать КУА, то в разі ліквідації КУА чи оголошення її банкрутом вказані активи мали б включатись до ліквідаційної маси. Водночас, ч. 4 ст. 67 Закону «Про ІСІ» від 2012 року встановлює чітку заборону включати активи пайового фонду до ліквідаційної маси КУА у разі її визнання банкрутом. Відтак об'єднання грошових коштів, як речей визначених родовими ознаками призводить до перетворення режиму приватної власності на грошові кошти учасника, у режим спільної часткової власності на активи пайового фонду в силу прямої вказівки закону.

Як зазначає К. І. Скловський спільна власність майже ніколи не виступає кінцевою метою договору, на підставі якого вона виникає, а радше засобом досягнення певної бажаної мети [191, с. 174]. Яку ж тоді мету має встановлення режиму спільної часткової власності на активи пайового фонду. Чи в даному

випадку ми можемо стверджувати про те, що учасники пайового фонду мають спільний інтерес щодо володіння, користування та розпорядження активами пайового фонду. Вочевидь, інтерес учасників пайового фонду полягає в іншому – передати наявні у них грошові кошти професійному управителю з метою подальшого вкладення цих коштів в активи пайового фонду. Водночас, кінцева мета такого передання грошових коштів у пайовий фонд полягає в ефективному здійсненні КУА інвестиційної діяльності, яка матиме своїм результатом збільшення вартості чистих активів пайового фонду, а відтак і отримання доходу власником інвестиційного сертифікату. Без об'єднання активів конструкція пайового фонду є неможливою.

Відтак, закріплення активів пайового фонду на праві спільної часткової власності за учасниками пайового фонду має власну мету, яка полягає у тому щоб об'єднати грошові кошти учасників пайового фонду, які були отримані в рахунок оплати вартості інвестиційних сертифікатів, та здійснити подальше вкладення цих коштів в об'єкти інвестування визначені документами пайового фонду та чинним законодавством України. Оскільки новий суб'єкт права – юридична особа не створюється, активи пайового фонду повинні бути закріплені на праві власності або за учасниками пайового фонду або за КУА. Нагадаємо, що законодавство країн, що належать до континентальної правової системи передбачає що власником речі може бути лише один суб'єкт, за винятком випадків коли йдеться про спільну власність на річ [8, с. 746]. Очевидно, що діяльність з управління активами пайового фонду повинна здійснюватись суб'єктом на професійній основі і таким суб'єктом є КУА. Погоджуємось із тезою Д. І. Степанова про те, що діяльність з управління активами передбачає значною мірою здійснення управителем повноважень щодо розпорядження такими активами. Мета передачі майна в управління в межах конструкції пайового фонду полягає у здійсненні реінвестування, що має наслідком створення доходу [187, с. 60]. Проте ми не погоджуємося з висловленою ним думкою про те, що учасник пайового фонду, передаючи майно в управління КУА передає, в тому числі і право власності на належне йому майно. Ми дотримуємось позиції, що учасник пайового фонду і

надалі зберігає своє право власності. Проте, таке право є трансформованим із права приватної власності на грошові кошти на право власності на частку у спільному частковому майні, яке посвідчується інвестиційним сертифікатом.

На думку В. В. Вітрянського у разі передачі власником майна в управління за договором управління майном, власник тим самим реалізує свої повноваження, володіння, користування і розпорядження. Водночас, на думку вченого, в такому випадку мова іде про зміст повноважень управителя. Укладення власником майна договору управління майном та передача майна в управління є формою реалізації власником його правомочностей. При цьому власник не передає свої правомочності управителю, а лише покладає на нього певне коло обов'язків, укладаючи договір управління майном. В подальшому В. В. Вітрянський доходить висновку, зазначаючи, що передаючи майно в управління власник зберігає за собою не тільки право власності, але й усі правомочності, проте такий власник укладаючи договір, бере на себе зобов'язання не створювати перешкод управителю у виконанні ним своїх обов'язків за договором [176, с. 4 - 5].

Аналізуючи повноваження КУА за договором про управління пайовим фондом, доходимо висновку, що розпоряджаючись активами пайового фонду, які належать його учасникам на праві спільної часткової власності, КУА лише виконує обов'язки щодо професійного управління активами, проте не здійснює правомочності власника, оскільки перехід права власності на активи пайового фонду до КУА не відбувається. Власником цих активів і надалі залишаються інвестори. Своєю чергою, учасник пайового фонду придбаваючи інвестиційні сертифікати тим самим діє на власний розсуд, як власник цих коштів, погоджується на те, щоб вказані кошти були об'єднані з коштами інших інвесторів, а також на те, щоб КУА виконувала обов'язки щодо розпорядження активами пайового фонду. Окрім того, учасник пайового фонду – інвестор наділений правом, залежно від типу пайового фонду, розпорядитись своєю часткою у праві спільної часткової власності на активи пайового фонду, або шляхом подання заявки на викуп інвестиційного сертифікату, або шляхом відчуження такого цінного папера.

Закон «Про ІСІ» від 2012 року у ст. 4 допускає ситуацію, за якої власником усіх цінних паперів ІСІ може бути одна особа. Враховуючи законодавче положення, згідно з яким активи пайового фонду належать його учасникам на праві спільної часткової власності, виникає питання, а як же бути, якщо одна фізична або юридична особа буде власником усіх інвестиційних сертифікатів пайового фонду, яким же має бути зміст прав цього єдиного учасника. М. В. Плющев, аналізуючи це питання, зазначає, що за такої ситуації не можна стверджувати про існування спільної власності, адже цей режим права власності передбачає існування двох або більше осіб співвласників [47, с. 55]. З огляду на зміст законодавчого поняття інвестиційного сертифіката, а саме те, що інвестиційний сертифікат засвідчує право власності учасника пайового фонду на частку в пайовому фонді, можемо дійти висновку, що за ситуації, коли особа стане власником усіх інвестиційних сертифікатів пайового фонду, вона стане власником усіх часток, з яких складається пайовий фонд. Відтак, мова про єдине право власності на пайовий фонд не йтиметься, адже за такої ситуації, особа повинна бути власником одного інвестиційного сертифікату. А це своєю чергою суперечить одному з основних принципів теорії цінних паперів, згідно з яким обсяг та характер прав, які посвідчуються цінним папером незмінні протягом усього часу існування такого цінного паперу, інакше зміна обсягу цих прав повинна супроводжуватись заміною цінного паперу [47, с. 55].

Розмірковуючи про право власності на активи пайового фонду доходимо висновку, що в результаті створення пайового фонду, право приватної власності учасника пайового фонду на внесені ним у пайовий фонд кошти трансформується у право на частку у пайовому фонді, активи якого належать на праві спільної часткової власності його учасникам. Таке відбувається тому, що в результаті створення пайового фонду створюється об’єкт цивільних прав як сукупність майна, чим є пайовий фонд як сукупність активів. З огляду на необхідність закріплення цього об’єкта на праві власності за певним суб’єктом, національний законодавець обирає такими суб’єктами учасників пайового фонду і наділяє їх правом спільної часткової власності на активи пайового фонду.

Інвестори набуваючи інвестиційні сертифікати пайового фонду надають КУА повноваження щодо розпорядження цими грошовими коштами і цим самим здійснюють своє право власності на належні їм кошти. Своєю чергою, в силу прямої вказівки закону, учасник пайового фонду, беручи участь у цій формі спільного інвестування, тим самим зобов'язується не впливати на діяльність КУА пайового фонду. Будучи власником частки у спільному майні, яким є активи пайового фонду, інвестор наділений лише правом щодо розпорядження належною йому часткою шляхом вчинення правочинів з інвестиційним сертифікатом, який посвідчує право власності на цю частку. Розпорядження активами пайового фонду є неодмінною складовою діяльності зі спільного інвестування та є обов'язком КУА [192, с. 42].

Д. І. Степанов, аналізуючи право спільної часткової власності учасників пайового фонду на його активи, вказує, що спільна власність – це відносини у статиці, де об'єкт власності існує в натурі, а у випадку пайового фонду йдеться про існування відносин у динаміці, а тому такий об'єкт права власності не може існувати в натурі [187, с. 61]. Йому заперечує О. Р. Зайцев, який зазначає, що відносини динаміки засновані на відносинах статики, саме тому динаміка пайового фонду ґрунтується на тому, що хтось є її співвласником [42, с. 76]. Вважаємо, що у випадку з пайовим фондом, який становить собою сукупність активів, ця сукупність постійно змінюється, адже у цьому і полягає суть діяльності зі спільного інвестування, за якої одні активи відчужуються, а натомість придбаваються нові, більш ліквідні активи. Таким чином структура та склад активів пайового фонду перебувають у постійній динаміці. Водночас, це не виключає можливості поширення на активи пайового фонду режиму спільної часткової власності. Власне, згідно із законодавчою нормою усі активи, які становлять пайовий фонд є спільною частковою власністю учасників фонду, відтак відчуження активів пайового фонду призводить до припинення права спільної часткової власності на них учасниками.

Ми погоджуємось із думкою вчених про те, що за своєю суттю право спільної часткової власності на активи пайового фонду є фікцією, адже реальних

механізмів та способів здійснення цього права власності на частку законодавством не передбачено. В цьому контексті вважаємо за доцільне проілюструвати зарубіжний досвід, де, на нашу думку, законодавче формулювання закріплення права власності на активи інвестиційного фонду договірного типу є більш вдалим.

Зокрема ст. 214-20 Грошово-фінансового кодексу Франції передбачено, що положення Цивільного кодексу Франції, які стосується спільної власності не застосовуються до інвестиційний фондів, що створюються у формі сукупності фінансових інструментів [110]. Аналогічним є і підхід законодавця Словаччини, де ч. 4 ст. 5 Закону «Про колективне інвестування» передбачає, що положення ст. 136 та 137 Цивільного кодексу не поширюються на активи пайового фонду. Учасники пайового фонду можуть здійснювати свої права стосовно КУА незалежно. Водночас, ст. 136 та 137 Цивільного кодексу Словаччини регламентують питання спільної сумісної власності [105]. Цікавим є підхід до законодавчої регламентації права спільної часткової власності на активи пайового фонду і у Вірменії, де законодавством також передбачена конструкція договірного інвестиційного фонду. Так, ч. 2 ст. 10 Закону Вірменії «Про інвестиційні фонди»» встановлює обмеження щодо здійснення учасником договірного інвестиційного фонду права власності на активи такого фонду. Передбачається, що право власності учасника договірного фонду на активи фонду обмежується правами на відчуження та передачу в порядку правонаступництва належного йому паю, який підтверджує право на отримання дивідендів від доходів, отриманих в результаті управління активами фонду та на отримання своєї частки в активах фонду у раз його припинення [166]. Як бачимо, підхід зарубіжного законодавця до закріплення права спільної часткової власності на активи інвестиційного фонду за учасниками передбачає або встановлення застереження про те, що норми цивільного законодавства про спільну власність не застосовуються, або ж передбачається чіткий перелік обмежень щодо здійснення свого права власності учасниками фонду. При цьому власниками активів пайового фонду й надалі визнаються учасники фонду, а не КУА.

В розрізі аналізу національного законодавства, вважаємо, що норма ч.1 ст. 41 Закону «Про ІСІ» від 2012 року має право на існування, якщо останню розглядати як спеціальну по відношенню до відповідних норм ЦК України, які регулюють положення права спільної часткової власності, які є загальними. За таких обставин, правовий режим спільної часткової власності учасників пайового фонду відповідатиме нормам ст. 356 ЦК України, яка визначає сутність права спільної часткової власності. Проте, норми статті 358 ЦК України, які визначають особливості здійснення права спільної часткової власності, застосовуватись не будуть, оскільки в дію вступатимуть спеціальні норми Закону «Про ІСІ» від 2012 року, які передбачають, що діяльність з професійного управління активами пайового фонду виконує відповідна КУА. Власне передаючи грошові кошти в обмін на інвестиційні сертифікати пайового фонду, учасники такого пайового фонду, зберігаючи своє право спільної часткової власності на активи пайового фонду, передають КУА повноваження, які полягають у здійсненні професійного управління активами пайового фонду, що може робити лише уповноважений суб’єкт.

З огляду на проведений аналіз законодавчого регулювання, яке є не тільки в Україні, але й закріплено законодавством зарубіжних країн, вважаємо, що існування своєрідної фікції, а саме закріпленої за власниками інвестиційних сертифікатів права спільної часткової власності, є вимушеним проте досить важливим аспектом регулювання відносин інвестор – КУА пайового фонду. У зв’язку з цим заслуговує на увагу теза С. І. Шимон, про те, що юридичні фікції існують і застосовуються в праві, оскільки значно зручніше надати якогось умовного правового режиму тому явищу, для якого це не властиве, аніж створювати громіздкі правові конструкції, ускладнюючи таким чином правове регулювання [177, с. 295].

Тим часом, якщо ми погоджуємось з існуванням моделі спільної часткової власності учасників пайового фонду на його активи, виникає питання стосовно здійснення повноважень щодо захисту цього права власності. Якщо виходити із законодавчого формулювання про те, що учасники пайового фонду не мають

права впливати на діяльність КУА, можемо констатувати, що учасники пайового фонду фактично не можуть забезпечити ефективний захист свого права власності на активи фонду. Хто в такому разі повинен виконувати ці обов'язки. Адже, чинний Закон «Про ІСІ» від 2012 року прямо не передбачає можливості КУА виступати позивачем чи відповідачем у суді, представляти інтереси учасників пайового фонду тощо. Так, у рішенні Господарського суду м. Києва від 09.11.2010 року у справі № 4/207-47/44509.11.10 однією із причин відмови у задоволенні позовних вимог суд зазначив те, що позивач - КУА не надала суду доказів того, що вона мала право звернутись до суду із позовом в інтересах інвесторів фонду, зазначивши про таке: «Ані Положенням від 05.02.2008, ні вимогами Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»від 15.03.2001 N 2299-III не передбачено умов, згідно яких саме позивач, як особа, яка здійснює лише управління фондом, наділений повноваженнями звертатися від імені власників фонду (інвесторів) про захист їх майнових прав та інтересів щодо грошових коштів фонду, належних інвесторам на праві спільної часткової власності, доказів того, що інвестори наділили позивача на здійснення відповідних дій від імені фонду – суду також не надано» [88]. Незважаючи на те, що вказане рішення суду було скасоване судом апеляційної інстанції, а справа слухалась відповідно до чинного на той час Закону «Про ІСІ» від 2001 року, все ж вказане питання й сьогодні залишається відкритим, адже ані зі змісту поняття діяльності з управління активами, ані зі змісту поняття діяльності зі спільного інвестування не випливає те, що КУА пайового фонду має право звертатись до суду в інтересах учасників пайового фонду. З огляду на це, вважаємо що ст. 43 Закону «Про ІСІ» від 2012 року слід доповнити ч. 5 такого змісту

«5. КУА пайового фонду має право звертатись до суду в інтересах учасників пайового фонду у зв'язку із здійсненням діяльності з управління активами пайового фонду»

Вказане законодавче положення дасть змогу КУА не тільки здійснювати професійне управління пайовим фондом, але й захищати права та законні інтереси інвесторів, зокрема, їхнього права власності на активи пайового фонду у суді.

Маємо визнати, що незважаючи на те, що закріплення активів фонду на праві спільної часткової власності за учасниками пайового фонду критикується багатьма вченими, вказана законодавча норма є достатньо дієвою та сприяє захисту прав учасників пайового фонду, які посвідчуються інвестиційним сертифікатом. Про це, зокрема, свідчить судова практика національних судів, у справах про оскарження дій та рішень органів державної виконавчої служби та інших контролюючих органів. Так, у постанові Окружного адміністративного суду м. Києва від 20 березня 2014 року у справі № 826/1269/14 суддя визнав неправомірним накладення арешту органами державної виконавчої служби на рахунки КУА, що були відкриті нею для забезпечення функціонування пайового фонду. Суд, зазначив, що оскільки пайовий фонд не є юридичною особою, то рахунок від його імені відкривався боржником, проте, не дивлячись на це, грошові кошти на ньому належать інвесторам пайового фонду за наслідком продажу (емісії) інвестиційних сертифікатів та/або відчуження інших активів пайового фонду. Відтак, суд визнав, що накладення арешту на рахунки, відкриті боржником, на яких містяться кошти, які належать інвесторам пайового фонду і не належать боржнику, порушували права та інтереси позивача як інвестора Фонду [193]. Аналогічну позицію зайняв і Вищий спеціалізований суд з розгляду цивільних і кримінальних справ, який у своїй ухвалі від 04 березня 2015 р. зазначив про те, що цінні папери, на які було накладено арешт належали не боржнику – КУА, а пайовому венчурному інвестиційному фонду «Інвестініціативи», активами якого управляє боржник. Відтак на думку цього суду суд першої інстанції, відмовляючи в задоволенні скарги, вказаних вимог закону не врахував та прийшов до помилкового висновку, що права чи свободи ТОВ «КУА АНПФ «ФК «Партнер-Капітал» не порушені, оскільки державний виконавець, здійснюючи виконання виконавчого листа про стягнення заборгованості з ТОВ «КУА АНПФ «ФК «Партнер-Капітал», наклав арешт на

майно, не переконавшись, що вказане майно дійсно належить боржнику, а не перебуває в його управлінні [194].

Іншим можливим варіантом, є закріплення права власності на активи пайового фонду за КУА. Проте здійснення права власності у такому випадку повинно відбуватись КУА в чужих інтересах, а саме в інтересах учасників пайового фонду. Правова конструкція, яка допускає існування такого характеру правовідносин отримала назву права довірчої власності в цивільному праві України. Тобто, вже не учасники пайового фонду, а КУА володітиме титулом власника активів фонду, що охоплюватиме усю тріаду повноважень власника.

Як зазначає О. В. Єгоров управління майном в Німеччині здійснюється у двох формах: шляхом представництва і шляхом встановлення відносин довірчої власності. Довірча власність відрізняється від англо-американського інституту трасту тим, що вона передбачає перехід права власності (на довірчих засадах) до управителя майна. Управитель же діє самостійно та розпоряджається власним, а в економічному розумінні чужим майном. Економічний власник майна в період дії договору позбавлений права вчиняти правочини щодо цього майна. В силу існування довірчої власності власник майна – набуває повноцінного статусу власника у відносинах з третіми особами, водночас у внутрішніх відносинах з установником управління зв’язаний певними обмеженнями [195, с. 130]. Ґрунтовне дослідження права довірчої власності за національним законодавством України було здійснено Р. А. Майдаником. Так, вчений аналізуючи правову природу довірчої власності виокремив такі ознаки цього правового феномену: 1) довірчий власник є єдиним власником на довірене йому майно, інших власників немає. За цим критерієм довірча власність за українським правом має відмежовуватись від англо-американської конструкції трасту. Установник і вигодонабувач мають лише зобов’язальні права вимоги, а тому не є власниками переданого в управління майна; 2) право власності довірчого власника обтяжене фідуціарним зобов’язанням, здійснювати речовий титул у чужому інтересі. У зв’язку з цим титул власника, вчений пропонує розглядати як поєднання речового і зобов’язального права, що проявляється у наявності у довірчого власника

повноважень власника, обтяжених фідуціарним зобов'язанням, здійснювати його з певною метою, визначеною установником при створенні такої власності із дотриманням обмежень, встановлених законом або договором управління майном; 3) довірча власність має особисто-довірчий і цільовий характер, що передбачає здійснення цього титулу з дотриманням встановлених законом або договором обмежень [196, с. 23].

Формуючи проекцію права довірчої власності на правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини з реалізації інвестицій у формі пайового фонду, які виникають між КУА та учасниками пайового фонду, все ж про існування особистісно-довірчих відносин говорити не доводиться. Зазвичай, якщо інвестори пайового фонду отримують інформацію про компанію з управління активами з різних джерел, у тому числі ту, яка стосується її ділової репутації та досвіду роботи на фінансову ринку, то КУА окрім певних анкетних даних інвестора більш нічого про нього не знають. З огляду на це вчений О. А. Слободян у своєму дисертаційному дослідженні вказав на відсутність особисто-довірчого характеру відносин між КУА та учасниками пайового фонду. Натомість він обґрунтовує введення в науковий оборот поняття «компетентність (обґрунтованість) довір'я, під яким, на його думку, слід розуміти ступінь обґрунтованості рішення засновника управління про довір'я управителю. При цьому, як зазначає вчений учасники пайового фонду мають насамперед покладатись на професіоналізм КУА [57, с. 43]. Вказана думка заслуговує уваги, адже, вважаємо, що першочергово інвестори при обранні того чи іншого пайового фонду, звертають увагу на досвід персоналу КУА її ділову репутацію, водночас відкидати існування довірчих відносин між інвесторами та КУА думаємо не варто, адже особистий фактор, зокрема, коли йдеться про менеджмент КУА також може відігравати важливу роль.

Оцінюючи можливість існування у праві України інституту довірчої власності І. В. Спасибо-Фатєєва наголошує, що конструкція довірчої власності є чужою для права України, а введення довірчої власності до законодавства руйнує

загальні засади правового регулювання права власності як єдиного, монолітного, абсолютного права і привносить концепцію розщепленої власності [197, с. 308].

Своєю чергою, вчений Р. А. Майданик розвиває ідею персоніфікації довірчої власності та існування довірчого майнового фонду, який, як вважає вчений, є представленим довірчим власником квазісуб'єктом права, що володіє самостійною правоздатністю. В цьому контексті, вчений зазначає, що за своєю природою довірча власність є належним довірчому власникові дуалістичним титулом, визначеного метою речового права на довірчий майновий фонд, обтяженого зобов'язанням його здійснення виключно або переважно в чужому інтересі [74, с. 24].

Варто відзначити, що ідея закріплення активів пайового фонду на праві довірчої власності за КУА не є новою для національної науки цивільного права. Зокрема, така пропозиція була висловлена вченим В. І. Бірюковим, який у своєму дисертаційному дослідженні дійшов висновку про те, що за своїм змістом правовідносини, пов'язані з функціонуванням пайових фондів та управління майном, що формується за рахунок випуску інвестиційних сертифікатів, є відносинами з управління майном, на підставі чого в КУА інвестиційного фонду виникає довірча власність [198, с. 13]. Прихильником цієї ідеї є також і В. Б. Ліпавський [173, с. 49].

