

новоствореної вартості – прибутку, частина якого, через систему податкових відрахувань повинна направлятися в бюджет держави, який використовується на життєзабезпечення країни; по-четверте – забезпечення розширеного відтворення і успішної реалізації соціальних програм. Указаний державний вплив повинен здійснюватися із дотриманням принципу державного регулювання інвестиційної діяльності, який передбачає стійку рівновагу між імперативним впливом держави на інвестиційну діяльність і свободою її здійснення.

2.4. Особливості правового регулювання інвестиційних фондів ЄС

В економіці України в сучасних кризових умовах відчувається дефіцит фінансування для суб'єктів господарювання, що перешкоджає їх інноваційному розвитку. Для належного залучення роздрібних інвесторів необхідно вдосконалити правове регулювання інститутів спільного інвестування та інших форм спільного інвестування. Побудова сучасного правового регулювання форм інвестування не можлива без вивчення існуючих форм інвестування в іноземному законодавстві, насамперед в ЄС.

Розглянемо емісію цінних паперів інститутів спільного інвестування. Так, за 2016 рік усього регулятором зареєстровано випусків цінних паперів ІСІ на загальну суму 466,37 млрд грн. Найбільшу кількість цінних паперів ІСІ розміщено серед юридичних осіб – резидентів (74,15%). Номінальна вартість розміщених цінних паперів ІСІ, що перебували в обігу наприкінці минулого року, становила 71,75 млрд грн. У 2016 році загальний обсяг випусків цінних паперів інститутів спільного інвестування становив 16,09 млрд. грн, що порівняно з показником 2015 року більше на 1,31 млрд. грн. У 2016 році регулятором зареєстровано 42 випуски інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів на суму 5,37 млрд. грн, що на 5,21 млрд. грн менше порівняно з показником 2015 року. Найбільші

обсяги емісії інвестиційних сертифікатів зареєстровано в I кварталі 2016 року. Щодо обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування на фондовому ринку, то у 2016 році кількість випусків цінних паперів інститутів спільного інвестування, що перебувають в обігу на фондовому ринку, становила 1 577 шт., з них допущено до торгів на фондових біржах 9,70 %.

Наприкінці 2016 року в біржовому реєстрі за II рівнем лістингу перебувало 6 цінних паперів ІСІ. У структурі біржового списку в розрізі фондових бірж у 2016 році за кількістю цінних паперів ІСІ виділяється ПФТС (87 випусків інвестиційних сертифікатів: 2 – II рівня лістингу, 85 – позалістингові). У структурі біржового списку в розрізі фондових бірж у 2016 році за кількістю цінних паперів ІСІ виділяється ПФТС (87 випусків інвестиційних сертифікатів: 2 – II рівня лістингу, 85 – позалістингові). Найбільший обсяг торгів цінними паперами ІСІ зафіксовано у квітні 2016 року – 8,84 млрд. грн. За підсумками 2016 року в структурі торгів на ринок цінних паперів ІСІ припало 3,31 % сумарного обсягу торгів на ринку цінних паперів. Водночас частка обсягу торгів цінними паперами ІСІ на біржовому ринку в загальному обсязі торгів цими інструментами на ринку цінних паперів зменшилася з 2,69 % у 2015 році до 0,70 % у 2016 році. Біржовий ринок цінних паперів ІСІ характеризувався нижчим рівнем концентрації, ніж позабіржовий ринок. За підсумками 2016 року обсяг торгів цінними паперами ІСІ на організованому ринку становив 495,77 млн грн. Протягом 2016 року в структурі торгів цінними паперами ІСІ за видами осіб, в інтересах яких укладалися контракти на біржовому ринку, значна частка належала фізичним особам резидентам (73,29 %).

Діяльність інститутів спільного інвестування. Загальна сума активів інститутів спільного інвестування наприкінці 2016 року становила 235,16 млрд грн, з яких 225,59 млрд грн – активи венчурних ІСІ та 9,57 млрд грн – активи невенчурних ІСІ. Разом із характеристикою активів інститутів спільного інвестування представляємо дані щодо їх кількості за видами та типами. Так, у 2016 році спостерігається зниження кількості інвестиційних фондів.

Згідно з інформацією НКЦПФР про результати діяльності діючих ІСІ станом на 31.12.2016 ІСІ провадили свою діяльність в 15 областях України, найбільшу кількість цих учасників зосереджено в м. Києві, а саме – 763 компанії. Для порівняння в Харківській області – 62 компанії.

Загальна сума активів функціонуючих ІСІ у 2016 році становила 230,85 млрд. грн, тоді як сума чистих активів діючих ІСІ – 188,70 млрд. грн. У структурі активів діючих ІСІ станом на 31.12.2016 р. переважала дебіторська заборгованість, інші інвестиції, акції та векселі (91,30 %). Така структура пояснюється тим, що частка венчурних фондів у загальних активах ІСІ становила понад 95 % та структура їх портфеля помітно позначається на структурі активів зведеного портфеля. Найбільшу частку активів відкритих ІСІ зосереджено в акціях, державних цінних паперах та грошових коштах (відповідно 36,65 %, 29,85 % та 24,83 %). Найбільшу частку активів інтервальных ІСІ зосереджено в акціях та дебіторській заборгованості (відповідно 37,01 % та 36,60 %). Найбільшу частку активів закритих ІСІ зосереджено в дебіторській заборгованості, інших інвестиціях та акціях (відповідно 26,76 %, 25,69 % та 17, 99 %)¹. Але фактична діяльність ІСІ підтверджує напрями інвестиційної діяльності при спільному інвестуванні.

У 2016 році триває скорочення кількості учасників сфери управління активами в Україні – як КУА, так і діючих фондів в управлінні та їхніх інвесторів. Зменшилися цього року й активи в управлінні.

