

Спеціалізованій вченій раді Д 35.051.27
У Львівському національному
університеті імені Івана Франка
79000, м. Львів, вул. Університетська, 1

ВІДГУК

**офіційного опонента – доктора юридичних наук, професора
Галянтича М. К. на дисертацію Клапатога Дмитра Йосифовича на тему:
«ПАЙОВИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ФОНД ЯК ФОРМА СПІЛЬНОГО
ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ (ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ АСПЕКТ)»,
подану на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук за
спеціальністю 12.00.03 цивільне право і цивільний процес; сімейне право;
міжнародне приватне право**

Актуальність теми дослідження.

Одним із перспективних напрямів залучення інвестицій у національну економіку є інститути спільного інвестування. Саме ці фінансові посередники дають змогу акумулювати значні інвестиційні ресурси, які в подальшому стимулюють розвиток новітніх та пріоритетних галузей національної економіки. Спільне інвестування потенційно може стати основним джерелом інвестицій, що залежить від наявності організаційно-правових основ, які визначатимуть порядок здійснення спільного інвестування в Україні. Проте, зважаючи на низький рівень розвитку фондового ринку та недосконалість законодавства у сфері здійснення інвестиційної діяльності, низький рівень довіри інвесторів до спільного інвестування, пайові та корпоративні фонди поки що відіграють незначну роль у сфері залучення інвестицій у різні сектори національної економіки.

Актуальність теми дисертаційного дослідження посилюється ратифікованою Україною 16 вересня 2014 року Угодою 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 інтересів інвесторів та інших споживачів фінансових послуг. Основними завданнями щодо наближення національного законодавства у сфері спільного інвестування до законодавства Європейського Союзу є посилення захисту прав інвесторів спільного інвестування; підвищення довіри інвесторів до інститутів спільного інвестування та активізації інвестиційної діяльності, приведення форми та суті функціонування інститутів спільного інвестування у відповідності до вимог актів Європейського Союзу тощо. Слід зазначити, що національне регулювання спільного інвестування, яке здійснюється за допомогою пайових та корпоративних фондів, має істотні відмінності від європейського законодавства. Такі відмінності стосуються класифікації інститутів спільного інвестування, вимог до їх функціонування та внутрішньої організації, вимог до обліку та зберігання активів.

На нинішньому етапі розвитку національного законодавства у сфері інвестиційної діяльності важливо створити належні та ефективні механізми захисту інвесторів інститутів спільного інвестування, що дасть змогу відновити їхню довіру до цих фінансових посередників та інвестувати грошові кошти у національну економіку. Власне, однією із особливостей механізму правового регулювання спільного інвестування в Україні є наявність державного регулювання та державного контролю, який здійснюється в основному Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Сутність правового регулювання у сфері спільного інвестування полягає, зокрема у визначенні правового режиму інститутів спільного інвестування, окресленні правового статусу учасників відносин спільного інвестування, визначенні правових гарантій захисту прав інвесторів.

Для вітчизняної юридичної науки особливого значення набуває дослідження правових проблем спільного інвестування та напрацювання рекомендацій щодо удосконалення механізму правового регулювання. Слід зауважити, що у вітчизняній цивілістиці науковий інтерес до дослідження

особливостей спільного інвестування дедалі зростає. Проте, до сьогодні чимало правових проблем та питань у цій сфері є малодослідженими, що зумовлює потребу комплексного аналізу у цьому напрямі з висвітленням відповідних проблем та пошуком шляхів до їх вирішення. З часу становлення інститутів спільного інвестування, вітчизняна юридична наука не відзначалась значними здобутками у цій сфері, а поодинокі наукові дослідження ще досі не змогли сформуванати надійну науково-обґрунтовану основу для реалізації інвестицій з допомогою різних форм спільного інвестування. Окремі проблеми спільного інвестування у вітчизняній юридичній науці досліджували В. І. Бірюков, М. В. Венецька, О. М. Гнатів, Ю. М. Жорнокуй, Р. А. Майданик, І. Я. Полянській, О. П. Суц, О. С. Яворська. Попри це, перманентні законодавчі зміни, процес наближення національного законодавства до права Європейського Союзу актуалізують подальші наукові дослідження у цій сфері, адже правове регулювання не обходиться без належної теоретичної основи.