У чинному ЦК Україні питання довірчої власності врегульовані недостатньо. Так, ЦК України передбачає, що особливим видом права власності є право спільної часткової власності (ст. 316) і те, що довірча власність може виникати на підстав договору управління майном. Своє практичне застосування інститут довірчої власності знайшов у Законі України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 р. № 978-IV, яким передбачено передання довірчому власнику у довірчу власність майна за договором управління майном. Мова іде про передання у довірчу власність фондів фінансування будівництва та фондів операцій з нерухомістю [199].

Якщо вважати, що у разі існування відносин довірчої власності, довірчий власник набуває юридично повне право власності і при цьому право власності на певне майно реальним власником втрачається, виникає питання щодо того, які ж тоді повноваження все ж залишаються в установника управління. На думку Р. А. Майданика замість втраченого права власності установник управління може набувати виключні права контролю, надання згоди на розпорядження та/або відчуження майна до закінчення відносин довірчої власності, право вимагати зворотного повернення титулу власності тощо [196, с. 24]. Водночас, мета довірчого управління формулюється та вказується саме установником управління майном у договорі. Окрім того, однією із істотних умов договору є перелік майна, яке передається у довірчу власність.

Отож, якщо припустити можливість запровадження у національному законодавстві норми про те, що активи пайового фонду належать КУА на праві довірчої власності тоді виникне чимало запитань щодо ефективного функціонування такої конструкції на практиці. Так, якщо брати до уваги положення ЦК України, що довірча власність може виникати на підставі закону або договору управління майном, то знову ж таки однією можливою підставою для встановлення режиму довірчої власності на активи пайового фонду буде норма закону. Так, більшість вчених схильні вважати, що правовідносини, які виникають між КУА та учасниками пайового фонду не можуть регулюватись нормами цивільного законодавства, про договір управління майном [155, с. 37; 174, с. 17; 150, с. 17; 200, с. 691]. Основним аргументом вчених виступає те, що договір управління пайовим фондом за своїми істотними умовами не відповідає законодавчо встановленій конструкції договору управління майном, а саме в частині предмету договору, суб’єктного складу тощо. Так, наприклад, за договором управління майном в управління передається чітко визначене майно, яке повинно бути повернуто установнику управління в разі припинення дії договору. Водночас, у випадку існування відносин управління активами пайового фонду в управління передаються грошові кошти, а в разі припинення пайового фонду інвестор має право лише на отримання частки належної йому на праві

спільної часткової власності. Перешкодою для встановлення відносин довірчої власності може стати також те, що мету та основні напрями функціонування пайового фонду визначає КУА в інвестиційні декларації пайового фонду, право КУА пайового фонду за власною ініціативою вносити зміни до регламенту пайового фонду, проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

З іншого боку, як ми уже зазначали у підрозділі 1.1. дисертації законодавство Німеччини про інвестиційні фонди передбачає існування паралельно двох режимів власності на активи інвестиційного фонду, а саме 1) активи інвестиційного фонду належать учасникам фонду на праві спільної часткової власності; 2) власником активів інвестиційного фонду визнається КУА такого інвестиційного фонду. У цьому контексті цікавою є ідея «юридичної диверсифікації» у сфері інвестиційної діяльності, запропонована вченою Келлі А. Алцес. Так, під юридичною диверсифікацією науковець розглядає інвестиційну стратегію, за якої інвестори придбавають цінні папери, обіг яких регламентується відмінними між собою положеннями законодавства з метою диверсифікації ризику того, що одні норми не зможуть адекватно регулювати питання обмеження витрат вартості послуг посередників [201, с. 1980]. Розвиваючи ідею юридичної диверсифікації, можемо поширити її і на норми законодавства, які регламентують правовий режим власності на активи пайового фонду з тим, аби дати інвесторам можливість самостійно обирати ту з моделей, яка на їхню думку сприятиме ефективному вкладенню їхніх грошових коштів в активи пайового фонду. Вважаємо, що ідея існування паралельно обидвох режимів за умов удосконалення чинного законодавства, а саме спільна часткова власність інвесторів і довірча власність КУА має право на існування.

Висновки до розділу 2

1. У процесі функціонування пайового фонду запропоновано виділяти дві групи правовідносин, а саме: правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді.

2. З урахуванням поділу інвестицій на прямі та колективні обґрунтовано, що учасники пайового фонду виступають колективними інвесторами, які безпосередньо не здійснюють вкладення активів пайового фонду в об’єкти інвестування. Суб’єктом цих правовідносин єКУА, яка є інституційним інвестором. Грошові кошти інвесторів, які сплачуються в рахунок вартості інвестиційних сертифікатів, а також активи пайового фонду є інвестиціями, які вкладаються в об’єкти інвестування.

3. Пайовий фонд у правовідносинах з реалізації інвестицій виступатиме формою спільного інвестування, яка об’єктивує ці правовідносини і є їхньою зовнішньою формою вираження. Своєю чергою пайовий фонд, а саме сукупність активів такого фонду у внутрішній структурі правовідносин також виступатимуть об’єктом правовідносин щодо реалізації інвестицій. Під формою спільного інвестування слід розуміти передбачений законодавством механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів та їх об’єднання в єдиний фонд з метою здійснення інвестиційної діяльності.

4. Охарактеризовано ознаки пайового фонду як форми колективного інвестування. До основних ознак пайового фонду слід віднести такі:1) реалізація інвестицій у формі пайового фонду здійснюється інвесторами опосередковано із використанням послуг професійного управителя активами – КУА пайового фонду; 2) грошові кошти інвесторів об’єднується в єдиний фонд та виступають інвестиціями, які вкладаються КУА в об’єкти інвестування; 3) залучення фінансових ресурсів інвесторів шляхом створення пайового фонду не передбачає утворення нового суб’єкта права; 4) правовідносини щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду, які виникають між КУА та інвесторами мають цивільно-правовий характер, засновані на договорі і спрямовані на реалізацію інвестицій; 5) діяльність із спільного інвестування, що здійснюється через пайовий фонд охоплює дві групи інвестицій – грошові кошти, які залучаються КУА пайового фонду від інвесторів, та, власне, активи пайового фонду, які вкладаються в об’єкти інвестування.

5. Пайовий фонд як форма спільного інвестування передбачає існування складної системи договорів, які опосередковують виникнення, зміну та припинення правовідносин щодо здійснення інвестицій в рамках пайового фонду. Цю систему договорів складають: договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду, договір про управління пайовим фондом, договір конвертації, договір про розподіл інших, ніж кошти, активів пайового фонду, договір про викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

6. Чинне законодавство України про пайові фонди передбачає лише укладення договору про придбання цінних паперів ІСІ, який припиняє свою дію належним його виконанням, а саме – сплатою інвестором коштів за придбання інвестором інвестиційних сертифікатів та зарахуванням придбаних інвестиційних сертифікатів на рахунок інвестора. Договір про придбання цінних паперів пайового фонду не може регулювати відносини щодо управління активами між КУА та учасниками пайового фонду, а лише опосередковує виникнення правовідносин щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду.

7. Договір про управління пайовим фондом є основним договірним інструментом, що регламентує правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді між інвесторами та КУА пайового фонду.

8. За цим договором одна сторона (інвестор) шляхом придбання інвестиційних сертифікатів передає грошові кошти другій стороні (КУА), а остання за винагороду зобов’язується сформувати пайовий фонд за рахунок залучених коштів інвесторів, здійснювати діяльність із спільного інвестування і професійне управління активами пайового фонду в інтересах інвесторів з метою одержання прибутку та/або досягнення соціального ефекту відповідно до умов договору та чинного законодавства.

9. Учасник пайового фонду вважатиметься таким, що приєднався до договору про управління пайовим фондом, з моменту зарахування прав на інвестиційні сертифікати на рахунок учасника пайового фонду. За своєю правовою природою договір про управління пайовим фондом є реальний, тобто

вважається укладеним після сплати грошових коштів інвестором за придбані інвестиційні сертифікати пайового фонду.

10. Грошові кошти, які передаються КУА за придбані інвестиційні сертифікати підлягають юридичному і фактичному відокремленню від майна КУА. Такі грошові кошти (інвестиції) не є власністю КУА і на них не може бути звернуто стягнення за зобов'язаннями КУА, які не пов'язані з виконанням обов'язків щодо управління активами пайового фонду.

11. У разі передання грошових коштів у пайовий фонд, право власності учасника пайового на ці кошти трансформується із права приватної власності на грошові кошти на право власності на частку у спільному майні, яка посвідчується інвестиційним сертифікатом.

12. КУА виконує обов'язки щодо професійного управління активами пайового фонду, яке полягає у розпорядженні цими активами в інтересах учасників пайового фонду. Водночас КУА пайового фонду не здійснює правомочностей власника, оскільки перехід права власності на активи пайового фонду до КУА не відбувається.

13. За своєю суттю закріплення активів пайового фонду на праві спільної часткової власності за учасниками фонду є фікцією, оскільки реальних механізмів та способів здійснення цього права власності на частку законодавством не передбачено.

14. Запропоновано внести зміни до ч. 5 ст. 43 Закону «Про ІСІ» від 2012 року та наділити компанію з управління активами правом звернення до суду у разі порушення прав та законних інтересів учасників пайового фонду під час здійснення діяльності з управління активами пайового фонду.

РОЗДІЛ 3. ПРИПИНЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ У ФОРМІ ПАЙОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ

3.1. Підстави припинення функціонування пайового інвестиційного фонду

Питання припинення пайових фондів регламентоване ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, де передбачено шість підстав припинення пайового фонду. Крім того, аналіз норм Положення № 2605 [184] дає підстави виокремити ще одну підставу припинення пайового фонду, яка закріплена у ч. 6 ст. 55 Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Йдеться про випадки, коли пайовий фонд не відповідає вимогам щодо мінімального обсягу активів. В такому разі НКЦПФР визнає випуск інвестиційних сертифікатів пайового фонду таким, що не відбувся, а усі кошти, які були отримані від учасників пайового фонду повинні бути їм повернуті. Власне, словосполучення «припинення пайового фонду» вказує нам про те, що мова іде про не про сукупність активів, а, про пайовий фонд у широкому розумінні цього поняття, а саме як про форму спільного інвестування.

Варто зазначити, що національне законодавство передбачає лише одну форму припинення пайового фонду, а саме його ліквідацію, що випливає із аналізу ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Вживання законодавцем терміну «ліквідація» по відношенню до пайового фонду є необґрунтованим. Так, аналіз цивільного законодавства дає підстави стверджувати про те, що цей термін вживається стосовно таких учасників цивільних правовідносин як юридичні особи. З огляду на підтримувану нами концепцію про те, що пайовий фонд не є суб’єктом права, а про нього можна вести мову лише в контексті існування різних форм спільного інвестування, то термін «ліквідація» слід замінити на термін «припинення». Таким чином, ми зможемо говорити про припинення правовідносин щодо здійснення інвестиційної діяльності у формі пайового фонду. У разі ліквідації функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування припиняється. Своєю чергою Закон «Про ІСІ» від 2001 року передбачав також можливість злиття та приєднання пайового фонду за умов, коли

такий фонд перебував в управлінні однієї КУА та за умови наявності згоди на таке злиття чи приєднання усіх учасників пайового фонду [22]. У зв'язку з наведеним виникає питання, чому національний законодавець закріпив лише одну форму припинення пайового фонду, а саме його ліквідацію. Виходячи з мети створення та функціонування пайового фонду, а саме – залучення та ефективне розміщення фінансових ресурсів інвесторів пайового фонду та особливостей спільного інвестування, можемо констатувати, що вкладення інвесторами коштів у пайовий фонд з метою подальшого інвестування цих коштів в активи пайового фонду спрямоване на здійснення довгострокового інвестування. Здійснення діяльності зі спільного інвестування КУА, що спрямоване на збільшення вартості чистих активів пайового фонду, залежить від багатьох факторів та зазвичай не передбачає швидкого збільшення вартості чистих активів пайового фонду, а, відтак, і збільшення розрахункової вартості інвестиційних сертифікатів, власниками яких є колективні інвестори. Відтак, інвестори, які купляють інвестиційні сертифікати пайового фонду, розраховують на отримання прибутку в результаті зростання вартості належних їм інвестиційних сертифікатів у довгостроковій перспективі. Водночас, національний законодавець закріпив лише одну форму припинення пайового фонду, чим фактично, виключив можливість безперервного функціонування пайового фонду, а відтак, і забезпечення можливості учасників пайового фонду отримати прибуток від здійснення КУА пайового фонду діяльності із спільного інвестування в їх інтересах.

Важливість наведеного питання актуалізується з огляду на окремі підстави припинення функціонування пайового фонду. Так, однією із підстав припинення функціонування пайового фонду є анулювання ліцензії КУА пайового фонду на провадження діяльності із управління активами інституційних інвесторів. Підставою для прийняття НКЦПФР рішення про анулювання ліцензії КУА може бути, зокрема, заява КУА про анулювання ліцензії. Вказана підстава залежить виключно від волі уповноваженого органу КУА, який прийме рішення звернутись до НКЦПФР із відповідною заявою про анулювання ліцензії. З огляду на це можемо змоделювати таку ситуацію: уповноважений орган КУА ухвалив рішення

звернутись до НКЦПФР із заявою про анулювання, виданої КУА ліцензії на провадження діяльності з управління активами. НКЦПФР розглянувши відповідну заяву та доданий до неї пакет документів приймає рішення про анулювання ліцензії, виданої КУА. В такому разі, згідно законодавчих положень, КУА зобов'язана прийняти рішення про ліквідацію пайових фондів, іншими словами усіх пайових фондів, активи яких перебували у неї в управлінні [202].

Не виключаємо ситуацію, що таке анулювання ліцензії на провадження діяльності з управління активами може мати місце як у разі ефективного управління активами пайових фондів, що призводить до збільшення вартості чистих активів, так і у разі, якщо вартість активів не змінюється упродовж тривалого часу або знижується. Якщо розглядати варіант, за якого, завдяки діям КУА вартість активів пайового фонду стабільно зростає й зростає вартість інвестиційних сертифікатів, без сумніву, учасники такого пайового фонду не зацікавлені у тому щоб такий пайовий фонд було припинено шляхом ліквідації. Водночас, законодавство встановлює чітко, ліцензія анульована – пайовий фонд підлягає ліквідації. Наведена ситуація дає підстави погодитись із висловленою окремими науковцями тезою про те, що пайовий фонд як інвестиційний фонд договірного типу є фінансовим інструментом, який належить виключно КУА і лише вона вирішує питання, пов'язані із його функціонуванням [203; 204, с. 1010]. Так, на думку вченого Дж. Варбартона у випадку існування інвестиційного фонду договірного типу, ключову роль відіграє саме професійний управитель активами. Натомість договірний фонд є залежним від КУА, яка визначає особливості функціонування інвестиційного фонду. Як зазначає вчений, у цьому розумінні договірний фонд можна трактувати як «приватний фінансовий продукт» [8, с. 759]. Як зазначає вчений В. І. Полюхович при створенні пайового фонду, на відміну від корпоративного фонду, КУА є єдиною уповноваженою особою, яка визначає напрями провадження діяльності з управління активами, розробляє та затверджує регламент пайового фонду [205, с. 75].

Цікавим у цьому контексті є аналіз відповідного зарубіжного законодавства, яке присвячене правовому регулюванню функціонування

інвестиційних фондів договірного типу. Зокрема, найбільший інтерес становлять норми законодавства країн-членів Європейського Союзу. Так, проаналізувавши законодавчі акти таких країн як Фінляндія, Словаччина, Словенія, Австрія, Литва, Люксембург, Естонія можемо констатувати, що припинення інвестиційного фонду у формі його ліквідації є крайнім заходом, який застосовується лише в тих випадках, коли іншим способом продовжити функціонування інвестиційного фонду, а, відтак, і забезпечити можливість інвесторам і надалі отримувати прибуток є неможливо. Підхід законодавчого регулювання окреслених країн дозволив нам зробити висновок про те, що інвестиційний фонд не трактується, власне, як фінансовий інструмент КУА, незважаючи на те, що організаційні заходи щодо створення таких фондів здійснює саме така компанія. Навпаки, законодавство наведених країн свідчить про намір законодавця забезпечити безперервність функціонування інвестиційних фондів та передбачає відповідний комплекс законодавчих механізмів, які дають можливість продовжити функціонування інвестиційних фондів, незважаючи на різні обставини, які національним законодавством України визнаються як безумовні підстави для ліквідації пайового фонду. Причому, згідно з національним законодавством України не тільки пайові фонди припиняються виключно шляхом ліквідації, але й корпоративні фонди, які за своїм правовим статусом є юридичними особами [28]. Так, ст. 148 Закону Словенії «Про інвестиційні фонди та КУА» виділяє лише дві підстави для ліквідації інвестиційного фонду: 1) якщо вартість чистих активів фонду не сягне встановленого розміру протягом чотирьох місяців з моменту прийняття рішення про надання дозволу КУА на управління інвестиційним фондом або 2) якщо вартість чистих активів інвестиційного фонду стала меншою за мінімальних обсяг і не сягнула мінімального обсягу упродовж наступних тридцяти днів. Водночас, законодавство Словенії передбачає підстави обов’язкової заміни КУА інвестиційного фонду у разі якщо: 1) уповноважений орган позбавив КУА права надавати послуги з професійного управління активами, або 2) розпочато процедуру банкрутства або примусової ліквідації КУА [109].

Закон Австрії «Про інвестиційні фонди» від 2011 року у ст. 61 передбачає, що у разі, якщо право КУА здійснювати професійне управління активами припинено, відповідні повноваження щодо управління інвестиційним фондом переходять до банку-депозитарія. Водночас, банк-депозитарій упродовж 6 місяців з моменту припинення дії ліцензії КУА може передати повноваження щодо управління активами інвестиційного фонду іншій КУА за згодою уповноваженого органу. Якщо ж банк-депозитарій не делегує відповідні повноваження іншій КУА, то він повинен прийняти рішення про ліквідацію схеми колективного інвестування – інвестиційного фонду [159]. Цікавим досвідом законодавчого регулювання Австрії є також можливість відокремлення неліквідних активів інвестиційного фонду в інший фонд. Так, ст. 65 уже згаданого Закону Австрії «Про інвестиційні фонди» дає право КУА з дозволу уповноваженого органу та за згоди наглядової ради КУА і банку-депозитарія здійснити відокремлення (spin-off) частини активів інвестиційного фонду, які перебувають в управлінні і з непередбачуваних обставин втратили свою ліквідність, у новостворений інвестиційний фонд. Новостворений фонд підлягатиме ліквідації банком-депозитарієм у встановленому порядку [159]. Для отримання згоди уповноваженого органу на відокремлення активів, КУА повинна до відповідної заявки надати також детальний опис активів, які підлягатимуть відокремленню, вказати причини неліквідності цих активів, надати підтвердження неліквідності активів від незалежного аудитора та подати інформацію про те, чи вказаний фонд функціонує і в інших країнах. Дещо подібним є також досвід Фінляндії. Так, ст. 112 Закону Фінляндії «Про пайові фонди» передбачає можливість поділу пайових фондів. Так, зокрема, вказаною ст. 122 закріплено, що пайовий фонд може бути поділений у спосіб, згідно з яким активи та зобов’язання пайового фонду частково або повністю передаються до складу іншого пайового фонду без проведення процедури ліквідації [206].

Проаналізувавши зміст законодавчих підстав припинення пайового фонду пропонуємо поділити їх на дві групи. До першої групи підстав належатимуть ті, які зумовлені правовим режимом пайового фонду:

– вартість активів пайового фонду стала меншою, ніж мінімальний обсяг активів пайового фонду, та протягом шести місяців не збільшилася до мінімального обсягу активів;

– закінчився строк діяльності пайового фонду (для строкового пайового фонду);

– проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду, випущених з метою спільного інвестування, не зареєстровано протягом одного року з дня внесення відомостей про пайовий фонд до Реєстру;

– якщо пайовий фонд не відповідає вимогам щодо мінімального обсягу активів пайового фонду.

До другої групи підстав входитимуть ті, настання яких зумовлено правовим статусом суб'єктів, які забезпечують функціонування пайового фонду:

– протягом одного місяця після закінчення дії договору із зберігачем активів пайового фонду строк дії такого договору не продовжено або не укладено договір з іншим зберігачем активів пайового фонду;

– анульовано ліцензію, видану КУА на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів;

– анульовано ліцензію, видану зберігачу активів пайового фонду на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, та не укладено КУА протягом 30 робочих днів договір з іншим зберігачем активів пайового фонду.

Відповідно до положень п. 1 ч.2 ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року КУА пайового фонду приймає рішення про його ліквідацію у разі, якщо вартість активів пайового фонду стала меншою, ніж мінімальний обсяг активів пайового фонду та протягом шести місяців не збільшилася до мінімального обсягу активів. Аналізуючи законодавчу регламентацію функціонування пайових фондів, В. Н. Лебедєв зазначає, що вимоги щодо мінімального обсягу активів зумовлені необхідністю фінансування умовно-постійних витрат довірчого управління майном, що складає пайовий фонд. На його думку, якщо обсяг активів буде меншим за мінімально встановлений, то такий фонд не зможе забезпечити окупність умовно-постійних витрат по довірчому управлінню майном та можливість отримання прибутку від цього виду підприємницької діяльності [41,

с. 135]. Водночас, на думку О. Р. Зайцева, встановлення на законодавчому рівні мінімального обсягу активів пайового фонду на етапі його створення також зумовлено тим, що оптимальна диверсифікація активів пайового фонду можлива лише за наявності визначеного обсягу засобів інвестування [42, с. 270].

Мінімальний обсяг активів пайового фонду згідно вимог Закону «Про ІСІ» від 2012 року становить 1250 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому на день реєстрації пайового фонду як ІСІ. Вважаємо, що прив'язка розміру мінімальної заробітної плати до того, що встановлений на день реєстрації пайового фонду як ІСІ є невиправданою. Так, якщо врахувати, що пайові фонди можуть бути безстроковими, або строковими, проте функціонувати упродовж тривалого часу, може виникнути ситуація коли зі спливом певного строку функціонування пайового фонду розмір мінімальної заробітної плати, що встановлюється законом про Державний бюджет на відповідний рік істотно підвищиться у порівнянні з тим, що був законодавчо закріплений на день реєстрації пайового фонду як ІСІ. В такому разі, законодавча вимога щодо мінімального обсягу активів пайового фонду не виконуватиме своєї функції, що спрямована, насамперед, на закріплення обсягу активів, які дадуть змогу забезпечити ефективне функціонування пайового фонду та збільшення вартості його активів. Враховуючи наведене, вважаємо, що у разі вирішення питання про ліквідацію пайового фонду, який уже функціонує, норма про мінімальний обсяг його активів повинна бути більш «гнучкою», а, відтак, повинен братись до уваги розмір мінімальної заробітної плати, наприклад, станом на 1 січня поточного року, а не на день реєстрації пайового фонду як ІСІ. З огляду на це, абз. 3 ч.2 ст. 41 Закону «Про ІСІ» від 2012 року пропонуємо викласти у такій редакції:

«Якщо обсяг активів пайового фонду став меншим, ніж мінімальний обсяг активів пайового фонду, визначений з урахуванням місячного розміру мінімальної заробітної плати станом на 1 січня поточного року, та протягом шести місяців не збільшився до мінімального обсягу активів, такий пайовий фонд підлягає ліквідації».