Наведені обставини не залишають сумнівів щодо актуальності обраної дисертантом теми дослідження та науково-практичного значення роботи. Дисертація Д. Й. Клапатога є самостійною завершеною науковою працею, у якій авторові вдалося сформулювати низку нових наукових положень та висновків, що відповідають критеріям наукової новизни і в сукупності вирішують конкретну наукову проблему. Комплексність та системність дисертаційного дослідження зумовили використання при розкритті обраної теми загальнонаукових та спеціально наукових методів пізнання правових явищ. Методи дослідження обрано з урахуванням поставленої мети та завдань дисертації.

Дисертаційне дослідження відповідає пріоритетним напрямам наукових досліджень кафедри цивільного права та процесу юридичного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка в межах науково-дослідної роботи на тему «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).

Виходячи із вищенаведеного є підстави стверджувати, що автором проведено ґрунтовний науково-практичний аналіз теми дослідження, яка є актуальною у теоретичному і практично-прикладному аспекті, а сформульовані у дисертації рекомендації, пропозиції та висновки становлять наукову новизну та можуть бути предметом обговорення.

Ступінь обґрунтованості та достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.

Основні положення та структурні елементи дисертації відповідають об'єкту і предмету дослідження. Досягнення визначеної в дисертації мети та поставлених завдань забезпечується системою методів наукового пізнання об'єктивної дійсності для теоретичного узагальнення й формулювання висновків.

Дисертант виявив належний рівень знань літератури у сфері цивільного права, нормативно-правового матеріалу, судової та іншої правозастосовної практики, у змісті дослідження знайшли відображення ряд дискусійних проблем, що підлягають осмисленню та відповідному їх вирішенню. Автором проведено аналіз законодавства іноземних держав, зроблена критична оцінка положень чинного законодавства у сфері спільного інвестування.

Зміст дисертації Д. Й. Клапатоґо, автореферату, а також наукових публікацій за темою дисертації, підтверджують обґрунтованість положень і висновків дисертації. Достовірність наукових результатів дослідження забезпечена використанням автором значного обсягу джерельної бази. Наукові положення та висновки дисертаційного дослідження засновані на здобутках класичної і сучасної вітчизняної та зарубіжної науки цивільного права, що сприяло глибокій розробці проблематики та обґрунтованості основних результатів дослідження.

Положення та висновки дисертації ґрунтуються на вивченні положень національного законодавства, порівняльному аналізі законодавства держав-членів Європейського Союзу та інших держав, критичному аналізі вітчизняної судової практики, договорів, регламентів, інвестиційних декларацій та проспектів емісії пайових фондів, які функціонують в межах нашої держави. Емпірична

складова дисертаційного дослідження на належному рівні відображає стан юридичної практики у сфері спільного інвестування.

Оцінка обґрунтованості наукових положень дисертації і їх новизни.

Дисертація є одним із перших у вітчизняній цивільно-правовій науці комплексним дослідженням проблеми здійснення спільного інвестування у формі пайового інвестиційного фонду. У дисертації автором сформульовано низку нових для вітчизняної цивілістики положень та вироблено практичні рекомендації щодо удосконалення механізму цивільно-правового регулювання відносин у сфері спільного інвестування у формі пайового фонду (с. 19 – 22 дисертації).

Заслуговує на увагу пункт 1 наукової новизни (с. 20 дисертації), в якому запропоновано авторське визначення пайового фонду як форми спільного інвестування. Власне, зарубіжний досвід законодавчого регулювання діяльності із спільного інвестування трактує пайовий фонд як схему організації правовідносин щодо спільного інвестування (collective investment scheme). Своєю чергою національний законодавець послуговується терміном «інститут спільного інвестування», при цьому у Законі України «Про інститути спільного інвестування» міститься лише вказівка про те, що інститутом спільного інвестування є корпоративний або пайовий фонд, тобто досягнути сутність цього поняття з наведеного визначення неможливо. Автор дисертації зробив спробу пояснити сутність пайового фонду як зовнішньої форми організації правовідносин щодо спільного інвестування. При цьому автором пропонується визначення поняття «форма спільного інвестування» як передбачений законодавством механізм залучення грошових коштів та інших майнових цінностей колективних інвесторів та їх об'єднання в єдиний фонд з метою здійснення інвестиційної діяльності (с. 101 дисертації). Вказане визначення дає змогу зрозуміти сутність поняття пайового фонду не лише як сукупності активів, а як способу організації відносин щодо спільного інвестування.