Законодавством встановлено обов’язок КУА пайового фонду розкривати інформацію про діяльність пайового фонду. Таке розкриття інформації здійснюється, як щодо учасників пайового фонду шляхом обов’язкового розміщення необхідної інформації на веб-сайті КУА, так і щодо державного регулятора НКЦПФР. Так, річний звіт, щодо діяльності пайового фонду подається КУА до НКЦПФР не пізніше 1 квітня року, що настає за звітним, у порядку, встановленому НКЦПФР. Річний звіт повинен містити таку інформацію: 1) розрахунок вартості чистих активів ІСІ; 2) баланс та звіт про фінансові результати ІСІ. Своєю чергою, якщо мова іде про пайовий фонд з приватним розміщенням інвестиційних сертифікатів, то КУА надає учасникам річний звіт щодо діяльності такого інституту в порядку, встановленому його регламентом [28]. Вказані законодавчі положення дають можливість як інвесторам пайового фонду так і НКЦПФР слідкувати за тим, щоб обсяг активів пайового фонду не став меншим за мінімально встановлений обсяг та виконанням КУА обов’язку щодо своєчасної ліквідації пайового фонду, у разі якщо обсяг активів протягом шести місяців не зросте до мінімального обсягу.

Уповноважений орган КУА пайового фонду також приймає рішення про його ліквідацію у разі, якщо пайовий фонд не відповідає вимогам щодо мінімального обсягу активів пайового фонду [28]. Вказана підстава припинення пайового фонду виникає на стадії формування пайового фонду до досягнення мінімального обсягу таких активів. Строк протягом якого активи пайового фонду повинні досягнути мінімального обсягу встановлюється проспектом емісії інвестиційних сертифікатів фонд, але не повинен перевищувати шести місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів.

Наступною підставою припинення пайового фонду є закінчення строку на який було створено пайовий фонд. Мова іде, насамперед, про пайові фонди закритого типу, які можуть бути лише строковими. Законодавче формулювання вказаної підстави припинення пайового фонду потребує уточнення з урахуванням положень ч.2 ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, яка передбачає можливість продовження строку функціонування пайового фонду. Відтак, вказану підставу

для припинення пайового фонду слід сформулювати у такий спосіб: «закінчився строк, на який було створено пайовий фонд і КУА такого фонду не прийнято рішення про продовження такого строку» [28].

Частиною 2 ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року передбачено низку обов'язкових умов, дотримання яких є необхідним у разі прийняття рішення про продовження строку функціонування пайового фонду. Вказана законодавча норма про порядок продовження строку функціонування пайового фонду, на нашу думку, дає можливість врахувати як інтереси КУА, адже рішення про продовження строку функціонування пайового фонду приймає саме вона, а також інтереси інвесторів фонду, зокрема, закритого пайового фонду, які мають змогу в такому разі припинити свою участь у фонді подавши заявку на викуп належних їм інвестиційних сертифікатів [28]. Водночас, на відміну цьому, положення ч.2 ст. 1036 ЦК України передбачають автоматичне продовження строку договору управління майном на той самий строк і на тих самих умовах, у разі відсутності заяви однієї із сторін про припинення або зміну договору управління майном [52].

Рішення про продовження строку функціонування пайового фонду приймається не раніше ніж за три місяці, але не пізніше ніж за один місяць до закінчення строку діяльності такого фонду. Крім того, законодавством передбачено, що протягом 5 робочих днів з дати прийняття рішення про продовження строку діяльності пайового фонду КУА пайового фонду повинна опублікувати повідомлення про прийняття рішення про продовження строку діяльності пайового фонду в офіційних друкованих засобах масової інформації НКЦПФР, а також письмово і персонально повідомити всіх учасників пайового фонду про вказане рішення і про порядок викупу інвестиційних сертифікатів в учасників фонду. Зокрема, таке повідомлення повинно містити інформацію про місце подання заявок на викуп інвестиційних сертифікатів, перелік документів, які необхідно подати учасникам фонду для викупу інвестиційних сертифікатів та здійснення розрахунків з учасниками фонду, розрахункову вартість інвестиційних сертифікатів, дату початку та закінчення приймання заявок від учасників пайового фонду тощо [182].

Проаналізувавши спосіб оприлюднення КУА інформації про прийняте рішення про продовження строку функціонування пайового фонду, можна зробити висновок, що вказана законодавча норма розрахована, насамперед, на учасників пайового фонду закритого типу. Такого висновку можна дійти з огляду на норму ст. 75 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, де передбачено, що інформація про ІСІ розкривається шляхом надання безпосередньо учасникам ІСІ (у разі приватного розміщення цінних паперів ІСІ) та розміщення на власному веб-сайті КУА (у разі публічного розміщення цінних паперів). Тому, вважаємо за доцільне внести зміни до пп.2 п. 3 розділу V Положення про реєстрацію регламенту ІСІ та ведення Єдиного державного реєстру ІСІ, затвердженого Рішенням НКЦПФР від 18.06.2013 р. № 1047, а саме викласти абз. 3 цього підпункту у такій редакції

«оприлюднює на веб-сайті КУА та у письмовій формі повідомляє персонально всіх учасників пайового фонду інформацію про прийняте рішення щодо продовження строку функціонування пайового фонду, а також про порядок викупу інвестиційних сертифікатів фонду в учасників фонду».

Встановлений в абз. 6 ч. 2 ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року тримісячний строк протягом якого КУА повинна здійснити викуп інвестиційних сертифікатів в учасників пайового фонду, вважаємо, стосується лише інвестиційних сертифікатів пайового фонду закритого та інтервального типу, адже КУА пайового фонду відкритого типу зобов’язана здійснювати викуп інвестиційних сертифікатів у будь-який час. Своєю чергою, на нашу думку, було б доцільніше щоб перебіг строку протягом якого учасники пайового фонду закритого або інтервального типу мали змогу подати заявку на викуп належних їм інвестиційних сертифікатів розпочинався не з дати прийняття відповідного рішення про продовження строку, а з дати публікації повідомлення про прийняття рішення про продовження строку функціонування пайового фонду в офіційному друкованому засобі масової інформації НКЦПФР.

Пайовий фонд припиняє свої функціонування також у разі, якщо проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду, випущених з метою спільного інвестування, не зареєстровано протягом одного року з дня внесення відомостей

про пайовий фонд до ЄДРІСІ. Законодавством передбачено, що у період між внесенням відомостей про пайовий фонд до Єдиного реєстру та реєстрацією проспекту емісії інвестиційних сертифікатів КУА пайового фонду не має права вчиняти за рахунок та в інтересах такого фонду будь-які дії, крім тих, що спрямовані на реєстрацію проспекту емісії його інвестиційних сертифікатів [28]. Тобто, з буквального тлумачення даної норми випливає, що після того як проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду було зареєстровано, КУА може вчиняти дії щодо управління активами пайового фонду. Виходячи зі змістовного навантаження поняття пайового фонду та поняття діяльності з управління активами ІСІ, а саме те, що це діяльність, яка провадиться в інтересах учасників (учасника) ІСІ та за рахунок ІСІ шляхом вкладення коштів спільного інвестування в активи ІСІ, доходимо висновку про те, що говорити про існування пайового фонду без здійснення реєстрації проспекту емісії інвестиційних сертифікатів неправильно. Адже саме розміщення інвестиційних сертифікатів пайового фонду опосередковує виникнення правовідносин між КУА та учасниками фонду. Без придбання хоча б одним інвестором інвестиційного сертифікату пайового фонду, про пайовий фонд, власне як про форму колективного інвестування говорити не доцільно. Власне, для того щоб можна було говорити про функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування, повинні настати сукупність юридичних фактів, які становлять юридичний склад, а саме: реєстрація пайового фонду в ЄДРІСІ, реєстрація проспекту емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду та придбання хоча б одного інвестиційного сертифіката такого пайового фонду. За умов якщо проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду не було зареєстровано протягом одного року з дня реєстрації пайового фонду в ЄДРІСІ, говорити про припинення пайового фонду як форми спільного інвестування недоцільно, адже відсутній такий суб’єкт як інвестор, який придбав інвестиційний сертифікат. Власне, з цієї причини, пайовий фонд в такому випадку припиняється без створення ліквідаційної комісії.

Інші підстави, передбачені Законом «Про ІСІ» від 2012 року стосуються правового статусу суб'єктів, які обслуговують функціонування пайового фонду – КУА та зберігача активів пайового фонду та становлять другу групу.

Пайовий фонд ліквідується також у разі якщо протягом одного місяця після закінчення дії договору із зберігачем активів пайового фонду строк дій такого договору не продовжено або не укладено договір з іншим зберігачем активів пайового фонду. Закон «Про ІСІ» від 2012 року передбачає обов'язкове укладення КУА договору із зберігачем. Активи пайового фонду у формі цінних паперів, які обслуговуються депозитарною системою, обліковуються на рахунку в цінних паперах у зберігача [28].

Зберігачем активів ІСІ з публічним розміщенням є банк, що має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, видану НКЦПФР в установленому порядку. Укладення договору зі зберігачем про обслуговування активів ІСІ з приватним розміщенням не є обов'язковим. Варто зазначити, що законодавство низки країн Європейського Союзу передбачає, що зберігач виступає стороною за договором про управління активами інвестиційного фонду договірного типу. Так, зокрема, така норма закріплена у ст. 25 Закону Швейцарії «Про схеми колективного інвестування», де передбачено, що банк-зберігач є стороною за договором колективного інвестування та виконує обов'язки покладені на нього договором і законодавством [159]. За законодавством Швейцарії банк-зберігач виступає на стороні боржника – КУА договірного фонду [207]. Водночас, наприклад, за законодавством Словенії [109] та Австрії [113] передбачено укладення окремого договору між зберігачем та КУА договірного фонду, відтак, зберігач не виступає стороною договору про управління активами договірного фонду, який укладається з інвесторами фонду. Проаналізувавши вказану підставу припинення пайового фонду, можемо констатувати, що вона стосується лише тих випадків, коли закінчився строк дії договору про обслуговування активів ІСІ, адже законодавче формулювання цієї підстави містить застереження, якщо строк такого договору не продовжено, або не укладено договір з іншим зберігачем активів фонду. З вказаної підстави

припинення пайового фонду випливає два можливих варіанти, продовження строку дії попереднього договору із зберігачем, або не продовження строку дії такого договору та укладення договору про зберігання активів ІСІ з іншим зберігачем.

У цьому контексті погоджуємось із думкою О. А. Слободяна, який зазначає, що багатосуб'єктна структура управління пайового фонду має функціонувати як злагоджений механізм. Проблеми з правосуб'єктністю хоча б одного учасника можуть «паралізувати» роботу пайового фонду. Наприклад, анулювання ліцензії зберігача унеможливлює проведення операцій з цінними паперами пайового фонду. Для уникнення подібних ситуацій, на його думку, доцільно вдосконалити законодавство, щоб воно передбачало обов'язок державних органів, що видають дозвільні документи компаніям, що обслуговують пайовий фонд, завчасно повідомляти КУА про випадки можливого зупинення, анулювання ліцензій, сертифікатів, свідоцтв та ін. [57, с. 40]. Варто зазначити, що сьогодні, законодавством покладається обов'язок на зберігача повідомляти КУА пайового фонду про зупинення або анулювання ліцензії на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи та або діяльності із зберігання активів ІСІ та попереджати про інші санкції з боку НКЦПФР та інших органів державної влади, що стосуються виконання зберігачем активів ІСІ своїх обов'язків [208]. Така законодавча вимога дає змогу КУА пайового фонду оперативно реагувати на будь-які випадки зміни спеціального правового статусу зберігача, насамперед в контексті зупинення чи анулювання виданої йому ліцензії. За неподання, несвоєчасне подання або подання недостовірної інформації КУА зберігач активів пайового фонду несе встановлену законодавством відповідальність [208].

Іншою підставою припинення пайового фонду, яка стосується зберігача активів такого фонду, є анулювання ліцензії, виданої зберігачу активів пайового фонду на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів та КУА пайового фонду протягом 30 робочих днів не уклала договір з іншим зберігачем активів пайового фонду [28]. Одразу варто зазначити, що вказана підстава

припинення пайового фонду сформульована неправильно. Так, згідно положень чинного законодавства зберігачем активів ІСІ з публічним розміщенням є депозитарна установа – банк, що має ліцензію на провадження діяльності зі зберігання активів ІСІ, видану НКЦПФР, та з якою в установленому порядку укладений договір про обслуговування активів ІСІ. Своєю чергою, депозитарною установою визнається юридична особа, яка в установленому порядку отримала ліцензію на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи [208]. Крім того, законодавством передбачено, що депозитарна установа може поєднувати депозитарну діяльність з діяльністю із зберігання активів ІСІ та/або діяльністю із зберігання активів пенсійних фондів [209]. Відтак, банк, з яким КУА пайового фонду укладає договір про зберігання активів ІСІ повинен отримати дві ліцензії, а саме: 1) ліцензію на здійснення депозитарної діяльності депозитарної установи; та 2) ліцензію на провадження діяльності із зберігання активів ІСІ. Водночас, якщо банку, який є депозитарною установою анульовано ліцензію на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи і такий банк поєднує депозитарну діяльність із діяльністю щодо зберігання активів ІСІ, то в разі неотримання таким банком нової ліцензії на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи ліцензія на провадження діяльності із зберігання активів ІСІ та/або діяльності із зберігання активів пенсійних фондів анулюється з дати набрання чинності рішенням про анулювання ліцензії депозитарної установи [209].

Зі змісту п. 6 ч. 2 ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року не зрозуміло про яку саме ліцензію зберігача йдеться, адже вжито словосполучення ліцензію на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів. Крім того, видача ліцензії на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів чинним законодавством не передбачена. Так, зокрема, п. 7 та 8 ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» передбачено визначення таких понять як: «депозитарна діяльність депозитарної установи» та «діяльність із зберігання активів ІСІ», водночас не містить визначення поняття діяльності зберігача цінних паперів. З огляду на це, потребує змін ч. 2 ст. 68 Закону «Про

ІСІ» від 2012 року, яка дає визначення поняття зберігача активів ІСІ і при цьому у ній вживається поняття діяльності зберігача цінних паперів. Відтак, пропонуємо викласти перше речення вказаної ч. 2 ст. 68 у такій редакції:

«Зберігачем активів ІСІ з публічним розміщенням є депозитарна установа – банк, що має ліцензію на провадження діяльності із зберігання активів ІСІ, видану Комісією в установленому порядку».

Також, зі змісту п. 6 ч.2 ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року незрозуміло з якого моменту починається тридцятиденний строк, протягом якого КУА пайового фонду повинна укласти новий договір зі зберігачем активів пайового фонду, а саме з моменту анулювання ліцензії зберігача чи з моменту коли, компанія дізналась про те, що ліцензія зберігача була анульована [28]. Більш правильним було б, якщо б вказаний тридцяти денний строк обчислювався з дня коли уповноваженим посадовим особам КУА стало відомо про те, що ліцензію зберігача пайового фонду анульовано.

Відтак, з урахуванням зазначеного вище, п. 6 ч. 2 ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року пропонуємо викласти у такій редакції:

«2. КУА пайового фонду приймає рішення про його ліквідацію у разі, якщо:

анульовано ліцензію, видану зберігачу активів пайового фонду на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи та (або) діяльності із зберігання активів інститутів спільного інвестування і КУА не укладено договір з іншим зберігачем активів пайового фонду протягом 30 робочих днів з моменту, коли уповноваженим посадовим особам КУА стало відомо про таке анулювання ліцензії.

Варто зазначити, що договір, який опосередковує правовідносини між КУА та зберігачем активів пайового фонду окрім істотних умов, які передбачені у ст. 74 Закону «Про ІСІ» від 2012 року також повинен містити вказівку на умови дострокового припинення цього договору. Причому, анулювання ліцензії у зберігача цінних паперів та зниження кредитного рейтингу зберігача до спекулятивного рівня за Національною рейтинговою шкалою або втрата ним

чинності законодавством повинні зазначатись у договорі із зберігачем обов’язковими підставами для дострокового розірвання договору [208]. За суттю, з вказаного випливає, що анулювання ліцензії є безумовною підставою для розірвання договору із зберігачем. В такому разі виникає питання щодо того, чи може КУА пайового фонду, дізнавшись про те, що ліцензія зберігача анульована, укласти договір з іншим зберігачем і при цьому не припинивши у належний спосіб договірні правовідносини із попереднім зберігачем. Відповідь на це питання, вважаємо, повинна бути негативною, адже однією із істотних умов договору, який укладається із зберігачем активів є умова про порядок заміни зберігача активів ІСІ та передачі активів ІСІ і всіх необхідних документів іншому зберігачу активів ІСІ. З огляду на це, вважаємо, що КУА, якій стало відомо про те, що ліцензію зберігача анульовано, повинна спочатку достроково розірвати договір із таким зберігачем і вже після цього укладати договір з іншим зберігачем, при цьому забезпечивши передачу активів пайового фонду та усіх необхідних документів наступному зберігачу.

Слід зазначити, що така підстава припинення пайового фонду є достатньо широкою за обсягом та охоплює, у тому числі, випадки припинення зберігачем здійснення депозитарної діяльності, діяльності із зберігання активів ІСІ, припинення зберігача в результаті поділу, злиття, приєднання, перетворення або ліквідації. Так, чинне законодавство до підстав анулювання ліцензії, зокрема і ліцензії на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи чи діяльності із зберігання активів ІСІ відносить також заяву ліцензіата про анулювання ліцензії у зв’язку з припиненням професійної діяльності на фондовому ринку або припиненням ліцензіата в результаті реорганізації або ліквідації. Також підставою для анулювання ліцензії визнається внесення до Єдиного державного реєстру юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань.запису про проведення державної реєстрації припинення юридичної особи (ліцензіата) у результаті її ліквідації, визнання її банкрутом, у тому числі за рішенням суду [210].

Ще однією підставою припинення пайового фонду є анулювання ліцензії, виданої КУА на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів. До підстав анулювання ліцензії КУА пайових фондів законодавство відносить такі: заява ліцензіата про анулювання ліцензії; рішення про скасування державної реєстрації ліцензіата як суб'єкта підприємницької діяльності (юридичної особи); акт про повторне порушення ліцензіатом Ліцензійних умов; акт про відмову ліцензіата в проведенні перевірки органом ліцензування; неодноразове порушення законодавства з питань діяльності з управління активами ІСІ, що заподіяло шкоду інвесторам, якщо ця шкода доведена судом; невідновлення протягом строку, встановленого цими Ліцензійними умовами, статусу члена саморегулівної організації та/або об’єднання професійних учасників ринку цінних паперів тощо [202]. Водночас, варто зазначити, що зупинення дії ліцензії КУА не є підставою для припинення пайового фонду. В такому разі ліцензіат – КУА не припиняє діяльності щодо управління активів ІСІ.

Детальний аналіз чинного законодавства, що визначає особливості здійснення КУА діяльності з управління активами інституційних інвесторів, дає підстави виокремити одну істотну особливість, яка чітко вказує як законодавцем трактуються правовідносини між КУА та учасниками пайового фонду. Так, у разі зупинення дії ліцензії КУА, така компанія повинна повідомити про зупинення дії ліцензії наглядову раду корпоративного фонду, з яким укладено відповідний договір, раду недержавного пенсійного фонду з яким укладено відповідний договір. У разі анулювання ліцензії, КУА протягом трьох робочих днів з дати набрання чинності відповідним рішенням про анулювання ліцензії в письмовій формі зобов’язана повідомити про таке рішення наглядові ради корпоративних інвестиційних фондів, активами яких вона управляє, із зазначенням дати набрання чинності цим рішенням [202]. Як бачимо, законодавство не містить вимоги до КУА повідомляти учасників пайового фонду про рішення, згідно з яким дія ліцензії КУА була зупинена на певний строк, або про те, що така ліцензія була анульована. Хоча, такий обов’язок у компанії є по відношенню до наглядової ради

корпоративного фонду, з яким нею було укладено договір про управління активами корпоративного фонду.

На нашу думку, такий підхід національного законодавця зумовлений тим, що чинне законодавство не трактує правовідносини, що виникають між КУА та учасниками пайового фонду як договірні. За інших умов, КУА повинна була б повідомити кожного учасника про зміни свого правового статусу. З огляду на те, що анулювання ліцензії КУА є підставою для припинення пайового фонду, а за своєю правовою природою правовідносини між КУА пайового фонду та учасниками пайового фонду є договірними, автор дисертації вважає, що учасники пайового фонду мають бути поінформовані про всі зміни правового статусу КУА, у тому числі і про зупинення дії чи анулювання ліцензії. Деякою мірою про покладення такого обов’язку на КУА можна стверджувати з огляду на законодавчу вимогу розкривати на сайті КУА відомості про наявність ліцензії на провадження діяльності з управління активами [28].

В юридичній літературі існує думка окремих вчених про те, що в контексті функціонування пайового фонду правильніше було б вказувати на припинення договору управління пайовим фондом в цілому, а не припинення пайового фонду [46, с. 421]. Вказана точка зору, на наш погляд, є спірною з огляду на те, що договірні відносини щодо управління активами пайового фонду виникають між двома сторонами – КУА та учасниками пайового фонду. Своєю чергою, пайовий фонд може бути припинений у разі анулювання ліцензії зберігача активів пайового фонду, який не є стороною за договором про управління пайовим фондом. З огляду на це, припинення договору про управління пайовим фондом охоплює менше підстав, аніж припинення самого пайового фонду. Водночас, договір про управління пайовим фондом вважається припиненим у разі припинення пайового фонду. Відтак на наш погляд коректніше вести мову про припинення пайового фонду, як форми спільного інвестування, що охоплює у собі усіх суб’єктів, як правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді, так і правовідносин щодо управління активами пайового фонду.

Про існування ще однієї підстави припинення пайового фонду, яка не закріплена у Законі «Про ІСІ» від 2012 року у можна зробити висновок проаналізувавши законодавство, яке регламентує порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ. Так, п. 10 розділу XI Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ, затвердженого Рішенням НКЦПФР від 30.07.2013 р. № 1388 передбачено, що у разі пред'явлення до викупу такої кількості цінних паперів ІСІ, що в результаті здійснення їх викупу вартість активів такого інституту стане меншою за мінімальний обсяг активів ІСІ, встановлений законодавством, то відповідний уповноважений орган повинен прийняти рішення щодо ліквідацію такого ІСІ [211]. Причому цим підзаконним нормативним актом не конкретизовано, що мова іде саме про корпоративний фонд, натомість йдеться про ліквідацію ІСІ. Якщо брати до уваги те, що законодавством передбачено лише два види ІСІ, то можна констатувати, що мова йтиметься як про ліквідацію як корпоративного так і пайового фонду.

Так, Законом «Про ІСІ» від 2012 року серед підстав припинення корпоративного фонду виділено ситуацію, за якої внаслідок викупу акцій корпоративного фонду вартість його активів стала меншою, ніж встановлений законодавством мінімальний розмір статутного капіталу корпоративного фонду. Водночас, ст. 46, яка визначає підстави припинення пайового фонду не виділяє серед них ситуацію, з якої внаслідок викупу інвестиційних сертифікатів пайового фонду вартість активів пайового фонду стане меншою за мінімально встановлений обсяг активів [28]. У зв'язку з цим виникає питання, а чи охоплюється зазначена ситуація підставою припинення пайового фонду, яка зазначена у п. 1 ч. 2 ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, чи вказана підстава є окремою підставою для припинення пайового фонду. Актуальність цього питання зумовлюється ще й тим, що може мати місце ситуація, за якої особа, яка є власником усіх інвестиційних сертифікатів відкритого пайового фонду, а законодавством передбачено можливість однієї особи бути власником усіх цінних паперів ІСІ, подасть заявку про викуп належних їй інвестиційних сертифікатів. Або ж коли усі учасники пайового фонду одночасно подадуть заявки про викуп належних їм інвестиційних

сертифікатів. Вказана ситуація виключена за умови функціонування пайового фонду закритого типу, адже КУА пайового фонду закритого типу не може прийняти рішення про достроковий викуп інвестиційних сертифікатів, якщо у результаті такого викупу вартість активів такого пайового фонду стане меншою від мінімального обсягу активів, передбаченого законодавством для пайового фонду.

У даному контексті ми погоджуємось із висловленою в літературі думкою про те, що вказана ситуація є підставою для припинення договору управління пайовим фондом [57, с. 107]. У разі, якщо усі учасники або учасник пайового фонду подадуть заявку на викуп належних їм інвестиційних сертифікатів, можна твердити про те, що договір про управління пайовим фондом, який опосередковував правовідносини між КУА та учасниками пайового фонду буде припинено.

Водночас, за ситуації коли пред’явлено до викупу таку кількість інвестиційних сертифікатів, що в результаті здійснення їх викупу вартість активів пайового фонду стане меншою за мінімальний обсяг активів, вважаємо, неправильно говорити про припинення пайового фонду. В такому разі активи пайового фонду підлягатимуть реалізації та подальшому розподілу між учасниками пайового фонду в обмін на належну їм кількість інвестиційних сертифікатів. Водночас, на нашу думку, КУА зможе здійснити вторинне розміщення уже викуплених нею інвестиційних сертифікатів і таким чином сформувати пайовий фонд.

З огляду на наведене, вважаємо, що до вказаної ситуації повинна застосовуватись норма про строк шість місяців, необхідний для досягнення КУА пайового фонду мінімального обсягу активів. Якщо вартість активів такого пайового фонду не збільшиться упродовж шести місяців та не досягне мінімального обсягу, КУА повинна прийняти рішення про ліквідацію такого фонду. Тому, вважаємо, що ситуація за якої учасники пайового фонду подали заявки на викуп їхніх інвестиційних сертифікатів і у разі такого викупу вартість активів стала нижчою за мінімальну, повинна застосовуватись норма п. ч. 2 ст. 46

Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Зокрема, цікавим у наведеному контексті є досвід законодавчої регламентації припинення пайових фондів Казахстану. У Казахстані п. 3. ч. 1 ст. 33 Закону «Про інвестиційні фонди» від 07 липня 2004 р. № 576-II до підстав припинення пайового фонду відносить невідповідність вартості чистих активів пайового фонду в результаті задоволення заявок на викуп паїв вимогам щодо мінімального розміру активів фонду і така невідповідність не була усунута протягом двох місяців з дати її виникнення [165].

Враховуючи те, що заходи щодо створення пайового фонду вчиняє КУА, а сам фонд є за суттю фінансовим інструментом, який створений КУА, виникає питання щодо можливості КУА припинити функціонування пайового фонду лише на підставі власного рішення. Враховуючи те, що правовідносини між КУА та учасниками пайового фонду мають договірну природу, цілком логічно було б вважати, що КУА має право на припинення виконання обов’язків щодо управління активами пайового фонду. Причинами цього можуть бути різними, зокрема намір КУА провадити інший вид діяльності, не пов'язаний з управлінням активами інституційних інвесторів, відсутність кваліфікованого персоналу тощо. За таких умов, доцільним було б існування можливості заміни КУА або встановлення можливості прийняття рішення про припинення пайового фонду з ініціативи КУА, якщо провести її заміну неможливо. Детальний аналіз чинного законодавства про пайові фонди вказав на те, що такої можливості не передбачено. У цьому контексті варто зазначити, що Закон «Про ІСІ» від 2001 року передбачав можливість заміни КУА, зокрема з підстав анулювання ліцензії КУА чи ліквідації такої компанії (ст. 27) Сьогодні, чинним законодавством передбачено лише можливість припинення пайового фонду шляхом його ліквідації, проте ним не передбачено жодних варіантів заміни управителя активами пайового фонду.

З огляду на вказану проблему, вартим уваги є аналіз відповідних положень законодавства зарубіжних країн. Зокрема, цікавим у цьому аспекті є досвід Австрії та Словенії.

Статтею 61 Закону Австрії «Про інвестиційні фонди» передбачено право КУА припинити управління інвестиційним фондом. Про такий намір КУА

повинна зробити офіційне повідомлення не пізніше як за шість місяців до прийняття такого рішення. Умовою для припинення управління інвестиційним фондом є отримання на це погодження уповноваженого державного органу – Служби з питань фінансового ринку. Погодження на припинення управління інвестиційним фондом надається за умови, якщо інтереси учасників фонду є належно захищені. Офіційне оприлюднення про намір припинити управління пайовим фондом у зазначений строк може не відбуватись, якщо кожен з інвесторів у належний спосіб повідомлений про такий намір КУА. Крім того, КУА може передати свої повноваження іншій компанії без припинення управління пайовим фондом [113]. Законом про «Інвестиційні фонди та КУА» Словенії передбачено можливість КУА укладати договір про передачу управління (contract on the transfer of management), за яким повноваження щодо управління активами інвестиційного фонду передаються іншій КУА, за умови, якщо така компанія відповідає законодавчо встановленим вимогам. Перед укладенням такого договору КУА повинна отримати дозвіл на це уповноваженого державного органу [109].

На наш погляд, заміна КУА є дієвим інструментом, що дає змогу забезпечити продовження функціонування інвестиційного фонду, насамперед у тих випадках, коли існує позитивна динаміка щодо зростання вартості його чистих активів, а, відтак, забезпечити отримання інвесторами прибутку. Існування законодавчої можливості актуалізується зокрема у випадку, якщо КУА не має наміру продовжувати управління активами пайового фонду з різних причин, КУА ліквідовано, визнано її у встановленому порядку банкрутом чи анульовано, надану їй раніше ліцензію на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів тощо.

З огляду на проведений аналіз підстав припинення пайового фонду, а також позитивний зарубіжний досвід, вважаємо за необхідне запропонувати власний підхід до регламентації підстав заміни КУА та припинення пайового фонду. У зв’язку з цим пропонуємо внесення таких змін до чинного Закону «Про ІСІ» від 2012 року

1. Доповнити Закону «Про ІСІ» від 2012 року статтею 45-1 такого змісту:

«Стаття 45-1. Заміна компанії з управління активами пайового фонду

1. Заміна компанії з управління активами пайового фонду може здійснюватись у разі якщо:

1) компанією з управління активами укладено договір про передання зобов’язань щодо управління пайовим фондом іншій компанії з управління активами;

2) анульовано ліцензію, видану компанії з управління активами на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів;

3) розпочато процедуру ліквідації компанії з управління активами.

2. Частину . 2 ст. 46 Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI слід викласти у такій редакції:

«2. Компанія з управління активами пайового фонду приймає рішення про припинення функціонування пайового фонду у разі, якщо:

1) неможливо провести заміну компанії з управління активами пайового фонду з підстав, передбачених у пп. 2-4 ч. 1 ст. 45-1 цього Закону;

2) вартість активів пайового фонду стала меншою, ніж мінімальний обсяг активів пайового фонду та протягом шести місяців не збільшилася до мінімального обсягу активів;

3) закінчився строк, на який було створено пайовий фонд, і компанією з управління активами такого фонду не прийнято рішення про продовження такого строку;

4) проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду, випущених з метою спільного інвестування, не зареєстровано протягом одного року з дня внесення відомостей про пайовий фонд до Реєстру;

5) протягом місяця після закінчення дії договору із зберігачем активів пайового фонду строк дії такого договору не продовжено або не укладено договір з іншим зберігачем активів пайового фонду;

6) анульовано ліцензію, видану зберігачу активів пайового фонду на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи та (або) діяльності із

зберігання активів інститутів спільного інвестування і компанією з управління активами не укладено договір з іншим зберігачем активів пайового фонду протягом 30 робочих днів з моменту, коли уповноваженим посадовим особам компанії з управління активами стало відомо про таке анулювання ліцензії;

7) в інших випадках, передбачених законодавством.

3.2. Правові наслідки припинення функціонування пайового інвестиційного фонду

За наявності підстав, визначених Законом «Про ІСІ» від 2012 року КУА приймає рішення про ліквідацію пайового фонду. Прийняття такого рішення тягне за собою настання визначених законом правових наслідків. Зокрема, до таких правових наслідків слід віднести: 1) встановлення заборони розміщення та обігу інвестиційних сертифікатів; 2) припинення виплати винагороди КУА; 3) створення у визначених випадках ліквідаційної комісії, яка проводить ліквідацію пайового фонду; 4) реалізація активів пайового фонду за грошові кошти; 5) проведення розподілу активів пайового фонду у визначеній черговості; 6) скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів пайового фонду, проспекту емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду та анулювання свідоцтва про реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

Ліквідаційна комісія складається із представників КУА та представників зберігача активів пайового фонду (за наявності). Мінімальний склад учасників ліквідаційної комісії становить три учасники. Головою ліквідаційної комісії призначається керівник КУА або його заступник. Свою діяльність ліквідаційна комісія здійснює відповідно до розробленого та затвердженого КУА Положення про ліквідаційну комісію. До складу ліквідаційної комісії входять представники КУА, а керівник КУА або його заступник здійснює повноваження голови ліквідаційної комісії. Такий підхід національного законодавця також викликає

чимало запитань. Насамперед, це стосується уже згаданих підстав для ліквідації пайового фонду, які пов'язані із зміною спеціального правового статусу КУА – анулювання ліцензії. Анулювання ліцензії на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів повною мірою залежить від КУА, яка або самостійно ухвалила рішення про те, щоб звернутись до НКЦПФР із заявою про анулювання ліцензії, або порушила ліцензійні умови, чи завдала шкоди інтересам інвесторів тощо, що стало підставою для анулювання раніше виданої ліцензії.

Як видається, у випадку якщо підставою для припинення пайового фонду є анулювання ліцензії, виданої КУА, то суб'єкт, який повинен вживати заходів щодо ліквідації пайового фонду повинен бути інший аніж КУА. Або ж якщо ми уже погоджуємося на законодавче закріплення ліквідаційної комісії, головою такої комісії не повинен бути керівник КУА чи його заступник. Водночас, вважаємо, що теперішнє закріплення у законодавстві ліквідаційної комісії, яка в окремих випадках може повністю складатись лише з представників КУА не забезпечує прозорості у проведенні ліквідації пайового фонду. Повертаючись до зарубіжного досвіду, дійти висновку, що законодавство зарубіжних країн не передбачає створення колегіального органу – ліквідаційної комісії, а, натомість закріплює різних суб'єктів, які можуть бути відповідальними за проведення процедури ліквідації пайового фонду. Так, ілюстративним є досвід законодавчого регулювання Фінляндії. Зокрема, ст. 118 Закону Фінляндії «Про пайові фонди» передбачає, що у випадку якщо ліцензію КУА анульовано, компанія ліквідується, чи перебуває на стадії банкрутства чи в інший спосіб припинила провадження своєї діяльності, зберігач негайно бере на себе повноваження щодо управління активами інвестиційного фонду. У такому разі, зберігач вживає заходів щодо передачі прав та обов'язків з управління активами іншій компанії, злиття пайового фонду з іншим фондом або припинення такого фонду. Якщо ж зберігач протягом одного місяця не здійснить передачу повноважень щодо управління активами такого фонду іншій компанії, чи не проведе підготовку до злиття пайового фонду з іншим, Уповноважений державний орган у сфері фінансів призначає особу – агента, який вживатиме заходів щодо припинення інвестиційного фонду [206].

Ліквідаційна комісія не створюється у разі, якщо пайовий фонд ліквідується у зв'язку з тим, що проспект емісії інвестиційних сертифікатів такого пайового фонду не було зареєстровано КУА протягом одного року з дня внесення відомостей про такий фонд до ЄДРІСІ. В такому разі, уповноважений орган КУА приймає рішення про ліквідацію пайового фонду і протягом п'ятнадцяти календарних днів з дати прийняття рішення про ліквідацію такого пайового фонду подає до НКЦПФР для виключення відомостей про пайовий фонд з ЄДРІСІ [184].

Законодавством передбачено, що розміщення та обіг інвестиційних сертифікатів пайового фонду забороняється з моменту прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду [28]. Своєю чергою Положення № 2605 передбачає строки протягом яких повинен бути скликаний уповноважений орган КУА, який прийме рішення про ліквідацію пайового фонду. Так, наприклад, у разі, якщо підставою для ліквідації пайового фонду є анулювання ліцензії, виданої КУА, засідання уповноваженого органу повинно бути скликане протягом 10 днів з моменту набрання чинності відповідного рішення про анулювання ліцензії. Тобто, фактично, матимемо ситуацію, за якої ліцензія КУА анульована, а уповноважений орган компанії скликаний в межах законодавчо встановленого строку на десятий день, коли і прийнято рішення про ліквідацію. Торговців цінними паперами, які розміщують інвестиційні сертифікати такого пайового фонду повідомлено лише у день прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду. Відтак, можемо припустити, що підстава для ліквідації пайового фонду уже настала – ліцензію анульовано, проте інвестиційні сертифікати пайового фонду розміщуються ще протягом десяти днів, допоки торговці цінними паперами не будуть повідомлені про те, що прийнято рішення про ліквідацію пайового фонду. Торговець цінними паперами під час укладення договору про придбання цінних паперів ІСІ не зможе повідомити потенційного учасника пайового фонду про можливі ризики такого інвестування повною мірою в силу того, що він сам ще поінформований про те, що настали підстави для ліквідації пайового фонду.

Відтак, вважаємо, що розміщення та обіг інвестиційних сертифікатів повинен бути заборонений одразу ж після того, як настали підстави для прийняття

рішення про ліквідацію пайового фонду. Більш доцільним видається повідомляти торговців та інших заінтересованих осіб не тільки про те, що було ухвалено рішення про ліквідацію пайового фонду, але й також про те, що настали підстави для такої ліквідації. Це в першу чергу сприятиме захисту прав колективних інвесторів, які мають намір вкласти свої кошти у форму колективного інвестування, яка ефективно функціонує, а не має от-от припинитись.

В юридичній літературі висловлена точка зору про те, що встановлення заборони обігу цінних паперів пайового фонду після того, як виникли підстави для ліквідації пайового фонду є недоцільно, адже це ніяк не впливатиме на черговість розподілу активів такого фонду [42, с. 279]. Вказану позицію вважаємо спірною, адже незважаючи на те, що це не вплине на черговість розподілу активів пайового фонду, все ж, це може мати негативні наслідки для особи, яка придбаватиме такі інвестиційні папери. Так, у разі придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за певну суму, новий учасник пайового фонду, який ліквідується, ризикує втратити грошову суму, яка була ним витрачена за придбання інвестиційного сертифікату, або сума грошових коштів, які він отримає у разі ліквідації пайового буде істотно нижчою від тієї, за яку було придбано цінний папір. Адже вимоги учасників пайового фонду – власників інвестиційних сертифікатів задовольняються в останню чергу, після задоволення вимог трьох попередніх черг.

Слід зазначити, що зарубіжний досвід правового регулювання припинення інвестиційних фондів – аналогів національних пайових фондів у цьому контексті суттєво відрізняється. Так, відповідно до ч. 2 ст. 150 Закону Словенії «Про інвестиційні фонди та КУА» передбачається, що з моменту виникнення підстав для того, щоб розпочати процедуру ліквідації інвестиційного фонду, підписники на інвестиційні сертифікати не мають права приєднуватись до правил фонду, іншими словами набувати статусу учасників такого інвестиційного фонду. Водночас, декларації про приєднання до правил фонду, які отримані КУА після настання підстав для ліквідації фонду не мають юридичної сили [109]. У зв’язку з

цим пропонуємо ч. 5 ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року викласти у такій редакції

«5. З моменту виникнення передбачених законодавством підстав для ліквідації пайового фонду розміщення та обіг інвестиційних сертифікатів забороняється».

Іншим проблемним питанням, яке пов'язано із припиненням пайового фонду є необхідність обмеження вчинення КУА правочинів щодо майна, яке складає активи пайового фонду. Якщо встановлення заборони обігу та розміщення інвестиційних сертифікатів пайового фонду є необхідним для того щоб убезпечити права та інтереси інвесторів, які ще не придбали такий інвестиційний сертифікат, то виникає інше питання, яке стосується обсягу повноважень КУА щодо розпорядження активами пайового фонду. Ні Закон «Про ІСІ» від 2012 року ні Положення № 2605 не встановлює заборон щодо вчинення КУА будь-яких правочинів з майном, яке складає активи пайового фонду. На наш погляд, вказана законодавча прогалина, за умов коли втручання державного регулятора НКЦПФР у процес ліквідації пайового фонду обмежене, повинна бути усунута. Можливість вчинення КУА та ліквідаційною комісією правочинів щодо розпорядження активами, які входять до складу пайового фонду, повинна бути обмежена лише тими, які спрямовані на реалізацію таких активів, з метою їх подальшого розподілу відповідно до передбаченої законодавством черговості. Зокрема, цікавим у цьому контексті є досвід законодавчого регулювання Естонії, чий Закон «Про інвестиційні фонди» у ч. 3 ст. 181 передбачає, що під час ліквідації фонду, КУА має право вчиняти за рахунок пайового фонду лише ті правочини, які є необхідними для ліквідації такого фонду [167]. Подібне обмеження передбачено також і Законом Російської Федерації «Про інвестиційні фонди», де у п. 4 ст. 31 цього закону закріплено, що з моменту виникнення підстав для припинення пайового фонду не допускається розпорядження майном, яке складає активи цього фонду за винятком його реалізації та розподілу [40]. Таке ж обмеження передбачене і законодавством Словенії [109]. Вказане законодавче обмеження дозволяє уникнути будь-яких зловживань з боку ліквідаційної комісії чи КУА, які

проводять заходи щодо ліквідації пайового фонду. Відтак, пропонується доповнити ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року частиною 5-1 такого змісту:

«5-1 З моменту виникнення підстав для припинення функціонування пайового фонду забороняється вчинення правочинів щодо розпорядження активами пайового фонду за винятком тих, які спрямовані на реалізацію активів пайового фонду та розподілу отриманих від реалізації коштів, якщо інше не передбачено цим Законом»

Реалізація активів пайового фонду повинна бути здійснена не пізніше 150 календарних днів з наступного робочого дня з дати завершення строку опрацювання заявок на викуп інвестиційних сертифікатів, які надійшли від учасників пайового фонду.

Розмірковуючи про реалізацію активів пайового фонду, яка здійснюється ліквідаційною комісією, з урахуванням аналізу відповідного законодавчого регулювання, можемо констатувати, що чинне національне законодавство не регламентує спосіб, у який повинна здійснюватись реалізація активів пайового фонду. Очевидним є лише один висновок, про те, що така реалізація повинна здійснюватись на оплатній основі, адже, зокрема, у тексті Положення № 2605 вжито термін «продаж активів». Проте, законодавство детально не регламентує порядку здійснення такого продажу. За винятком одного застереження про те, що цінні папери, що знаходяться в активах пайового фонду та проходять процедуру лістингу, повинні реалізуватись виключно на фондовій біржі під час торговельної сесії [184]. Водночас, активи пайового фонду можуть складатись не тільки з цінних паперів, але також із нерухомого майна, банківських металів, майнових прав і вимог тощо. Так, якщо проаналізувати дані таблиці реалізації активів пайового фонду, яка є невід’ємною частиною звіту про результати ліквідації пайового фонду, можемо твердити, що ліквідаційна комісія реалізує нерухоме майно самостійно обирає покупця нерухомого майна, визначає вартість цього майна точно. Зокрема у таблиці повинні зазначатись відомості про: 1) найменування об’єкта нерухомого майна; 2) місцезнаходження об’єкта нерухомого майна; 3) балансова вартість; 4) остання оціночна вартість; 5) вартість

нерухомого майна за результатами продажу; 5) дата реалізації об’єкта нерухомого майна, а також 6) відомості про юридичну або фізичну особу, яка набула у власність вказане майно. Жодних інших даних у таблиці не зазначається.