Цілком доречним є зроблений автором дисертації висновок про те, що пайовий фонд не суб'єктом правовідносин щодо здійснення інвестиційної

діяльності (с. 22 дисертації). Автором проведено ґрунтовний аналіз як національного так і зарубіжного законодавства, опрацьовані різні підходи, які існують в науці цивільного щодо розуміння правової природи пайового фонду та зроблено слухний висновок, що пайовий фонд слід розглядати виключно в аспекті договірної форми спільного інвестування (с. 42 – 46 дисертації). Таким чином, автором обґрунтовано доведено, що пайовий фонд не може вважатись юридичною особою чи її відокремленим підрозділом, а компанія з управління активами здійснює діяльність із спільного інвестування в інтересах учасників пайового фонду, а не самого пайового фонду. У цьому контексті, слід відзначити, що автором проаналізовано судову практику та наведено приклади судових справ, в яких суди неправильно трактують правову природу пайового фонду, помилково наділяючи його статусом суб'єкта правовідносин, що суттєво підсилює зроблений у зв'язку з цим висновок.

Схвальних відгуків викликає проведена автором дисертації класифікація пайових фондів. Зокрема, заслуговує уваги поділ пайових фондів за критерієм сфери здійснення інвестиційної діяльності на галузеві, міжгалузеві, пріоритетні та соціально-орієнтовані (с. 80 дисертації). Слушною є розвинута у дисертації ідея про те, що спільне інвестування як один із різновидів інвестиційної діяльності може здійснюватись не лише з метою одержання прибутку, але й також з метою досягнення соціального ефекту для задоволення суспільних потреб. У зв'язку з цим викликає схвалення запропоноване автором визначення поняття соціально-орієнтованого інституту спільного інвестування, під яким автор пропонує розуміти інститут спільного інвестування одним із основних напрямів функціонування якого є досягнення соціального ефекту для задоволення суспільних потреб. Власне, тут ми погоджуємось із думкою автора дисертації про те, що сьогодні особливої актуальності набула інвестиційна діяльність спрямована на досягнення соціального ефекту у таких сферах як охорона здоров'я, освіта, наука тощо. Не можемо не відзначити вагоме практичне значення такої класифікації, адже зокрема автором запропоновано, щоб для

соціально-орієнтованих інститутів спільного інвестування встановлювались пільгові умови здійснення інвестиційної діяльності.

Заслуговує уваги проведений автором дисертації аналіз договірної системи, яка об'єктивує правовідносини щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду. Автор дисертації проводить порівняння підходів щодо договірного регулювання відносин щодо участі у пайовому фонді у зарубіжних країнах умовно ділячи їх на дві групи: 1) країни, законодавство яких чітко передбачає, що між учасниками договірного фонду і компанією з управління активами укладається договір і відповідно використовується термін «договір» та 2) країни, законодавство яких вказує про наявність договірних відносин між компанією з управління активами та учасниками договірного фонду, водночас термін «договір» не вживається, як і не передбачено укладення окремого договору (с. 109). У зв'язку з цим заслуговує уваги висновок автора дисертації, що договір про управління пайовим фондом є основним договірним інструментом, що регламентує правовідносини щодо реалізації інвестицій у формі пайового фонду, які виникають між інвесторами пайового фонду та компанією з управління активами (с. 132 дисертації).

Цілком аргументованим є запропоноване автором дисертації визначення поняття «договору про управління пайовим фондом» та запропоновані у зв'язку з цим зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування» (с. 126 дисертації). Власне, конструкція вказаного договору дає змогу чітко простежити договірну природу пайового фонду як форми спільного інвестування та визначити його чітку приналежність до інститутів спільного інвестування договірного типу.

Автор слушно вказує про те, що договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за своїм змістом та призначенням не може регламентувати відносини щодо управління активами пайового фонду, а лише опосередковує виникнення правовідносин щодо управління активами пайового фонду та правовідносин щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді (с. 152 дисертації). Так, як справедливо відзначає автор дисертації, договір про придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду за своєю правовою

природою відповідає конструкції договору купівлі-продажу, а сам договір припиняється виконанням, проведеним належним чином, зокрема з боку покупця, оплата вартості інвестиційних сертифікатів пайового фонду, та зі сторони продавця, зарахування прав на вказані цінні папери на рахунок інвестора.