У зв’язку з цим автор погоджується з думкою О. Р. Зайцева про те, що законодавчий підхід, згідно з яким ліквідатор пайового фонду вільний у виборі потенційних покупців активів, визначенні ціни та інших умов реалізації активів може призвести до зловживань. Пропонуючи шляхи вирішення цієї проблеми вчений пропонує передбачити за аналогією із процедурою банкрутства юридичних осіб, норму про те, що активи пайового фонду, які перевищують встановлену законодавством суму реалізуються виключно з використанням процедури відкритих торгів [42, с. 279]. З огляду на види майна, яке може становити активи пайового фонду, вважаємо що необхідно законодавчо визначити порядок реалізації активів пайового фонду ліквідаційною комісією, зокрема, шляхом проведення аукціону.

На наступний робочий день після того, як процедура реалізації активів пайового фонду буде завершена, або з дати підписання договору про розподіл інших, ніж кошти, активів пайового фонду з урахуванням витрат ліквідаційної комісії, складається баланс пайового фонду та довідку про вартість чистих пайового фонду.

Одним із важливих питань, яке повинно бути вирішене в процесі припинення пайового фонду є питання, пов’язане із розподілом активів, які входять до складу пайового фонду. Будь-який учасник пайового фонду зацікавлений, насамперед, у тому, щоб пайовий фонд ефективно функціонував, як форма спільного інвестування, а вартість чистих активів, з яких складається пайовий фонд, постійно зростала. Водночас, якщо постає питання про припинення пайового фонду, актуалізується проблема розподілу активів пайового фонду серед його учасників. В такому разі, інтерес учасника пайового фонду полягатиме в тому щоб отримати якомога більшу суму коштів в рахунок вартості належних йому інвестиційних сертифікатів пайового фонду. При цьому, враховуючи те, що усі розрахунки здійснює ліквідаційна комісія, важливо щоб розподіл активів

пайового фонду був проведений з дотриманням вимог чинного законодавства і права та законні інтереси учасників пайового фонду, пов'язані із здійсненням ними права спільної часткової власності на вказані активів були дотримані.

Закон «Про ІСІ» від 2012 року у ст. 47 передбачає черговість задоволення вимог за рахунок активів пайового фонду, якщо такий фонд ліквідується. Встановлення черговості задоволення вимог щодо активів пайового фонду у разі його припинення свідчить про те, що активів такого фонду може бути недостатньо для задоволення усіх вимог зацікавлених осіб. З огляду на це законодавчо закріплено правило, згідно з яким розподіл коштів, які були отримані в результаті реалізації активів пайового фонду здійснюється після повного задоволення вимог попередньої черги.

Варто відзначити певні відмінності, які існують при розподілі активів пайового фонду у разі, коли пайовий фонд був створений та внесений до ЄДРІСІ проте, випуск інвестиційних сертифікатів такого пайового фонду визнано таким, що не відбувся і застосовується спеціальна процедура припинення пайового фонду та за ситуації, коли пайовий фонд було сформовано як сукупність активів, досягнуто мінімального обсягу активів пайового фонду, проте пайовий фонд припиняється у зв'язку з наявністю законодавчих для цього підстав. Так, недосягнення пайовим фондом мінімального обсягу активів є підставою для визнання випуску інвестиційних сертифікатів таким, що не відбувся. В такому разі, усі кошти, які були отримані КУА пайового фонду в рахунок сплати вартості інвестиційних сертифікатів підлягають поверненню інвесторам – учасникам пайового фонду у місячний строк [28]. Зрозуміло, що в такому разі положення законодавчі положення, які встановлюють черговість розподілу активів пайового фонду у разі його ліквідації застосовуватись не будуть. Законодавством передбачено, що у разі, визнання випуску інвестиційних сертифікатів пайового фонду таким, що не відбувся всі залучені до пайового фонду кошти повинні бути повернені учасникам цього пайового фонду у місячний строк [181]. Вважаємо, що вказане законодавче положення не узгоджується з іншими нормами Закону

України «Про ІСІ» від 2012 року та положеннями відповідних підзаконних нормативних актів.

Так, законодавчо встановлено, що діяльність із спільного інвестування провадиться після внесення відомостей про ІСІ до ЄДРІСІ та отримання КУА пайового фонду відповідного свідоцтва про внесення пайового фонду до ЄДРІСІ. Діяльність із спільного інвестування це діяльність, яка здійснюється в інтересах інвесторів пайового фонду, за рахунок активів пайового фонду та полягає у вкладенні коштів залучених від інвесторів в активи ІСІ [28]. Проаналізувавши зміст форми Звіту про досягнення мінімального обсягу активів ІСІ, який КУА повинна подати до НКЦПФР [172], можемо побачити в наведеній формі звіту такі елементи, які формують склад активів пайового фонду, як: перелік інвестицій у цінні папери, перелік інвестицій в об’єкти нерухомого майна, грошові кошти на поточному та, або на депозитному рахунках, перелік інвестицій в банківські метали, інші інвестиції та дебіторська заборгованість. Згідно з буквальним тлумаченням норми ч. 6 ст. 55 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, саме кошти, які були отримані КУА пайового фонду повинні бути повернуті його учасникам. Водночас, як уже було встановлено, діяльність із спільного інвестування якраз і передбачає вкладення залучених коштів в активи пайового фонду. Відтак, для того, щоб КУА пайового фонду могла повернути інвесторам передані ними кошти, вказані активи повинні бути спочатку реалізовані. Стосовно цього, ані Закон «Про ІСІ» від 2012 року ані підзаконні нормативно-правові акти не місять ніяких застережень. Крім того, законодавством не передбачає з якого моменту повинен обраховуватись вказаний місячний строк. За логікою відповідного положення ч. 6 ст. 55 цього закону, цей строк повинен обчислюватись з дня отримання КУА повідомлення про визнання випуску інвестиційних сертифікатів пайового фонду таким, що не відбувся. Відтак, для того, щоб КУА могла повернути інвесторам кошти, вона повинна щонайменше стягнути дебіторську заборгованість пайового фонду, а для цього потрібно повідомити боржників, як і реалізувати шляхом відчуження відповідні активи, які складають портфель пайового фонду, а вже потім проводити розрахунки.

З огляду на це, вважаємо, що до процедури припинення пайового фонду, активи якого не досягли мінімального обсягу, що встановлений законом, повинні застосовуватись норми Положення № 2605, зокрема в контексті визначеного порядку реалізації активів пайового фонду, стягнення дебіторської заборгованості, тощо. Своєю чергою місячний строк для повернення коштів інвесторам пайового фонду, на думку автора дисертації, повинен обчислюватись з моменту складання балансу пайового фонду та довідки про вартість чистих активів фонду, що здійснюється КУА на наступний день після закінчення строку на проведення реалізації активів. Тобто, КУА повинна провести розрахунок з учасниками пайового фонду після того, як відповідні активи пайового фонду були реалізовані. Вочевидь в такому випадку для визначення суми коштів, яка підлягає поверненню власникам інвестиційних сертифікатів КУА використовуватиме розрахункову вартість інвестиційних сертифікатів. Водночас, вважаємо, що черговість розподілу коштів пайового фонду у випадку недосягнення мінімального обсягу активів пайового фонду буде відмінною, аніж у випадку ліквідації пайового фонду з інших підстав. Враховуючи те, що до моменту досягнення пайовим фондом мінімального обсягу активів приймаються лише заявки на придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду такої категорії учасників, які подали заявку на викуп інвестиційних сертифікатів і яка ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року віднесена до першої черги не існуватиме.

До моменту проведення розрахунків з інвесторами пайового фонду, КУА пайового фонду слід буде виконати комплекс зобов’язань за рахунок активів пайового фонду перед третіми особами – кредиторами. Так, якщо проаналізувати форму звіту про досягнення мінімального обсягу активів ІСІ можна побачити, що КУА повинна також вказати на розмір зобов’язань у гривневому еквіваленті, які виникли у процесі управління активами пайового фонду [172]. Тому, з огляду на це, вважаємо, що вимоги інвесторів щодо проведення розрахунків, повинні задовольнятись після виконання зобов’язань перед кредиторами КУА, якщо такі зобов’язання виникли у зв’язку з діяльністю, пов’язаною з управлінням активами пайового фонду.

Дискусійну точку зору, у цьому контексті, вважаємо висловив російський вчений О. Р. Зайцев Так, на думку вченого у разі, якщо пайовий фонд не було сформовано більш доцільним був би розподіл активів пайового фонду в натурі, а не реалізація активів за грошові кошти, які вже потім розподілятимуться між інвесторами. Таку тезу вчений обґрунтовує тим, що при формуванні активів закритого пайового фонду майно, яке було передано учасниками пайового фонду повинно залишатись у тому ж самому складі до моменту закінчення формування пайового фонду [42, с. 277]. Варто зазначити, що згідно положень п. 4 ч. 9 ст. 7 Закону «Про ІСІ» від 2012 року оплата інвестиційних сертифікатів біржового пайового фонду під час їх продажу або викупу емітентом може здійснюватись у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією такого пайового фонду [28]. Водночас, не можемо погодитись з тезою про те, що майно, яке буде передане учасниками пайового фонду у якості активів, залишатиметься у такому ж самому складі. Зокрема, з огляду на те, що КУА пайового фонду отримуватиме винагороду за свою діяльність, яка обчислюватиметься як відсоток від вартості чистих активів пайового фонду. Крім того, КУА повинна буде привести склад та структуру активів такого біржового фонду у відповідність до вимог, передбачених ч. 18 – 21 ст. 48 Закону «Про ІСІ» від 2012 року. Біржовим пайовим фондом може бути відкритий спеціалізований фонд, який належить до класу індексних фондів або до класу фондів банківських металів. Так, зокрема через шість місяців з дня реєстрації проспекту емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду структура активів спеціалізовано індексного фонду повинна одночасно відповідати таким вимогам: 1) вартість цінних паперів становить не менше 80 відсотків від загальної вартості активів пайового фонду та; 2) кількість цінних паперів, що входять до активів фонду, повинна бути пропорційною кількості цінних паперів, що входять до індексного кошика [28].

Також у разі припинення пайового фонду з підстав недосягнення мінімального обсягу активів, при здійсненні викупу інвестиційних сертифікатів використовуватиметься розрахункова вартість таких сертифікатів, а не номінальна вартість, яка існувала на момент їх розміщення, що свідчить про те,

що розрахункова вартість інвестиційного сертифікату може бути меншою за номінальну на момент отримання КУА повідомлення від НКЦПФР про визнання випуску інвестиційних сертифікатів таким, що не відбувся. Тому, на нашу думку, саме розподіл грошових коштів, а не активів пайового фонду в натурі, є найбільш оптимальним у разі проведення розрахунків з інвесторами при ліквідації пайового фонду з підстав недосягнення мінімального обсягу активів. Адже, саме частка активів визначена у грошовому еквіваленті найбільш точно відображає частку інвестора у пайовому фонді.

У разі ліквідації пайового фонду з підстав, визначених у ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року при розподілі активів пайового фонду застосовуватимуться положення ст. 47 цього закону, яка встановлює черговість розподілу активів [28].

До першої черги належать вимоги учасників пайового фонду, які подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду (крім закритих пайових фондів). Виокремлення цієї черги вимог, на нашу думку є необґрунтованим. Змоделюємо ситуацію, за якої власниками інвестиційних сертифікатів пайового фонду є невелика кількість осіб. Підставою для ліквідації пайового фонду стало анулювання ліцензії КУА. Відповідно до положень п. 1 ч. 2 ст. 76 Закону «Про ІСІ» від 2012 року КУА зобов’язана забезпечити розкриття на власному веб-сайті інформації про наявність ліцензії на провадження діяльності з управління активами із зазначенням серії та номера ліцензії, дати її видачі. Отже, КУА розмістила на власному веб-сайті інформацію про те, що її ліцензію анульовано. В подальшому КУА дається десятиденний строк на скликання свого уповноваженого органу, який прийме рішення про ліквідацію пайового фонду. Усі учасники пайового фонду дізнались про те, що ліцензію було анульовано і подали заявки на викуп належних їм інвестиційних сертифікатів [28]. З огляду на закріплену у п.1 ч.1 ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року норму вказані учасники пайового фонду будуть віднесені до першої черги. Очевидно, якщо усі активи, що становлять пайовий фонд належать учасникам на праві спільної часткової власності, то усі грошові кошти, які були отримані від реалізації активів пайового фонду, підлягатимуть

розподілу саме між цими учасниками у повному обсязі. В такому разі виникне питання, щодо того за рахунок яких засобів слід задовольнити вимоги кредиторів, які включені до третьої черги та сплатити обов'язкові платежі до Державного бюджету України. Вказана ситуація, на думку автора дисертації, унеможливить задоволення таких вимог кредиторів та сплату обов'язкових платежів до бюджету.

Якщо ми дотримуємось точки зору, згідно з якою з моменту виникнення підстав для ліквідації пайового фонду повинні бути заборонені розміщення та обіг інвестиційних сертифікатів, то так само з цього моменту повинна бути припинена процедура викупу інвестиційних сертифікатів, за винятком проведення викупу з метою проведення здійснення розрахунків з учасниками пайового фонду. Водночас, заявки на викуп, які були подані учасниками пайового фонду до моменту настання підстав для ліквідації пайового фонду повинні бути задоволені у першу чергу.

Наступною чергою є внесення обов'язкових платежів до Державного бюджету України. На аналізі цієї черги детально зупинятись не будемо, водночас вважаємо більш доцільним акцентувати на третій черзі вимог. В третю чергу задовольняються вимоги кредиторів КУА пайового фонду з погашення заборгованості, яка виникла у зв'язку з діяльністю пайового фонду, що ліквідується. На нашу думку, третя черга охоплює дві групи кредиторів. До першої групи слід віднести кредиторів КУА, які обслуговують діяльність пайового фонду, і чиї вимоги підлягають задоволенню за рахунок активів пайового фонду. До цієї групи належить банк який проводить операції з коштами, які входять до складу пайового фонду, зберігач активів пайового фонду, оцінювач майна пайового фонду, аудитор (аудиторська фірма) з якими КУА уклала відповідні договори. Другу групу кредиторів складають суб'єкти, з якими КУА вступала у правовідносини, при здійсненні управління активами пайового фонду, і на підставі договорів набувала відповідних прав та обов'язків. Це може бути, наприклад, позикодавець за договором позики, банк за кредитним договором. Водночас, в даному контексті варто зазначити, що законодавством передбачено ряд обмежень, які стосуються діяльності КУА, зокрема в контексті набуття

обов’язків за договорами. Зокрема, КУА пайового фонду заборонено брати позику або кредит, що підлягає поверненню за рахунок активів пайового фонду, в обсязі більш як 10 відсотків вартості чистих активів пайового фонду на строк понад три місяці з іншою метою, ніж використання цих коштів для викупу інвестиційних паперів пайового фонду [28].

Аналіз особливостей задоволення вимог кредиторів, вимоги яких включені до третьої черги дозволяє виокремити кілька питань, які, на думку автора дисертації чинним законодавством України про пайові фонди врегульовані недостатньо. Одне із таких питань пов’язане із часом виконання зобов’язань, які у КУА виникли по відношенню до кредиторів та яким чином на це впливає прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду. Зрозуміло, що на момент ухвалення рішення про ліквідацію пайового фонду строк виконання зобов’язань КУА за окремими договорами може бути таким, що ще не настав. У зв’язку з цим, ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року пропонуємо доповнити частиною п’ятою такого змісту:

«5. Кредитори можуть пред’явити вимоги до ліквідаційної комісії пайового фонду, що припиняється, протягом 30 днів з моменту прийняття рішення про припинення пайового фонду, за умови настання підстав, передбачених законом».

Дискусійним є також питання, пов’язане із задоволенням немайнових вимог кредиторів до КУА. Слід зазначити, що думки науковців стосовно цього питання розділились. На думку, В. В. Гущина та А. А. Овчинникова виплата грошових коштів кредиторам КУА за негрошовими зобов’язаннями є односторонньою зміною предмета та способу виконання зобов’язань. Так на їхню думку, кредитор за договором купівлі-продажу, який придбав пакет цінних паперів, що входять до складу активів пайового фонду, у разі припинення пайового фонду отримає у власність не цінні папери, а грошові кошти у сумі, яка не обов’язково відповідатиме сплаченій ним вартості цінних паперів [46, с. 423]. Такої ж думки дотримується Т. Т. Оксюк [170, с. 155]. Відтак, вказана група науковців пропонує законодавчо закріпити правило, згідно з яким обов’язки КУА, пов’язані із управлінням пайовим фондом повинні виконуватись відповідно до

передбачених умов, тобто, на їхню думку негрошові зобов'язання не повинні трансформуватись у грошові. З наведеною позицією не погоджується О. Р. Зайцев, який у своєму дисертаційному дослідженні вказав на те, що єдиним способом задовольнити вимоги усіх кредиторів у рівних частках є вираження цих вимог у грошовому еквіваленті та їх задоволення за допомогою грошових коштів. На підтвердження цієї тези О. Р. Зайцев вказує, що у разі, якщо допустити що грошові вимоги задовольняються за допомогою грошових коштів, а негрошові вимоги задовольняються за допомогою негрошових активів, виникне проблема розподілу недостатніх грошових коштів та недостатніх негрошових активів між кредиторами. Відтак, на його думку, з метою уникнення подібних проблем, доцільно проводити трансформацію негрошових вимог у грошові і при цьому сума трансформації повинна визначатись незалежним оцінювачем [42, с. 277 – 278]. Вважаємо, що позиція вченого О. Р. Зайцева видається більш обґрунтованою та поділяємо саме цю позицію. З аналізу ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року доходимо висновку, що вимоги кредиторів КУА задовольняються виключно у грошовій формі. Так, зокрема, однією з обов'язкових умов проведення розрахунків з учасниками пайового фонду іншими ніж грошові кошти активами може проводитись, якщо до складу активів пайового фонду входить сума коштів, яка є достатньою для задоволення вимог кредиторів і внесення обов'язкових платежів до Державного бюджету України.

Справді, якщо допустити ситуацію, за якої негрошові вимоги кредиторів КУА пайового фонду задовольнятимуться за допомогою негрошових активів, які входять до складу пайового фонду то таких активів може бути недостатньо. Або ж може виникнути інша ситуація за якої буде недостатньо коштів для задоволення грошових вимог кредиторів, так як негрошові активи було спрямовано на задоволення негрошових вимог кредиторів. На нашу думку, про виконання негрошових зобов'язань в натурі можна вести мову лише у випадку, якщо пайовий фонд продовжує своє функціонування. Водночас, у разі, якщо прийнято рішення про припинення пайового фонду то з метою задоволення вимог кредиторів у належний спосіб, їхні вимоги слід задовольняти за допомогою саме грошових

коштів, які входять до складу пайового фонду. При цьому, в даному випадку мова не йтиме про грошові виплати по негрошових зобов'язаннях, адже в такому разі негрошові вимоги підлягатимуть перетворенню у грошові вимоги, які своєю чергою задовольнятимуться за допомогою грошових коштів.

Іншим проблемним питання є питання задоволення вимог кредиторів КУА пайового фонду, які забезпечені заставою. Закон «Про ІСІ» від 2012 року не містить обмежень щодо можливості передання у заставу майна, яке становить активи пайового фонду. За винятком заборони корпоративного фонду передавати свої активи в заставу в інтересах третіх осіб (п. 2 ч.3 ст. 14). З наведеного можна зробити висновок, що активи пайового фонду можуть бути предметом застави, зокрема, іпотеки. Ані Закон «Про ІСІ» від 2012 року, ані підзаконні нормативно-правові акти, що прийнятті на його виконання не передбачають особливостей задоволення вимог кредиторів, які були забезпечені заставою. Фактично, кредитори, чиї вимоги забезпечені заставою, нарівні з іншими кредиторами включені до третьої черги. Вважаємо такий законодавчий підхід не зовсім виправданий. Так, як уже зазначалось, у разі ліквідації пайового фонду усі його активи підлягають реалізації за грошові кошти, які в подальшому будуть розподілені між заінтересованими особами (кредиторами, учасниками пайового фонду тощо) у порядку черговості. Згідно з положенням ч. 2 ст. 586 ЦК України заставодавець має право відчужувати предмет застави, передавати його в користування іншій особі або іншим чином розпоряджатися ним лише за згодою заставодержателя, якщо інше не встановлено договором. З урахуванням наведеного можемо припустити дві ситуації 1) договором застави, укладеним між КУА та кредитором передбачено право заставодавця реалізувати предмет застави без згоди на це заставодержателя, або 2) договором застави, укладеним між КУА та кредитором не передбачено можливості заставодавця реалізувати предмет застави без згоди на це заставодержателя, відтак, на таке розпорядження слід буде отримати згоду заставодержателя [52].

У цьому контексті варто погодитись із думкою О. Р. Зайцева про те, що відсутність законодавчої норми, яка б давала можливість виокремити кредиторів,

чиї вимоги забезпечені заставою, в окрему групу призводить до того, що грошові кошти, які були отримані в результаті реалізації активів пайового фонду підлягатимуть реалізації між усіма кредиторами на рівних умовах [42, с. 283]. За таких умов, вважаємо, втрачається правова цінність застави, як способу забезпечення вимог кредитора та його особливого статусу по відношенню до інших кредиторів, чиї вимоги не були забезпечені.

Ілюстративним у цьому контексті є законодавство України про банкрутство юридичних осіб, яке виділяє кредиторів, чиї вимоги забезпечені заставою майна в окрему категорію – «забезпечені кредитори», а грошові вимоги таких кредиторів є «забезпеченими вимогами» Вимоги забезпечених кредиторів задовольняються поза встановленою законодавством черговістю задоволення вимог кредиторів [212]. Аналогічні положення містяться в Кодексі України з процедур банкрутства, який набуде чинності 21.10.2019 р. [213]

Вважаємо, що вказаний законодавчий підхід щодо задоволення вимог кредиторів чиї вимоги забезпечені заставою, може бути застосований і в разі проведення розподілу активів пайового фонду при його ліквідації. А саме, пропонуємо щоб вимоги кредиторів, чиї вимоги забезпечені заставою задовольнялись позачергово. Відтак, у разі ліквідації пайового фонду, пропонуємо щоб кошти отримані реалізації активів пайового фонду, які перебувають у заставі, спрямовувались на задоволення вимог кредиторів, які є заставодержателями цих активів в межах заявлених вимог, які випливатимуть з основного зобов’язання. Активи пайового фонду, які перебувають у заставі повинні реалізовуватись шляхом проведення публічних торгів. Крім того, вважаємо за доцільне законодавчо закріпити максимальний розмір активів пайового фонду у відсотковому, які можуть бути предметом застави чи іпотеки, як спосіб забезпечення зобов’язань КУА при здійсненні нею діяльності з управління пайовим фондом, адже на сьогодні чинний Закон «Про ІСІ» від 2012 року такого не передбачає.