Зумовлює позитивне сприйняття висновок автора дисертації про те, що функціонування пайового фонду як форми спільного інвестування передбачає існування двох груп правовідносин, а саме правовідносини з управління активами пайового фонду та правовідносини щодо реалізації інвестицій у пайовому фонді. Автор робить слушне зауваження про те, що пайовий фонд не може вважатись інституційним інвестором та бути суб'єктом інвестиційної діяльності, яке це визначено у ст. 5 Закону України «Про інвестиційну діяльність» (с. 94 дисертації).

Обґрунтованою є позиція автора дисертації про те, що у разі припинення функціонування пайового фонду вимоги кредиторів компанії з управління активами пайового фонду, які забезпечені заставою, повинні задовольнятись у порядку визначеному законодавством, яке регламентує заставні правовідносини, за рахунок майна, яке перебуває у заставі та незалежно від черговості задоволення вимог інших вимог (с. 193 дисертації).

Заслугове уваги позиція автора щодо необхідності закріплення у законодавстві можливості заміни компанії з управління активами пайового фонду. На основі проведеного аналізу зарубіжного досвіду та національного законодавства, автор дисертації обґрунтовано пропонує внести зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування» і передбачити у ньому такі підстави для заміни компанії з управління активами пайового фонду: 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 (с. 176 – 177). Як справедливо зазначає дисертант, заміна компанії з управління активами дасть змогу забезпечити продовження функціонування інвестиційного фонду, зокрема

у тих випадках, коли існує позитивна динаміка щодо зростання вартості чистих активів пайового фонду.

Доречною є пропозиція автора дисертації щодо закріплення у Законі України «Про інститути спільного інвестування» обмеження компанії з управління активами щодо розпорядження активами пайового фонду у разі його припинення. Автор дисертації слушно зауважує, що можливість вчинення компанією з управління активами та ліквідаційною комісією пайового фонду правочинів щодо розпорядження активами пайового фонду, повинна бути обмежена лише тими правочинами, які спрямовані на реалізацію активів пайового фонду з метою їх подальшого розподілу (с. 181 – 182 дисертації).

Більшість положень дисертації, які викладені у форматі наукової новизни заслуговують на підтримку. Також аргументованою видається низка інших ідей, які не заявлено в дисертації як нові, проте за своїм змістом такі ідеї та висновки можуть вважатись новаторськими.

Аналіз дискусійних положень дисертації та основні зауваження.

Загальна позитивна оцінка роботи не виключає наявності зауважень до її змісту, оскільки вирішення певного кола питань в дисертації не виключає існування спірних положень, а деякі пропозиції є недостатньо аргументованими, що свідчить про необхідність вступити в дискусію з автором роботи з тією метою, аби почути додаткову аргументацію на користь тих чи інших позицій. Найбільш суттєвими з таких зауважень, вважаємо, такі:

1. Наводячи власну класифікацію пайових фондів, за критерієм наявності додаткових, передбачених законодавством вимог щодо участі фізичних осіб у пайовому фонді, автор пропонує виокремлювати пайові фонди для кваліфікованих інвесторів та пайові фонди для некваліфікованих інвесторів (с. 70 дисертації). При цьому автором зазначається, що чинне законодавство не розкриває змісту поняття «кваліфікований інвестор». Відтак потребує додаткового пояснення вживання автором цього терміносполучення по відношенню до учасників пайового фонду, а саме що розуміє автор дисертації під

словосполученням «кваліфікований інвестор» та яким може бути практичне значення такого критерію класифікації.

2. Закон України «Про інститути спільного інвестування» оперує таким поняттям як «інститут спільного інвестування». Водночас, дисертант у своєму дослідженні для визначення поняття пайового фонду пропонує вживати інший термін «форма спільного інвестування» (с. 100 – 101, 103 дисертації), при цьому пропонує внесення відповідних змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» шляхом закріплення у ньому визначення цього поняття. У зв'язку з цим бажано почути додаткову аргументацію автора щодо співвідношення вказаних терміносполучень та чому ним віддається перевага саме поняттю «форма спільного інвестування».