Проведення розподілу активів пайового фонду у разі його ліквідації може супроводжуватись ще однією проблемою, яка полягає у несвоєчасному заявленні

вимог кредиторами до ліквідаційної комісії пайового фонду. Так, протягом п'яти робочих днів з дати прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду ліквідаційна комісія повинна опублікувати в офіційному друкованому органі, зокрема, інформацію про порядок та строки пред'явлення вимог кредиторами. Очевидно, невиключною є ситуація, за якої один чи кілька кредиторів КУА не заявлять вчасно свої вимоги. Звичайно така ситуація значною мірою залежить від належного виконання ліквідаційною комісією вимог щодо інформування як кредиторів так і інших суб'єктів про те, що пайовий фонд ліквідується. Все ж, якщо допустити таку ситуацію, тоді, яким чином повинні задовольнятись вимоги кредиторів, які заявлені несвоєчасно. Ні Закон «Про ІСІ» від 2012 року ні підзаконні нормативно-правові акти не містять відповіді на це запитання. Положення № 2605 допускає можливість депонування грошових коштів, належних учасникам пайового фонду у разі, якщо такі учасники не подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів, або подали заявки на викуп, проте не звернулися за отриманням розрахунку у визначений у Повідомленні про розрахунки строк [184]. Щодо вимог кредиторів, які заявили свої вимоги несвоєчасно, законодавством такого правила не передбачено. Вважаємо, що процедура депонування грошових коштів може бути застосована і щодо вимог кредиторів, які несвоєчасно заявили про свої вимоги, водночас такі кредитори є відомими ліквідаційні комісії пайового фонду. З огляду на це, пропонуємо доповнити ч. 5 розділу ІІ Положення № 2605 абзацом третім такого змісту:

«У разі, якщо до закінчення строку на пред'явлення вимог до КУА пайового фонд не усі кредитори заявили про свої вимоги, ліквідаційна комісія здійснює депонування коштів, що залишилися після задоволення своєчасно пред'явлених вимог».

Варто вказати, що таке законодавче положення передбачено законодавством європейських країн. Зокрема, прикладом є норма ч. 2 ст. 187 Закону Естонської Республіки «Про інвестиційні фонди», якою передбачено таке: «якщо відомий кредитор не заявив вимогу, або якщо строк для виконання вимоги кредитора ще не настав, а кредитор не приймає виконання, грошові кошти,

належні кредиторові, депонуються на депозитний рахунок, відкритий у кредитній установі» [167].

Після задоволення вимог кредиторів, кошти які залишились від реалізації активів пайового фонду розподіляються між власниками інвестиційних сертифікатів пайового фонду пропорційно кількості належних їм сертифікатів [28].

Підставою для проведення розрахунків з учасником пайового фонду є подана інвестором заявка на викуп інвестиційних сертифікатів до ліквідаційної комісії. Крім того, з учасником пайового фонду укладається договір про викуп належних йому інвестиційних сертифікатів. Такого висновку можна дійти з огляду на положення п. 8 розділу VII Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ, затвердженого Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30.07.2013 р. № 1388, де передбачено, що подання заявки на викуп та укладення договору можуть здійснюватись із використанням електронного цифрового підпису, якщо це передбачено проспектом емісії [172]. Вочевидь, в даному нормативному положенні йдеться саме про договір про викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

Викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду, який відбувається у випадку його ліквідації наділений своїми особливостями у порівнянні із викупом зазначених цінних паперів за звичайних умов, коли пайовий фонд продовжує своє функціонування. По-перше заявки на викуп подаються до ліквідаційної комісії пайового фонду, а не до КУА чи торговців цінними паперами, з якими КУА укладено відповідні договори. По-друге, у разі викупу не застосовується знижка від розрахункової вартості інвестиційного сертифікату, як це має місце у разі викупу інвестиційних сертифікатів пайового фонду за звичайних умов, адже знижка, яка отримується при викупі, залишається у складі активів пайового фонду [172]. Ще однією особливістю викупу інвестиційних сертифікатів є те, що обов’язок ліквідаційної комісії здійснити такий викуп закріплений імперативно, на відміну від випадків придбання інвестиційних сертифікатів, де інвестор вільний у виборі пайових фондів так і контрагентів за договором. Вказана

особливість знайшла своє відображення і у судовій практиці. Так Верховний Суд України у своїй постанові від 21.10.2015 р. вказав на те, що «правовідносини із викупу інвестиційних сертифікатів виникли не у зв'язку із вільним волевиявленням сторін щодо вибору контрагента та умов договору, а з огляду на імперативність норм Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ від 09 січня 2003 року № 3 та регламентом Фонду, якими встановлено обов'язок ПрАТ "КУА АПФ «УкрСиб Ессет Менеджмент» викупити інвестиційні сертифікати у зв'язку з ліквідацією Фонду» [214].

За загальним правилом, розподілу між учасниками пайового фонду підлягатимуть грошові кошти, які були отримані за результатами реалізації активів пайового фонду. Водночас, Закон «Про ІСІ» від 2012 року передбачає також можливість проведення розрахунків з учасниками пайового фонду іншими, ніж грошові кошти, активами пайового фонду. Для того, щоб така можливість була реалізована необхідним є такий юридичний склад: 1) інвестиційні сертифікати пайового фонду розміщувались лише шляхом приватного розміщення; 2) регламентом передбачена можливість здійснення розрахунків з учасниками пайового фонду іншими, ніж кошти активами пайового фонду; 3) наявна згода усіх учасників пайового фонду на проведення розрахунків з ними іншими ніж грошові кошти активами пайового фонду; 4) у складі активів пайового фонду на момент прийняття рішення про його ліквідацію достатньо коштів для внесення обов'язкових платежів до Державного бюджету України та задоволення вимог кредиторів і такі кошти використовуватимуться саме для таких цілей. Для цього між ліквідаційною комісією та усіма учасниками пайового фонду укладається у письмовій формі договір про розподіл інших, ніж кошти активів пайового фонду. Законодавство не передбачає істотних умов, які повинні бути включені в такий договір. Водночас, з аналізу п. 4 розділу ІІІ Положення № 2605 випливає, що такий договір серед іншого повинен також містити відомості про таке: найменування емітентів, кількість, ціна, загальна вартість цінних паперів, коштів, майнових та немайнових прав, іншого майна, належного кожному учаснику пайового фонду [184]. При цьому законодавцем передбачено також, що

розподіл таких активів здійснюється пропорційно до кількості належних їм інвестиційних сертифікатів. Після укладення договору про розподіл інших ніж кошти активів пайового фонду, перерозподіл активів забороняється [28].

Під час ліквідації пайового фонду його учасники також мають право провести конвертацію належних їм інвестиційних сертифікатів пайового фонду, який ліквідується в інвестиційні сертифікати іншого пайового фонду, активи якого перебувають в управлінні тієї ж самої компанії. Для проведення конвертації інвестиційних сертифікатів, інвестор повинен у заявці на викуп інвестиційних сертифікатів вказати про конвертацію всіх або частини належних йому інвестиційних сертифікатів. Після початку процедури проведення розрахунків з учасниками пайового фонду, учасник фонду має право упродовж п’яти днів подати заявку на конвертацію належних йому інвестиційних сертифікатів [183].

Ліквідація пайового фонду потребує затрат грошових коштів на її проведення. Такі витрати здійснює ліквідаційна комісія пайового фонду. Очевидно, що такі витрати відшкодовуватимуться за рахунок активів пайового фонду. Водночас, ні Закон «Про ІСІ» від 2012 року ні підзаконні нормативно-правові акти не передбачають максимально допустимий розмір таких витрат, що є істотним недоліком у законодавчому регулюванні процедури припинення пайового фонду. Закон «Про ІСІ» від 2012 року взагалі не містить загадки про такі витрати, які і не включає їх у будь-яку з черг вимог, які підлягають задоволенню за рахунок активів пайового фонду. Лише Положення № 2605 містить згадку про те, що такі витрати виникають та відшкодовуються за рахунок активів пайового фонду. Зокрема, передбачено, що на наступний робочий день після дати закінчення реалізації активів пайового фонду або дати підписання договору про розподіл інших, ніж кошти, активів пайового фонду з урахуванням витрат ліквідаційної комісії, ліквідаційна комісія повинна скласти баланс пайового фонду та довідку про вартість чистих активів пайового фонду [184]. Як бачимо такі витрати все ж компенсуються за рахунок активів пайового фонду, іншими словами за рахунок майна, що становить спільну часткову власність інвесторів пайового фонду. Відтак, важливо, щоб законодавство передбачало максимальний розмір

таких витрат, які можуть відшкодовуватись за рахунок активів пайового фонду. Це дасть змогу уникнути зловживань з боку ліквідаційної комісії та збалансувати розмір цих витрат. Крім того, вказані витрати повинні бути відображені у черговості вимог, яка передбачена у ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року.

Слід зазначити, що цікавим у цьому контексті є відповідний зарубіжний досвід законодавчого регулювання. Зокрема, Законом Естонської Республіки «Про Інвестиційні фонди» передбачено, що відшкодуванню підлягають лише фактичні витрати, пов’язані з ліквідацією інвестиційного фонду. Розмір таких витрат не повинен перевищувати 2 відсотків від вартості чистих активів фонду, яка обчислюється на день прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду. Якщо ж фактичні витрати перевищують вказаний розмір, то сума, яка перевищує відшкодовується за рахунок КУА [167]. Законом «Про Інвестиційні фонди» Російської Федерації передбачено, що розмір винагороди за проведення ліквідації пайового фонду не повинен перевищувати 3 відсотків від вартості активів пайового фонду [40]. Граничний розмір витрат, пов'язаних із ліквідацією пайового фонду передбачений також законодавством Казахстану і не повинен перевищувати 5 відсотків від суми коштів, отриманих в результаті реалізації активів пайового фонду [165].

На підставі проведеного аналізу особливостей розподілу активів пайового фонду при його ліквідації пропонуємо внести такі зміни до ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року, а саме викласти ч.1 ст. 47 в такій редакції:

«1. У разі припинення функціонування пайового фонду його активи реалізуються за кошти в строки встановлені Комісією, отримані від реалізації, розподіляються у такій черговості:

1) здійснюються виплати учасникам пайового фонду, які подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту виникнення підстав для ліквідації пайового фонду (крім закритих пайових фондів);

2) здійснюються обов’язкові платежі до Державного бюджету України;

3) задовольняються вимоги кредиторів КУА з погашенням заборгованості, яка виникла у зв’язку з діяльністю пайового фонду, що

ліквідується, у тому числі вимоги зберігача, оцінювача, аудитора (аудиторської фірми);

4) відшкодовуються фактичні витрати ліквідаційної комісії, пов'язані з припиненням функціонування пайового фонду у розмірі не більше 2 відсотків від вартості чистих активів пайового фонду, яка обчислюється станом на день прийняття рішення про припинення пайового фонду.

5) розподіляються кошти між учасниками пайового фонду пропорційно кількості інвестиційних сертифікатів пайового фонду, що їм належать, у порядку встановленому Комісією».

Висновки до розділу 3

1. Проаналізовано підстави припинення пайового фонду, які запропоновано поділяти на дві групи. Перша група підстав, передбачена пп. 1, 2, 3 ч. 2 ст. 46 та ч. 6 ст. 55 Закону «Про ІСІ» від 2012 року стосується самого пайового фонду як форми спільного інвестування. До другої групи можна віднести підстави, які зумовлені правовим статусом суб'єктів, які забезпечують функціонування пайового фонду.

2. Пайовий фонд як форма спільного інвестування починає функціонувати за умови настання сукупності юридичних фактів, які становлять юридичний склад, а саме: реєстрація пайового фонду в ЄДРІСІ, реєстрація проспекту емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду та придбання хоча б одного інвестиційного сертифіката такого пайового фонду. За умов якщо проспект емісії інвестиційних сертифікатів пайового фонду не було зареєстровано протягом одного року з дня реєстрації пайового фонду в ЄДРІСІ, говорити про припинення пайового фонду як форми спільного інвестування недоцільно, адже відсутній такий суб'єкт як інвестор, який придбав інвестиційний сертифікат. Власне, з цієї причини, пайовий фонд в такому випадку припиняється без створення ліквідаційної комісії.

3. Якщо внаслідок викупу інвестиційних сертифікатів пайового фонду, вартість активів пайового фонду стане меншою за мінімальний обсяг активів, то активи пайового фонду підлягатимуть реалізації та подальшому розподілу між учасниками пайового фонду в обмін на належну їм кількість інвестиційних сертифікатів, а сам пайовий фонд функціонувати не припинить. КУА зможе здійснити вторинне розміщення уже викуплених нею інвестиційних сертифікатів і таким чином сформувати склад активів пайового фонду з дотриманням вимог щодо мінімального їх обсягу. Відтак, до вказаної ситуації повинна застосовуватись норма про шестимісячний строк для досягнення КУА пайового фонду мінімального обсягу активів.

4. Обґрунтовано необхідність законодавчого закріплення можливості заміни КУА. З'ясовано, що законодавством зарубіжних країн припинення пайового фонду розглядається як крайній захід, який проводиться за умов неможливості заміни КУА. Заміна КУА, на думку автора дисертації, є дієвим інструментом, що дає змогу забезпечити продовження функціонування інвестиційного фонду, насамперед у тих випадках, коли існує позитивна динаміка щодо зростання вартості його чистих активів і отримання інвесторами прибутку.

5. В Законі «Про ІСІ» від 2012 року запропоновано виокремити підстави для заміни КУА пайового фонду. Зокрема до підстав заміни КУА автор пропонує віднести: 1) КУА укладено договір про передання зобов'язань щодо управління пайовим фондом іншій КУА; 2) анульовано ліцензію, видану КУА на провадження діяльності з управління активами інституційних інвесторів; 3) розпочато процедуру ліквідації КУА.

6. За законодавством зарубіжних країн ліквідація інвестиційного фонду вважається крайнім заходом, який вживається лише за умов, якщо забезпечити продовження пайового фонду неможливо. Особливо актуальним це питання стає у зв'язку із існуванням у законодавстві України підстав для припинення пайового фонду, які пов'язані зі зміною спеціального правового статусу КУА у разі анулювання виданої їй ліцензії. Однією з підстав для анулювання ліцензії КУА є заява такої компанії про анулювання ліцензії. В такому разі, якщо прийнятого

рішення про анулювання ліцензії, пайовий фонд підлягатиме ліквідації, незважаючи на те, що динаміка зростання вартості чистих активів такого фонду є позитивною.

7. Процес припинення пайового фонду запропоновано поділяти на три етапи: 1) підготовчий – вживається комплекс заходів, які повинні бути вжиті уповноваженим органом КУА та пов'язаний із власне прийняттям рішення про ліквідацію пайового фонду та створення ліквідаційної комісії; 2) основний - пов'язаний із функціонуванням ліквідаційної комісії пайового фонду та охоплює, зокрема, проведення розрахунків з учасниками пайового фонду; 3) завершальний - пов'язаний з комплексом заходів, які ліквідаційна комісія повинна здійснити з метою виключення пайового фонду з ЄДРІСІ.

8. Необхідно законодавчо закріпити заборону розміщення та обігу інвестиційних сертифікатів пайового фонду з моменту настання підстав для прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду. Торговців цінними паперами, учасників пайового фонду, а також інших заінтересованих осіб слід повідомляти не тільки про те, що було ухвалено рішення про ліквідацію пайового фонду, але й також про підстави для такої ліквідації.

9. Закон «Про ІСІ» від 2012 року не містить обмеження щодо розпорядження активами пайового фонду у разі його ліквідації, яке здійснюється КУА. Аргументовано необхідність доповнення ст. 46 Закону «Про ІСІ» від 2012 року частиною 5-1 такого змісту:

«5-1 З моменту виникнення підстав для ліквідації пайового фонду забороняється вчинення правочинів щодо розпорядження активами пайового фонду за винятком тих, які спрямовані на реалізацію активів пайового фонду та розподілу отриманих від реалізації коштів, якщо інше не передбачено цим Законом».

10. Чинне національне законодавство не регламентує спосіб, у який повинна здійснюватись реалізація активів пайового фонду. Існує лише застереження про те, що цінні папери, що знаходяться в активах пайового фонду та перебувають у лістингу, повинні реалізуватись виключно на фондовій біржі під

час торговельної сесії. З огляду на те, що до складу пайового фонду можуть входити різні види активів, обґрунтовано необхідність законодавчо визначити порядок реалізації інших активів пайового фонду ліквідаційною комісією, зокрема, шляхом проведення аукціону.

11. Проаналізовано черговість вимог, які задовольняються за рахунок активів пайового фонду у разі його ліквідації. Встановлено недоцільність виокремлення першою чергою учасників пайового фонду, які подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту прийняття рішення про ліквідацію пайового фонду, оскільки це унеможливлює в деяких випадках проведення розрахунків із кредиторами КУА та внесення обов'язкових платежів до Державного бюджету України.

12. Обґрунтовано необхідність додатково врегулювати випадки коли, строк виконання зобов'язань КУА за окремими договорами є таким, що ще не настав. У зв'язку з цим, ст. 47 Закону «Про ІСІ» від 2012 року запропоновано доповнити частиною п'ятою такого змісту:

«5. Кредитори можуть пред'явити вимоги до ліквідаційної комісії пайового фонду, що припиняється, протягом 30 днів з моменту прийняття рішення про припинення пайового фонду, за умови настання підстав, передбачених законом».

13. Закон «Про ІСІ» від 2012 року встановлює, що вимоги кредиторів, забезпечені заставою задовольняються нарівні з іншими вимогами кредитів. Це призводить до нівелювання правового значення інституту застави, як виду забезпечення виконання зобов'язань. Вимоги кредиторів, чиї вимоги забезпечені заставою повинні задовольнятися позачергово за рахунок майна, яке перебуває в заставі.

14. З метою врегулювання ситуацій несвоєчасного заявлення вимог кредиторами, обґрунтовано необхідність застосування механізму депонування коштів. Пропонується ч. 5 розділу ІІ Положення № 2605 абзацом третім такого змісту:

«У разі, якщо до закінчення строку на пред'явлення вимог до КУА пайового фонд не усі кредитори заявили про свої вимоги, ліквідаційна комісія

здійснює депонування коштів, що залишилися після задоволення своєчасно пред’явлених вимог».

15. Необхідно законодавчо визначити обсяг витрат, які пов’язані із проведенням ліквідації пайового фонду та відшкодовуються ліквідаційній комісії за рахунок активів пайового фонду на рівні не більше 2 відсотків від вартості чистих активів пайового фонду станом на день прийняття рішення про припинення пайового фонду.

ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення проблем правового регулювання відносин, пов’язаних із функціонуванням пайового фонду як форми спільного інвестування. За результатами проведеного дослідження були сформульовані такі основні висновки:

1. Становлення пайових фондів на території України відбувалось у чотири основні етапи: перший етап (1994–2000 рр.) – зародження форм спільного 13 інвестування в Україні; другий етап (2001–2007 рр.) – становлення пайових фондів, поступове збільшення кількості колективних інвесторів – учасників пайових фондів; третій етап (2008–2013 рр.) – відбувається удосконалення нормативно-правової бази у сфері спільного інвестування з метою забезпечення прозорості функціонування пайових фондів; четвертий етап (2014 р. – по сьогодні) – характеризується законодавчими змінами у галузі спільного інвестування, які спрямовані на наближення національного законодавства у цій сфері до права ЄС, та удосконалення способів захисту прав та законних інтересів інвесторів інститутів спільного інвестування.

2. Пайовий фонд не є суб’єктом правовідносин. Пайовий фонд позбавлений процесуальної правосуб’єктності, адже не може виступати позивачем або відповідачем у суді. Процесуальну правосуб’єктність від свого імені, проте в інтересах учасників пайового фонду, реалізує КУА пайового фонду. Пайовий фонд не може виступати відокремленим підрозділом КУА, оскільки не містить істотних ознак відокремленого підрозділу. Зокрема, пайовий фонд не має свого місцезнаходження, він не виконує роботи і не надає послуги від імені юридичної особи, як і не здійснює представництво чи захист інтересів юридичної особи.

3. Поняття «пайового фонду» можна окреслити як передбачену законодавством форму спільного інвестування, яка полягає у залученні та об’єднанні грошових коштів колективних інвесторів у єдиний фонд без створення

юридичної особи для подальшого вкладення цих коштів в об’єкти інвестування з метою отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту.

4. Здійснення спільного інвестування шляхом участі у пайовому фонді може здійснюватись з метою досягнення соціального ефекту. Соціально-орієнтований пайовий фонд – це пайовий фонд, одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту задля задоволення суспільних потреб.

5. Законодавством України, яке визначає особливості спільного інвестування, передбачено лише укладення договору про придбання цінних паперів інституту спільного інвестування, який припиняє свою дію належним його виконанням, а саме – сплатою інвестором коштів за придбання інвестиційних сертифікатів та зарахуванням придбаних інвестиційних сертифікатів на рахунок інвестора. Договір про придбання цінних паперів пайового фонду не може регламентувати зміст договірних відносин щодо управління активами між КУА та учасниками пайового фонду, а лише опосередковує процес приєднання інвесторів пайового фонду до договору про управління пайовим фондом.

6. Запропоновано удосконалити порядок надання інформації інвесторам про особливості інвестування у пайовому фонді шляхом запровадження поняття «ключова інформація для інвестора». З огляду на це, слід доповнити ст. 52 Закону України «Про інститути спільного інвестування» ч. 2-1 такого змісту:

«2-1 Невід’ємною частиною проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування є відомості, які становлять «ключову інформацію для інвестора».

«Ключова інформація для інвестора» – це письмовий документ, який надається інвесторові перед укладенням договору про придбання цінних паперів інституту спільного інвестування, містить основну інформацію про умови здійснення інвестування і пов’язані із цим ризики для інвестора та покликаний сприяти інвесторові в ухваленні ним рішення щодо участі в інституті спільного інвестування».

7. Прийняття пропозиції на укладення договору про управління пайовим фондом здійснюється шляхом вкладення інвестором грошей у пайовий фонд в рахунок оплати вартості інвестиційних сертифікатів пайового фонду за договором про придбання інвестиційних сертифікатів. Учасник пайового фонду вважатиметься таким, що приєднався до договору про управління пайовим фондом з моменту зарахування прав на інвестиційні сертифікати на рахунок учасника пайового фонду.

8. У процесі функціонування пайового фонду запропоновано виділяти дві групи правовідносин, а саме: правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді.

9. Учасники пайового фонду виступають колективними інвесторами, адже безпосередньо не здійснюють вкладення активів пайового фонду в об’єкти інвестування. Іншим суб’єктом цих правовідносин є КУА, яка є інституційним інвестором та здійснює діяльність із спільного інвестування.

10. Пайовий фонд у правовідносинах з реалізації інвестицій виступає формою спільного інвестування. З огляду на це, запропоновано ст. 2 Закону України «Про інвестиційну діяльність» доповнити абз. 2 ч. 6 виклавши його в такій редакції:

«Формою спільного інвестування, передбаченою цим Законом або іншими законодавчими актами України, є механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів і їх об’єднання в єдиний фонд з метою подальшого вкладення цих коштів в об’єкти інвестування для отримання прибутку та/або досягнення соціального ефекту.

Спільне інвестування може здійснюватись у формі участі в інститутах спільного інвестування, фондах операцій з нерухомістю, фондах фінансування будівництва, недержавних пенсійних фондах та інших формах передбачених законом».

11. Грошові кошти, які передаються КУА, не стають її власністю, адже, такі грошові кошти та активи, що становлять пайовий фонд, підлягають юридичному і фактичному відокремленню від майна КУА. Грошові кошти у випадку

функціонування пайового фонду виступають засобом, який дає можливість сформувати пайовий фонд, шляхом придбання учасниками пайового фонду інвестиційних сертифікатів.

Автором запропоновано відповідні зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування» з метою закріплення правової конструкції договору про управління пайовим фондом. Зокрема, Закон України «Про інститути спільного інвестування» пропонується доповнити ст. 41-1 такого змісту:

«Стаття 41-1 Договір про управління пайовим фондом»

6. За договором про управління пайовим фондом одна сторона (інвестор) шляхом придбання інвестиційних сертифікатів передає грошові кошти другій стороні (КУА), а друга сторона за винагороду зобов'язується сформувати пайовий фонд за рахунок залучених коштів інвесторів, здійснювати діяльність із спільного інвестування і професійне управління активами пайового фонду в інтересах інвесторів з метою одержання прибутку та/або досягнення іншого соціального ефекту відповідно до умов договору та чинного законодавства.

7. Договір про управління пайовим фондом є договором приєднання, умови якого визначаються КУА. Умови договору про управління пайовим фондом приймаються інвестором шляхом приєднання до договору в цілому.

8. Приєднання до договору про управління пайовим фондом відбувається шляхом набуття інвестором у власність інвестиційних сертифікатів пайового фонду, емітентом яких є КУА, за договором про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

9. Учасник пайового фонду вважатиметься таким, що приєднався до договору про управління пайовим фондом з моменту зарахування прав на інвестиційні сертифікати на рахунок учасника пайового фонду.

10. Договір про управління пайовим фондом припиняється у разі припинення функціонування пайового фонду».

12. Інвестуючи грошові кошти в обмін на інвестиційні сертифікати пайового фонду, учасники такого пайового фонду, зберігаючи своє право спільної часткової власності на активи пайового фонду, передають КУА повноваження, які

становлять зміст права спільної часткової власності і полягають у здійсненні професійного управління активами пайового фонду.

13. Аргументовано потребу законодавчого закріплення граничного розміру витрат, які пов’язані із проведенням заходів щодо припинення функціонування пайового фонду та відшкодовуються ліквідаційній комісії за рахунок активів пайового фонду на рівні не більше 2 відсотків від вартості чистих активів пайового фонду, яка обчислюється станом на день прийняття рішення про припинення функціонування пайового фонду.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Kirsch C. E., Strench L. B. Introduction to mutual Funds. *Mutual Fund Regulation*. 2012. No.2. P. 6 – 28.
2. Markham J. W. Mutual Funds Scandals - Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments. *FIU Legal Studies Research Paper Series*. 2010. P. 67 – 155.
3. Проблемы общей теории права и государства / Под общ. ред. В. С. Нерсесянца. Москва: Норма-Инфра-М, 1999. 832 с.
4. Желєзов О. Є. Становлення та розвиток ІСІ в країнах Західної Європи, США і Україні (історико-правовий аспект): автореф. дис. … канд. юр. наук. Харків, 2012. 20 с.
5. Rounds C. Publicly Traded Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures. *New York University Journal of Law & Business*. 2007. pp. 473 – 518.
6. Клапатий Д. Й. Інвестиційні фонди договірного типу: історія та сучасний стан розвитку. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія "Право". 2013. №22. С. 235 – 240.
7. Лахно П., Бирюков П. Траст – новый институт российского права. *Хозяйство и право*. 1995. №2. С. 33 – 44.
8. Warburton A. J. Should Mutual Funds Be Corporations? A Legal & Econometric Analysis. *The Journal of Corporation Law*. 2008. No. 3. P. 746 – 776.
9. Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу: Директива Ради ЄЕС від 20.12.1985 р. URL: http://zakon3.rada.gov.ua/ (дата звернення: 25.06.2017).
10. Луць Л. А. Загальна теорія держави та права: Навчально-методичний посібник (за кредитно-модульною системою). Київ: Атіка, 2007. 412 с.
11. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: Указ Президента України від 19.02.94. № 55/94. URL: http://www.rada.gov.ua (дата звернення: 17.05.2018).

12. Про приватизацію майна державних підприємств: Закон України від 18.09.1992 р. № 2623-XII. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2164-12 (дата звернення: 08.09.2016).

13. Hagopian M. J. The Engines of Privatization: Investment Funds and Fund legislation in Privatizing Economies. *Northwestern Journal of International Law & Business.*1994. No. 1. P.75 – 104.

14. Слободян О. А. Правові аспекти становлення пайових інвестиційних фондів в Україні. *Держава і право: Збірник наукових праць. Юридичні і політичні науки.* 2010. №48. С. 389 –395.

15. Вергун В. А., Ступницький О. І., Коверда В. М., Волковинська Т. В. Інститути спільного інвестування в умовах глобалізації світових фінансових ринків. Київ: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2009. 512 с.

16. Масова приватизація: «за» і «проти». Фондом держмайна підведено підсумки реформування економіки в 1996 році. URL: http://investgazeta. delo. ua/ekonomika/masova-privatizacija-za-i-prot-255962 (дата звернення: 12.10.2016).

17. Положення про центри сертифікатних аукціонів, затверджене Постановою Кабінету Міністрів України від 24.02.1995 р. № 144. URL: http://zakon0.rada.gov.ua (дата звернення: 16.02.2017).

18. Узагальнення Верховного Суду України судової практики в кримінальних справах про злочини посадових осіб довірчих, страхових товариств та інших небанківських структур, які залучали кошти громадян від 01.11.1999 р. URL: http://zakon3.rada.gov.ua (дата звернення: 04.07.2017).

19. Про результати комплексних перевірок діяльності довірчих товариств: Постанова Кабінету Міністрів України від 01.11.1995 р. № 873. URL: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/873-95-%D0%BF (дата звернення: 07.09.2017).

20. Про заходи щодо забезпечення прав громадян на використання приватизаційних майнових сертифікатів: Указ Президента України від 26.11.1994 р. № 699/94. URL: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/699/94 (дата звернення: 07.09.2017).

21. Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році: Указ Президента України від 30.10.1999 р. № 1415/99. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1415/99 (дата звернення: 07.09.2017).

22. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.01. № 2299-III. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2299-14 (дата звернення: 07.04.2018).

23. Лукинская М. Правове регулирование инвестиционной деятельности в Європейском Союзе: монография. Москва: Норма: ИНФРА-М, 2013. 224 с.

24. Ноель М., Кантур З., Пригожина А, Рутледж С., Фурсова О. Розвиток небанківських фінансових установ в Україні. Стратегія реформування політики і план дій. Вашингтон, 2006. 141 с.

25. Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України: Указ Президента України від 26.03.2001 р. № 198/2001.URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/198/2001 (дата звернення: 07.04.2018).

26. Звіт про роботу Української асоціації інвестиційного бізнесу у 2002. URL: http://www.uaib.com.ua/about_uaib/vectors/about_association.html (дата звернення: 26.05.2018).

27. Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»: Закон України від 18.12.2008 р. № 693-VI. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/693-17 (дата звернення: 26.05.2018).

28. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 р. № 5080-VI. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17 (дата звернення: 26.05.2018).

29. Слободян О. А. Коментар до Закону України «Про інститути спільного інвестування». URL: http://salex-lcc.com.ua/17-k2/96-komentar-do-zakonu-ukrainy-pro-instytuty-spilnoho-investuvan (дата звернення: 27.05.2018).

30. Бобров Е. В. Гражданско-правовое регулирование деятельности инвестистиционных фондов в Российской Федерации: дис. …канд. юр. наук. Москва, 2010. 193 с.

31. Венедіктова І. В. Договір довірчого управління майном в Україні. Харків: Консум, 2004. 216 с.

32. Слободян О. А. Цивільно-правове регулювання управління пайовим інвестиційним фондом: автореф. дис. …канд. юр. наук. Київ, 2013. 22 с.

33. Желєзов О. Є. Роль державно-правового регулювання у становленні та розвитку ІСІ в Україні (історико-правовий аспект). URL: http://www .pravo znavec .com.ua/period/articl (дата звернення: 07.09.2018).

34. Угода про Асоціацію між Україною, з однієї сторони та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 27.06.2014 р. URL: https:// zakon.rada.gov .ua/laws /show/984_011 (дата звернення: 07.09.2018).

35. Суходубова І. В. Особливості адаптації законодавства України у контексті її інтеграції у Європейський Союз. URL: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/FP_ index.htm _ 20 13_3_10 (дата звернення: 07.09.2018).

36. Стефанчук Р. О., Білоусов Ю. В., Бондаренко-Зелінська Н.Л. Цивільне законодавство України в контексті розвитку Європейського приватного права: монографія. Київ: Ред. журн. ПравоУкраїни. 2012. 296 с.

37. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). URL: http://files.irishfunds.ie/1433409093-UCITS-IV-Directive-2009-65-EC-Consolidated-text-.pdf (дата звернення: 07.09.2017).

38. Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions. URL: https://www.cssf.lu/fileadmin/files/ Publications/Communiques/ Communiques_2014/PR1448_UCITS_V_020914.pdf (дата звернення: 07.09.2017).

39. Council Directive 93/13/EEC of 5 April 1993 on unfair terms in consumer contracts. URL:http://eurlex.europa. eu/LexUriServ/LexUriServ .do?uri= CELEX: 31993L0013:en:HTML (дата звернення: 07.09.2017).

40. Закон Российской Федерации «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 N 156-ФЗ). URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157068/ (дата звернення: 07.09.2017).

41. Лебедев В. Н. Особенности гражданско-правового положения инвестиционных фондов в Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 Москва, 2002. 200 с. .

42. Зайцев О. Р. Договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом: дис. …канд. юр. наук. Москва, 2005. 383 с.

43. Белов В. А. Имущественные комплексы. Москва: АО «Центр ЮрИнфорР», 2004. 238 с.

44. Гражданское право. В 4 т. Т. 2. Вещное право. Наследственное право. Исключительные права. Личные неимущественные права. Москва: Волтерс Клувер, 2005. 496 с.

45. Фархутдинов И. З. Инвестиционное право: учеб.-практ. пособие. Москва: Волтерс Клувер, 2006. 206 с.

46. Гущин В. В., Овчинников А. А. Инвестиционное право. Москва: Эксмо, 2009. 624 с.

47. Плющев М. В. Инвестиционный пай с позиций бездокументарной ценной бумаги. *Хозяйство и право.* 2004. №5. С. 52 – 60.

48. Віхров С. О. Пайовий інвестиційний фонд як нетиповий суб’єкт господарювання. URL: http://www.hozpravo. com.ua/conferences /arhiv /uchastnik.php? ELEMENT_ID=700&ID=724 (дата звернення: 07.09.2017).

49. Иванова Е. В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов (вопроси теории и практики): дис. …канд. юр. наук. Москва, 2009. 192 с.

50. Лаптева А. М. Имущественные комплексы в коммерческом обороте: автореф. дис. канд. юрид. наук. Санкт-Петербург, 2010. 29 с.

51. Плющев М. М. Правовая природа паевого инвестиционного фонда и инвестиционного пая: дис. …канд. юрид. наук. Ростов на Дону, 2005. 207 с.

52. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 40. Ст. 356 .

53. Герц А. А. Іпотека підприємства як єдиного майнового комплексу: автореф. дис. … канд. юр. наук. Львів, 2006. 17 с.

54. Ефимова Ю. С. Паевой инвестиционный фонд как объект гражданских прав. *Академический юридический журнал.* 2012. №1. С. 24–29.

55. Спасибо-Фатєєва І. В. Підприємство як єдиний майновий комплекс. Мала енциклопедія нотаріуса. 2010. №6. С. 93 – 104.

56. Гражданское право. В 4 т. Т. 1. Общая часть. Отв. ред. Е.А. Суханов. 3-е изд., перераб. и доп. Москва: Волтерс Клувер, 2007. 720 с.

57. Слободян О. А. Цивільно-правове регулювання управління пайовим інвестиційним фондом: дис. …канд. юр. наук. Київ, 2013. 213 с.

58. Науково-практичний коментар цивільного кодексу України. Вид. 2, змінене і доп. / За ред. В.М. Коссака. Київ: Істина, 2008. 992 с.

59. Цивільне право України: Академічний курс: Підруч: У двох томах / За заг. ред. Я.М. Шевченко. Т.1. Загальна частина. Київ: Концерн «Видавничий Дім «Ін Юре», 2006. 520 с.

60. Курбатов А. Я. Соотношение понятий «имущество» и «активы» в российском праве. *Хозяйство и право*. 2005. №4. С. 109 – 121.

61. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16.07.1999 р. *Відомості Верховної Ради України*. 1999. № 40. Ст. 365.

62. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення: Закон України від 14.10.2014 р. № 1702-VII.URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1702-18 (дата звернення: 10.09.2018).

63. Про затвердження Положення про склад та структуру активів ІСІ від 10.09.2013 р. № 1753. *Офіційний вісник України*. 2013. № 79. Ст. 2949 .

64. Слободян О. А. Пайовий інвестиційний фонд – активи чи майно? *Право і суспільство*. 2012. №1. С. 148 – 154.

65. Спасибо-Фатєєва І. В. Поняття майна, майнових та корпоративних прав як об'єктів права власності. *Українське комерційне право*. 2004. №5. С. 9 – 18.

66. Цікало В. І. Корпоративні права: поняття, ознаки та класифікація. *Право України*. 2010. №11. С. 102 – 111.

67. Господарський кодекс України від 16.01.2003 р. № 436-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 18. Ст. 144.

68. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2008. № 50. Ст. 384.

69. Спасибо-Фатєєва І. В. Дуденко Т. В. Правова природа майнових і корпоративних прав, їх оборотоздатність та деякі аспекти застави. *Юридичний радник*. 2005. №2. С. 26 – 30.

70. Клапатий Д. Й. Поняття пайового інвестиційного фонду. *Актуальні проблеми держави і права. Збірник наукових праць*. 2014. №72. С. 212 – 218.

71. Игнатьева Е. А. О соотношении понятий «актив», «собственность», «имущество» в российском праве. *Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 5, Юриспруденция*. 2011. № 2 (15). С. 204 – 209.

72. Investmentgesetz vom 15 Dezember2003. URL: http://bvai. de/fileadmin /PDFs /DE/Reg._Rahmenbedingungen_Stellungnahmen/Investmentrecht/InvG_01.pdf (дата звернення: 10.09.2018).

73. The Collective Investment in Transferable Securities (Contractual Scheme) Regulations// Financial Services and Markets. 2013 No. 1388. URL: http://www.legislation.gov.uk (дата звернення: 10.09.2018).

74. Майданик Р.А. Природа довірчої власності як особливого об'єкта цивільних прав за законодавством України. *Бюлетень Міністерства юстиції України*. 2005. № 8 (46). С. 16–25.

75. Господарське право: підручник. О. П. Подцерковний, О. О. Квасніцька, А. В. Смітюх та ін. За ред. О. П. Подцерковного. Харків: Одіссей, 2010. 640 с.

76. Харитонов Є. О. Харитонова О. І. Цивільні правовідносини: монографія. 2-ге вид., перероб. і доп. Одеса: Фенікс, 2011. 456 с.

77. Вінник О М. Господарське право: курс лекцій. Київ: Атіка, 2004. 624 с.

78. Гридчин А. Г. Правовое регулирование деятельности паевого инвестиционного фонда как форми коллективного инвестирования: дис. …канд. юрид. наук. Москва, 2011. 226 с.

79. Липавский В. Паевой инвестиционный фонд как квазикорпоративное образование. Актуальные проблемы гражданского права: материалы семинара. Москва. 2003. С. 3 – 4 .

80. Мащенко М. В. Господарська діяльність з управління майном: поняття, суб'єкти, види (господарсько-правовий аспект): автореф. дис.…канд. юр. наук. Київ. 2007. 19 с.

81. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV// *Офіційний вісник України*. 2006. № 13. Ст. 857.

82. Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд в структурі цивільного правовідношення. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія "Юридичні науки"*. 2014. №5. С. 192 – 198.

83. Spavold G. C. The Unit Trust - A Comparison with the Corporation. *Bond Law Review*. Vol. 3 (1991). No. 2. C. 249 – 274.

84. Англо-український юридичний словник/ упоряд. С. М. Андріанов. Київ: Арій; Москва: Руссо, 2007. 552 с.

85. Рішення Солом'янського районного суду м. Києва від 26.06.2012 р. у справі № 2-1928/12. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/25273424 (дата звернення: 10.09.2018).

86. Постанова Окружного адміністративного суду м. Києва від 07.04.2014 р. у с праві № 826/3227/14. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/38302930 (дата звернення: 10.09.2018).

87. Рішення Господарського суду Харківської області від 08.09.2010 р. у справі № 38/210-10. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http:// reyestr. Court .gov .ua/Review/11203402 (дата звернення: 10.09.2018).

88. Рішення Господарського суду м. Києва від 09.11.2011 р. у справі № 4/207-47/445. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/12292983 (дата звернення: 10.09.2018).

89. Рішення Господарського суду Дніпропетровської області від 07.05.2012 р. у справі № 35/5005/2654/2012. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/24041802 (дата звернення: 10.09.2018).

90. Постанова Київського апеляційного господарського суду від 30.11.2009 р. у справі № 05-5-45/30682. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/6944754 (дата звернення: 10.09.2018).

91. Про державну реєстрацію юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань: Закон України від 15.05.2003 р. № 755-IV. *Офіційний вісник України*. 2003. № 25. Ст. 1172

92. Гончаренко В. А., Островський М. А. Институты совместного инвестирования в Украине. *Часопис цивілістики*. Випуск № 3, Одеса, 2006.С. 34 – 38.

93. Гончаренко В. О. Інститути спільного інвестування. *Актуальні проблеми держави і права. Збірник наукових праць*. 2008. №38. С. 151 – 155.

94. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 р. № 1560 – XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1991. № 47. Ст. 646.

95. Косова Т. Д. Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: Монографія. Донецьк: ДонНУЕТ ім. Михайла Туган-Барановського, 2008. 338 с.

96. Академічний тлумачний словник української мови. URL: http://sum.in.ua/ (дата звернення: 10.09.2018).

97. Лапунько О. Б. Правові аспекти класифікації ІСІ. *Науковий вісник Ужгородського нац. ун-ту. Серія «Право»*. 2007. Вип. 7. С. 261 –264.

98. Незнайко Д. В. Зарубіжний досвід діяльності ІСІ. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". Суми, 2004. Т. 10. С. 191 – 201.

99. Кампі О. Ю. Класифікація суб'єктів господарської діяльності зі спільного інвестування. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Випуск 6, том 1, 2013. С. 62 – 65.

100. Кущенко В. В. Закрытый паевой фонд как коллективный инструмент инвестирования *Имущественные отношения в Российской Федерации*. 2004. №7. С. 15–18.

101. Доронина Н. Г., Семилютина Н. Г. Комментарий к федеральному закону «Об инвестиционных фондах». Москва: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003. 320 с.

102. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 36 (МСБО 36) «Зменшення корисності активів» від 01.01.2012 р. URL: http://zakon5. rada.gov. ua/laws/show/929_047 (дата звернення: 06.11.2018).

103. Яворська О. С. Правовий статус суб'єктів спільного інвестування. *Часопис Академії адвокатури України*. 2013. № 2. URL: http://nbuv.gov .ua/ UJRN /Chaau_2013_2_34 (дата звернення: 06.11.2018).

104. The Law on Collective Investment Undertakings of the Republic of Lithuania of 04 July 2003. URL: http://www.ebrd.com/ downloads/ legal/ securities /regulators/lith_coll.pdf (дата звернення: 06.11.2018).

105. Act of 1 June 2011 on Collective Investment, No 203/2011. URL: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_FullWordingsOther/A203_2011.pdf (дата звернення: 06.11.2018).

106. Про затвердження Переліку пріоритетних галузей економіки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 14.08.2013 р. № 843-р. *Офіційний вісник України*. 2013. № 85. ст. 3159

107. Інвестиційна декларація Відкритого спеціалізованого пайового інвестиційного фонду «ОТП Класичний» ТОВ КУА «ОТП Капітал», затверджена Загальними зборами Товариства з обмеженою відповідальністю «КУА «ОТП Капітал». URL: http://www.otpcapital.com.ua/invest/invest_classic (дата звернення: 06.11.2018).

108. Інвестиційна декларація Інтервального спеціалізованого пайового інвестиційного фонд «ОТП Валютний» ТОВ «КУА «ОТП Капітал», затверджена Загальними зборами Товариства з обмеженою відповідальністю «КУА «ОТП Капітал», протокол № 1. URL: http: www.otpcapital.com.ua/invest/otp-valyutnyi-2015 (дата звернення: 06.11.2018).

109. Investment Funds and Management Companies Act of 15.03.2005. URL: http://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/slovif.pdf (дата звернення: 06.11.2018).