3. У дисертації запропоновано внесення змін до ст. 52 Закону України «Про інститути спільного інвестування» шляхом доповнення цієї статті 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 придбанням цінних паперів інституту спільного інвестування, містить основну інформацію про умови здійснення інвестування і пов'язані з цим ризики для інвестора та покликаний сприяти інвесторові в ухваленні ним рішення щодо участі в інституті спільного інвестування» (с. 106 – 107 дисертації). При цьому міститься посилання на положення Директиви Ради 2009/65/ЄС Європейського парламенту і Ради від 13.07.2009 р., в якій живається цей термін. Вживання слова «ключова інформація» може видатись не зовсім вдалим для цілей національного законодавства. Бажано пояснити, з яких міркувань автор виходив пропонуючи таке вживання цього слова, яке фактично є буквральним перекладом англійського відповідника, а також, чи розглядав автор можливість використання іншого поняття, наприклад «пам'ятка для інвестора».

4. У дисертації автор пропонує називати інвесторів пайового фонду «колективними інвесторами», при цьому під словосполученням «колективні інвестори» автор розуміє фізичних або юридичних осіб, 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 (с. 103 дисертації). Водночас, у ч. 5 ст. 4 Закону України «Про інститути спільного інвестування» міститься норма про те, що власником усіх цінних паперів інституту спільного інвестування може бути одна особа. У зв'язку з наведеним, потребує додаткового пояснення вживання автором дисертації словосполучення «колективні інвестори» для позначення учасників пайового фонду.

5. У тексті дисертації автор дотримується позиції, що відносини, які виникають між інвесторами пайового фонду та компанією з управління активами засновані на договірній конструкції управління майном, як це передбачено у главі 70 ЦК України (с. 121 дисертації), а активи пайового фонду належать учасникам пайового фонду на праві спільної часткової власності. У цьому контексті бажано з'ясувати додаткову аргументацію автора щодо можливості закріплення активів пайового фонду на праві довірчої власності за компанією з управління активами.

Проте, зазначені й інші зауваження у своїй більшості є дискусійними або носять неістотний характер, і жодною мірою не можуть впливати на позитивну оцінку роботи в цілому. Дисертація є завершеною і самостійною науковою працею.

Зміст автореферату повністю відображає результати дослідження, є ідентичним щодо основних положень дисертації, які повністю висвітлені в наукових публікаціях за темою дисертації у фахових наукових виданнях.

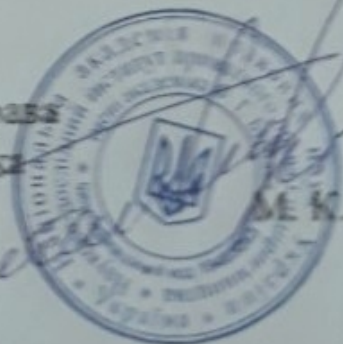
Результати дослідження оформлені у вигляді рукопису дисертації відповідно до нормативних вимог, які стосуються оформлення наукових робіт такого рівня. За своїм змістом робота є чітко структурована і свідчить про логічність та послідовність викладення позиції автора у процесі дослідження, містить достатню кількість нових наукових розробок, практичних рекомендацій

та пропозиції щодо внесення змін до чинного законодавства України у сфері спільного інвестування.

Загальні висновки по дисертації. Вищевикладене дозволяє стверджувати, що дисертація Д. Й. Клапатою «Пайовий інвестиційний фонд як форма спільного інвестування в Україні (цивільно-правовий аспект)» виконана на належному теоретичному рівні, за змістом відповідає рівню кандидатської дисертації та нормативним вимогам, які ставляться до дисертацій. Її зміст відповідає науковій спеціальності, відповідно до якої роботу подано до захисту. Загалом дисертація відповідає вимогам Порядку присудження наукових ступенів, затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24 липня 2013 р., а її автор Клапата Дмитро Йосифович заслуговує на присудження йому наукового ступеня кандидата юридичних наук за спеціальністю 12.00.03 – цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право.

Офіційний опонент:

доктор юридичних наук, професор,
член-кореспондент НАПрН України,
заступник директора з наукової роботи
Науково-дослідного інституту приватного права
і підприємництва імені академіка Ф. Г. Бурчак
НАПрН України



М. К. Галантич

Підпис Галантич Галантич
Помічник директора з
організаційно-кадрової роботи
Г. Галантич (Підпис)