110. French Monetary and Financial Code. URL: file:///C: /Users/Admin /Do wn loads/CoMOFI+%C3%A0+jour+L+version+EN+novembre+2010%20(1).pdf (дата звернення: 06.11.2018).

111. Carrol C., Andrew K. Investment Funds - Jurisdictional Comparisons. 2nd edition. London: Sweet & Maxwell, 2015. 256 p.

112. Turner C. International Funds: Practical Guide to Their Establishment and Operation. Oxford: Elsevier Science & Technology, 2004. 233 p.

113. Investment funds act 2011. URL: http://www.voeig. at/voeig/ internet_4.nsf/sysPages/18B78875180CEE25C125750B002DFFBD/$file/InvFG_englisch_2013.pdf (дата звернення: 06.11.2018).

114. Law on undertakings for collective investment of 17 December. URL: http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Legislation/Lois/L_171210_UCI_upd_120713.pdf (дата звернення: 06.11.2018).

115. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Інституційні інвестори в управлінні КУА. URL: http://www.uaib.com.ua (дата звернення: 06.11.2018).

116. Слободян О. А. Аграрные венчурные инвестиционные фонды в Украине. *Депозитариум* №9/10 (127-128). Москва. 2013. С. 20 – 22

117. Смітюх А. В. Правові основи інвестиційної діяльності: Курс лекцій. Одеса: Атлант, 2009. 208 с.

118. Гарагонич О. В. Актуальні питання використання ICI в сфері господарювання. *Юридичний науковий електронний журнал*. № 4. С. 109 – 115.

119. Слободян О. А. Особливо привабливі інвестиційні фонди для довгострокових і середньострокових інвестиційних проектів. URL: http://yur-gazeta.com/publications/actual/otrimati-groshi-na-stvorennya-vlasnoyi-spravilegkoale-z-pevnimi-trudnoshchami/oppinions/osoblivo-privablivi-investiciyni-fondi-dlya_dovgostrokovih-i-serednostrokovih-investiciynih-proektiv.html (дата звернення: 10.12.2018)

120. Галянтич М. К. Теоретико-правові засади реалізації житлових прав громадян в умовах ринкових перетворень. Київ: НДІ приватного права і підприємництва АПрН України. 2006, 512 с.

121. Ільків О. В. Договір купівлі-продажу житла. Монографія. Рівне. О. Зень [вид.]. 2016, 195 с.

122. Плукар І. І. Договір управління майном у сфері будівництва житла: автореф. дис. … канд. юрид. наук. Київ, 2016. 19 с.

123. Радченко Л. І. Цивільно-правове регулювання відносин у сфері житлового будівництва: автореф. дис… канд. юрид. наук: 12.00.03. Київ, 2009. 18 с.

124. Яворська О. С. Проблеми правового регулювання договірних зобов’язань про участь у фондах фінансування будівництва. *Університетські наукові записки*. 2009. № 1. С. 83 – 88.

125. Полянська І. Я. Права інвесторів при здійсненні спільного інвестування: порівняння з Європейськими правовими моделями: дис. …канд. юр. наук. Львів. 2016, 242 с.

126. European Responsible Investing Fund Survey 2013. URL: http://www.kpmg.com/lu/en/issuesandinsights/articlespublications/pages/europeanresponsibleinvestingfundsurve (дата звернення: 06.11.2018).

127. Чабан О. М. Досягнення соціального ефекту як мета здійснення інвестицій. Вісник Хмельницького інституту регіонального управління та права: збірник наукових праць за матеріалами Міжнародної наукової конференції студентів та аспірантів «Актуальні проблеми правознавства очима молодих вчених». Хмельницький. 2002. № 1. С. 122 – 123.

128. Виноградова Г. В. Іноземне позикове інвестування в Україні: стан і перспективи розвитку законодавчого регулювання. *Право України.* 2000. № 1. С. 66–70.

129. Нагребельний В. П. Шемшученко Г. Ю. Соціальний ефект як мета інвестиційної діяльності: правові питання. *Вісник Хмельницького інституту регіонального управління та права*. 2003. № 3 – 4. С. 13 – 16.

130. Сімсон О. Е. Правові особливості договорів інвестиційного характеру: автореф. дис. …канд. юрид. наук. Харків, 2001. 20 с.

131. Про затвердження Положення про склад та розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів ІСІ: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13.08.2013 р. № 1468. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1516-13 (дата звернення: 09.12.2018).

132. Слободян О. А. Правовое регулирование инвестиционных фондов в Молдове и Украине Молдавский журнал международного права и международных отношений. 2013. №2. С. 97 – 112.

133. Mc. Conville, M., Chui. Research methods for law. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2007. 257 p.

134. Жаровська І. М. Щодо проблем методології держави і права. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Серія «Юридичні науки»*. 2015. № 827. С. 138–141.

135. Шейко В. М., Кушнаренко Н. М. Організація та методика науково-дослідницької діяльності: підручник. [5-те вид., стер.]. Київ: Знання. 2006. 307 с.

136. Рабінович П. М. Методологія юридичної науки : Юридична енциклопедія в 6 т. Київ, 2001. 789 с.

137. Майданик Р. А. Цивільне право : Загальна частина. Т. 1. Вступ у цивільне право. Київ: Алерта, 2012. https://pidruchniki.com/ 1256060 746 561 /pravo /m et od ologiya_nauki_tsivilnogo_prava#23 (дата звернення: 10.09.2019).

138. Загальна теорія держави і права: підруч. для студ. юрид. спец. вищ. навч. закл. / М. В. Цвік [та ін.]; ред. М. В. Цвік; Національна юридична академія ім. Ярослава Мудрого. Харків: Право, 2009. 583 с.

139. Черненко А. К. Теоретико-методологические проблемы формирования правовой системы общества. Новосибирск: Наука, 2004. 296 с.

140. Луць Л. А. Сучасна українська правова наука: деякі проблеми та перспективи. Історико-правовий часопис. 2016. № 2. С. 20 – 26.

141. Крупчан О. Д. Методологічні виміри сучасного вітчизняного приватного права. Приватне право і підприємництво. 2016. Вип. 16. С. 30 – 34.

142. Шевчук Р. М. Діалектичний метод у правознавстві: окремі аспекти. *Філософські та методологічні проблеми права*. 2012. № 2. С. 25–34.

143. Данильян О. Г., Тараненко В. М. Основи філософії. Харків: Право, 2003. 352 с. URL: http://library.nlu.edu.ua/POLN_TEXT/4%20KURS/4/1/09H2R9_2.htm (дата звернення: 10.09.2018).

144. Петрушенко В. Л. Філософія: курс лекцій. Навч. посібник для студ. вищих закладів освіти III-IV рівнів акредитації. Київ: «Каравела»; Львів: «Новий світ-2000», 2002. 544 с.

145. Джужа О М., Калюжний Р А. Щодо можливості вивчення правових явищ з позицій синергетики URL: http://radnuk.info/statti/249-tioriua-gov/14802-2011-01-19-03-06-52.html (дата звернення: 10.09.2019).

146. Погребняк В. Я. Синергетичний підхід у методології дослідження механізму переходу цивільних прав і обов’язків. *Актуальні проблеми вітчизняної юриспруденції*. № 6. Том 1. 2017. С. 70 – 73.

147. Меленко О В. Проблеми оновлення методології цивільно-правової науки. *Науковий вісник Чернівецького університету*. 2012. Випуск 636. Правознавство. С. 32 – 34.

148. Тилле А. А., Швеков Г. В. Сравнительный метод в юридических дисциплинах. Москва: Высшая школа, 1978. 199 с.

149. Смітюх А В. Правові основи інвестиційної діяльності: Навчальний посібник. Київ. Істина. 2013. 420 с.

150. Гнатів О. М. Правовий режим пайових цінних паперів: цивілістичний аспект: автореф. дис. …канд. юр. наук. Київ, 2014. 18 с.

151. Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд як правова форма реалізації інвестицій. *Європейські перспективи*. 2014. №10. С. 153 – 160.

152. Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2013 р. № 1414. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1486-13 (дата звернення: 09.12.2018).

153. Стрелина О. В. Договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом: теория и практика правового регулирования: дис. канд. юрид. наук. Москва, 2014. 217 с.

154. Постанова Київського апеляційного господарського суду від 24.07.2014 р. у справі № 910/1531/14. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/39934725 (дата звернення: 09.12.2018).

155. Витрянский В. В. Доверительное управление» денежными средствами. *Хозяйство и право*. 2001. №12. С. 26 – 40.

156. Пономарева Е. Н. Принципы государственного регулирования коллективных инвестиций в России и за рубежом: сравнительный анализ. *Законодательство и экономика*. 2008. №1. С. 43 – 53.

157. Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: Монография. Москва, 2006. 292 с.

158. Financial Services and Markets Act 2000. URL: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/236 (дата звернення: 09.12.2018).

159. Federal Act on Collective Investment Schemes (Collective Investment Schemes Act, CISA) of 23 June 2006. URL: http://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20052154/index.html (дата звернення: 09.12.2018).

160. Eurobank LF – Fund's Prospectus. URL: https://www.bancpost.ro/Retail-Banking/Investments/Direct-investment-in-the-LF-funds/Funds-documents (дата звернення: 09.12.2018).

161. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1996. № 51. Ст. 292.

162. Шовкопляс Г. М. Проблеми спільного інвестування на ринку інвестиційних послуг і шляхи їх вирішення з урахуванням права Європейського Союзу. *Право і суспільство*. 2015. № 3. С. 61 – 68.

163. Клапатий Д. Й. Порядок укладення договору управління активами пайового інвестиційного фонду: порівняльний аналіз законодавства України та держав-членів Європейського Союзу. *Jurnalul Juridic National: Teorie si Practica*. 2015. № 2. С. 64 – 69.

164. Рішення Господарського суду м. Києва від 22.11.2012 р. у справі № 5011-16/11485-2012. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/27762494 (дата звернення: 11.12.2018).

165. Закон Республики Казахстан от 7 июля 2004 года № 576-II «Об инвестиционных фондах». URL: http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=1049233 (дата звернення: 11.12.2018).

166. Закон Республики Армения от 30 декабря 2010 года №ЗР-245 «Об инвестиционных фондах». URL: http://base.spinform.ru/show_doc.fwx?rgn=66114 (дата звернення: 11.12.2018).

167. Investment Funds Act of 14.04.2004. URL: https://www. Riigitea taja .ee/en /eli/506112013021/consolide (дата звернення: 11.12.2018).

168. Договір купівлі-продажу цінних паперів. ОТП Капітал. URL:http: //www .otpcapital.com.ua/pdf/kupivlya-tsp.pdf (дата звернення: 11.12.2018).

169. Ухвала Апеляційного суду м. Києва від 21.01.2015 р. у справі № 22-ц/796/2059/2015. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/42627143 (дата звернення: 11.12.2018).

170. Оксюк Т. Т. Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевыми инвестиционными фондами: дис. … канд. юрид. наук. Москва. 2005. 212 с.

171. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції). Харків: Право. 2006. 544 с.

172. Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30.07.2013 р. № 1388. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/z1475-13 (дата звернення: 11.12.2018).

173. Липавский В. Б. Правовые проблемы статуса паевых инвестиционных фондов. *Хозяйство и право*. 2004. №5. С. 43 – 51.

174. Лопатенкова Н. Г. Гражданско-правовые проблемы, связанные с использованием конструкции паевого инвестиционного фонда. *Законодательство*. 2010. №10. С. 10 – 20.

175. Дозорцев В. А. Доверительное управление имуществом. Москва: МЦФЕР, 1996. 758 с.

176. Витрянский В. В. Договор доверительного управления имуществом: понятие и правовое регулирование. *Хозяйство и право*. 2001. №10. С. 3 – 78.

177. Шимон С. І. Теорія майнових прав, як об’єктів цивільних правовідносин: монографія. Київ: Юрінком Інтер, 2014 р. 664 с.

178. Цивільне право України. Особлива частина: підручник/ за ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнєцової, Р.А. Майданика. 3-тє вид. перероб. і допов. Київ: Юрінком Інтер, 2010. 1176 с.

179. Пиксин Н. Н., Оксюк Т. Т. Правовой статус учредителей доверительного управления паевым инвестиционным фондом. *Хозяйство и право*. 2004. №11. С. 66 – 71.

180. Постанова Київського апеляційного господарського суду від 29.06.2011 р. у справі № 39/45. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/16572998 (дата звернення: 09.10.2018).

181. Про затвердження Положення про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.06.2013 р. №

1103. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1188-13 (дата звернення: 09.10.2018).

182. Про затвердження Положення про реєстрацію регламенту ІСІ та ведення Єдиного державного реєстру ІСІ: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 18.06.2013 р. № 1047. URL: https://zakon .rada. gov. ua/ laws /show/z1198-13 (дата звернення: 09.10.2018).

183. Про затвердження Положення про порядок конвертації цінних паперів ІСІ: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 01.10.2013 р. № 2073. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1796-13 (дата звернення: 28.09.2018)

184. Про затвердження Положення про порядок припинення пайового інвестиційного фонду: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19.11.2013 № 2605. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2128-13 (дата звернення: 28.09.2018)

185. Договір купівлі-продажу цінних паперів. ОТП Капітал.URL: http://www.otpcapital.com.ua/pdf/vykup-tsp.pdf. (дата звернення: 28.09.2018)

186. Постанова Верховного Суду України від 19.08.2014 р. у справі № 910/14263/13ю Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/40289303 (дата звернення: 28.09.2018)

187. Степанов Д. И. «Пост-эмисионные» ценные бумаги. Хозяйство и право. 2004. №11. С. 49 – 66.

188. Цыкунов А. Проблеми права собственности на имущество, составляющее открытий и интервальний ПИФ. URL: http://www .nlu.ru/jou rnal/jour nal/2003 /04_03/02/index.php (дата звернення: 28.09.2018).

189. Огниста І. Я. Права інвесторів на активи пайового фонду: дослідження правової природи. *Вісник Академії адвокатури України.* 2014. № 2 (30), Т. 11. С. 31 – 39.

190. Зайцев О. Р. Право общей собственности на паевой инвестиционний фонд. *Журнал российского права*. 2005. №9. С. 129 – 142.

191. Скловский К. И. Собственность в гражданском праве: Учеб.-практ. пособие. 2-е изд. Москва: Дело, 2000. 512 с.

192. Klapatyi D. Y. Rights of participants of the share investment fund. *Legea si Viata*. 2018. № 9 – 1. P. 39 – 43.

193. Постанова Окружного адміністративного суду м. Києвавід 20.03.2014 р. у справі №826/1269/14. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL:http: //reyestr.court.gov.ua/Review/37750535 (дата звернення: 12.09.2018)

194. Ухвала Вищого спеціалізованого суду України з розгляду цивільних і кримінальних справ від 04.03.2015 р. у справі № 6-43986св14. Єдиний державний реєстр судових рішень. URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/43116595 (дата звернення: 12.09.2018)

195. Егоров А. В. Управление имуществом, зарубежный опыт: Германия. *Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации*. 2001. №9. С. 128 – 139.

196. Майданик Р. А. Довірча власність і фідуція: місце і перспективи в системі права України. *Право України*. 2011. №5. С. 18 – 28.

197. Спасибо-Фатєєва І. В. Право власності в об’єктивному і суб’єктивному розумінні/ Цивільне право України. Підручник. У 2т./ За заг. ред. В.І. Борисової, І.В. Спасибо-Фатєєвої, В.Л. Яроцького. Київ: Юрінком Інтер, 2004. Т.1. 480 с.

198. Бірюков В. І. Правовий режим іменних пайових цінних паперів за законодавством України і Республіки Польща (порівняльно-правовий аспект): автореф. дис. …канд. юр. Наук Київ. 2009. 20 с.

199. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю: Закон України від 19.06.2003 р. № 978-IV. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/978-15 (дата звернення: 12.09.2018).

200. Гражданское право: Учебник: В 3т./ Под ред. А. П. Сергеева, Ю.К. Толстого. Москва, 2007. Т 2. 756 с.

201. Alces K. A. Legal Diversification. *Columbia Law Review*. 2013. P. 1977 – 2038.

202. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) - діяльності з управління активами

інституційних інвесторів (діяльності з управління активами): Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.07.2013 р. № 1281. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0857-13 (дата звернення: 12.09.2018).

203. Review of Governance of Collective Investment Funds in the New Member States of the European Union. URL: http://documents. worldbank.org /curated/en /2008/06/16402448/review-governance-collective-investment-funds-ne (дата звернення: 12.10.2018).

204. Wallace W. Y. Corporate versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance. *Washington Law Review*. 1994. №69. P. 927 – 1049.

205. Полюхович В.І. Особливості правового змісту ІСІ. Юридична Україна. 2011. № 8. С. 73 – 76.

206. Act on Common Funds 29.1.1999/48. URL: http://www.finlex. fi/en/laki/ kaannokset/1999/en19990048.pdf (дата звернення: 13.10.2018).

207. Axa Swiss Instiutional Fund. Fund Contract. URL: http://www. google. com. ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDAQFjAAahUKEwjCqJqVmI_GAhXCjywKHW8CC74&url=http%3A%2F%2Fswissfunddata.ch%2Fsfdpub%2Fdocs%2Ff (дата звернення: 13.10.2018).

208. Про затвердження Положення про діяльність депозитарних установ щодо зберігання активів інституційних інвесторів: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.06.2013 р. № 1106. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1199-13 (дата звернення: 13.10.2018).

209. Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів), переоформлення ліцензії: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.05.2013 р. № 817. URL:https: //zakon. rada. gov.ua /l aws /show/z0854-13 (дата звернення: 27.09.2018).

210. Про затвердження Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів): Рішення

Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.05.2013 р. № 816. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0862-13 (дата звернення: 27.09.2018).

211. Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів ІСІ: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 3 від 09.01.2003 р. *Офіційний вісник України*. 2003. № 6. Ст. 270.

212. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України від 14.05.1992 р. № 2343-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1992. № 31. 440.

213. Кодекс України з процедур банкрутства від 18.10.2018 р. № 2597-VIII. *Офіційний вісник України.* 2019. № 34.

214. Постанова Верховного Суду України від 21.10.2015 р. у справі у справі № 910/14263/13 Єдиний державний реєстр судових рішень.URL: http://reyestr.court.gov.ua/Review/52762206 (дата звернення: 10.10.2018).

ДОДАТОК А СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ ТА ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ

Статті у вітчизняних наукових фахових виданнях:

1. Клапатий Д. Й. Інвестиційні фонди договірного типу: історія та сучасний стан розвитку. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія "Право"*. 2013. №22. С. 235 – 240.

2. Клапатий Д. Й. Поняття пайового інвестиційного фонду. *Актуальні проблеми держави і права. Збірник наукових праць.* 2014. №72. С. 212 – 218.

3. Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд в структурі цивільного правовідношення. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія "Юридичні науки"*. 2014. №5. С. 192 – 198.

4. Клапатий Д. Й. Пайовий інвестиційний фонд як правова форма реалізації інвестицій. *Європейські перспективи*. 2014. №10. С. 153 – 160.

Статті у наукових періодичних виданнях інших держав та виданнях, які включено до міжнародних науково-метричних баз

5. Клапатий Д. Й. Порядок укладення договору управління активами пайового інвестиційного фонду: порівняльний аналіз законодавства України та держав-членів Європейського Союзу. *Jurnalul Juridic National: Teorie si Practica*. 2015. № 2. С. 64 – 69.

6. Klapatyi D. Y. Rights of participants of the share investment fund. *Legea si Viata*. 2018. № 9-1. P. 39 – 43.

Опубліковані праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

7. Клапатий Д. Й. Форми ІСІ: світовий досвід. *Актуальні проблеми прав людини, держави та правової системи:* тези доповідей Міжнародної студентсько-аспірантської наукової конференції (26 – 28 квітня 2013 року) Львів. С. 54 – 56.

8. Клапатий Д. Й. Новели законодавчого забезпечення функціонування пайових інвестиційних фондів. *Актуальні питання публічного та приватного права в контексті сучасних процесів реформування законодавства:* матеріали міжнародної науково-практичної конференції (26 – 27 квітня 2013 року) Херсон. С. 100 – 102.

9. Клапатий Д. Й. Гармонізація законодавства України про пайові інвестиційні фонди із законодавством ЄС в контексті євроінтеграції. *Правовые реформы в Молдове, Украине и Грузии в контексте евроинтеграционных процессов*: международная научно-практическая конференция. (7 – 8 ноября 2014 года). Республика Молдова. Кишинев. С. 241 – 246.

10. Клапатий Д. Й. Досягнення соціального ефекту як мета реалізації інвестицій у пайовому інвестиційному фонді. Верховенство права та правова держава: матеріали міжнародної науково-практичної конференції (16 – 17 жовтня 2015 року) Ужгород. С. 90 – 93.

11. Klapatyi D. Y. Legal Nature of the Purchase and Sale Contract of the Share Investment's Fund Certificates. Europska tradicia v medzinarodnom prave: uplatnovanie ludskych prav: zbornik prispevkov z medzinarodnej vedeckej konferencie. (6 -7 maj 2016) Bratislava. P. 123 – 126.

12. Клапатий Д.Й. Забезпечення права на інформацію як передумова здійснення інвестицій у формі пайового інвестиційного фонду. *Інтеграція юридичної науки і практики як основа сталого розвитку правової системи:* матеріали міжнародної науково-практичної конференції (8 – 9 листопада 2018 р.) Дніпро. С. 64 – 67.

ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ:

Результати дослідження оприлюднені на таких науково-практичних конференціях: «Актуальні питання публічного та приватного права у контексті сучасних процесів реформування законодавства» (м. Херсон, 26 – 27 квітня 2013 р.); XII Міжнародна студентсько-аспірантська наукова конференція «Актуальні проблеми прав людини, держави та правової системи» (Львів, 26-28 квітня 2013 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Правові реформи в Молдові, Україні і Грузії у контексті євроінтеграційних процесів» (м. Кишинів, Республіка Молдова, 7 – 8 листопада 2014 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Верховенство права та правова держава» (м. Ужгород, 16 – 17 жовтня 2015 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Європейська традиція в міжнародному праві: реалізація прав людини» (м. Братислава, Словацька Республіка, 6 – 7 травня 2016 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Інтеграція юридичної науки і практики як основа сталого розвитку правової системи» (м. Дніпро, 8 – 9 листопада 2018 року).