Кількість компаній з управління активами у 2016 році скоротилася із 313 до 295. Кількість інститутів спільного інвестування – тих, що досягли нормативу мінімального обсягу активів, – зменшилася, а проте нових зареєстрованих ІСІ за рік з'явилося більше, ніж тих, що закрилися, – вперше за три роки. Протягом року найбільше було ліквідовано венчурних ПФ, а також відкритих та закритих диверсифікованих ПФ, тоді як кількість діючих венчурних КІФ продовжила стрімке зростання. Сукупні активи в управлінні та чисті активи ІСІ

¹ Офіційні відомості: звіт НКЦПФР за 2016 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/07/zvit-komosii-2016-ukr-web.pdf>.

у 2016 році вперше зменшилися. Таку динаміку визначили венчурні фонди, хоча скорочення тривало й у секторах інших закритих ІСІ та інтервальних фондів. Відкриті ж ІСІ вперше з 2010 р. мали приріст активів та ВЧА. Станом на 31.12.2016 р. активи індустрії становили понад 230 млрд. грн., чисті активи – майже 188 млрд. грн. Інвесторів за 2016 р. стало менше в усіх секторах ІСІ, хоча у 4-му кварталі зросла кількість іноземних підприємств-інвесторів в інтервальних, закритих ІСІ з приватним розміщенням (крім венчурних), а також іноземних громадян – у закритих ІСІ з публічною пропозицією.

Сукупні вкладення вітчизняних підприємств – найбільших інвесторів в ІСІ – у 2016 р. суттєво скоротилися, натомість громадян України та іноземних інвесторів – юридичних осіб – продовжували зростати. Найпопулярнішими серед різних категорій вкладників були венчурні фонди. Іноземні підприємства також збільшили обсяг своїх коштів у відкритих ІСІ. Частка в активах усіх ІСІ, що належить нерезидентам (переважно юридичним особам), у 2016 р. збільшилася до понад 21 %.¹

Як визначається, трендами індустрії управління активами в Україні у 1-му кварталі 2017 р. стали ряд напрямів, а саме²:

1. Кількість КУА. За даними УАІБ, залишилася на рівні 295 компаній. При цьому протягом кварталу було створено три нові компанії у Києві та Харкові.

2. Кількість зареєстрованих ІСІ. Станом на 31.03.2017 р. зросла із 1625 до 1648, а фондів, що досягли нормативу мінімального обсягу активів, – із 1130 до 1143.

3. Кількість інвесторів ІСІ. У січні-березні 2017 р. стрімко зросла (+7 242, +2,8 %, після – 0,06 % у 4-му кварталі 2016 р.) – попитом серед громадян України користувалися інтервальні та закриті фонди з публічною пропозицією, а серед іноземних підприємств – венчурні ІСІ. Усього в ІСІ станом на 31.03.2017 р. було **268 526** інвесторів, 96,6 % із яких були роздрібними вкладниками – резидентами України.

¹ Річні звіти за 2016 рік: Звіт української Асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ). URL: http://www.uaib.com.ua/about_uaib/vectors/about_association.html.

² Річний звіт за 1-й квартал 2017 року: Звіт української Асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ). URL: http://www.uaib.com.ua/about_uaib/vectors/about_association.html.

4. Найбільшими інвесторами ІСІ (за часткою у ВЧА). Залишилися українські юридичні особи, які значно збільшили свої інвестиції протягом січня-березня 2017 р. та розширили свою частку у сукупних чистих активах ринку із 68,4 % до 69,1 %. У венчурних фондах їхня вага зросла із 69,9 % до 70,7 %. У відкритих фондах, попри деяке скорочення, лідирували фізичні особи – резиденти (73,3 %, після 73,6 %).

5. Доходність ІСІ. Так, за 1-й квартал 2017 р. піднялася майже в усіх секторах (окрім закритих невенчурних ІСІ з приватною емісією та фондів облігацій). Найдоходнішими за середнім показником приросту вартості вкладень виявилися відкриті фонди (за типами ІСІ) – +10,2 % (після +1,8 % у 4-му кварталі 2016 р.

Враховуючи вищезазначені данні, можна говорити про можливість активної участі ІСІ в економіці України при покращенні її результатів та збільшенні доходів громадян.

Дослідженню правового та економічного стану діяльності інститутів спільного інвестування як одного з найбільш ефективних інструментів акумуляції інвестиційних ресурсів приділялась значна увага науковців, як правників так і економістів, зокрема таких, як О. В. Гарагонич, О. Балан, Ю. М. Бисага¹, О. М. Вінник, О. М. Діба, О. О. Євтушенко, Армін Дж. Каммел, О. Ю. Кампі, Д. Леонов, В. В. Резнікова, Е. А. Сидорова, О. А. Слободян, І. В. Солошкіна, І. М. Лифшиц², Л. С. Худакова, І. П. Янковська, М. П. Лукінська³, Г. М. Шовкопляс⁴ інші. Але в умовах постійних змін інвестиційного законодавства нагальним є аналіз сучасного механізму правового регулювання колективного інвестування в ЄС з метою вдосконалення законодавства України.

¹ Інститути спільного інвестування. Правове регулювання господарської діяльності зі спільного інвестування : монографія / О. В. Гарагонич, Ю. М. Бисага, О. Ю. Кампі, Д. М. Белов. Київ : Гельветика, 2014. 206 с.

² Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе : монография. Москва : Статут, 2012. 253 с.

³ Лукинская М. П. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Европейском Союзе : монография / за ред.: М. М. Бирюкова. Москва : Норма: ИНФРА-М, 2015. 224 с.

⁴ Глібка С. В. Актуальні питання правового регулювання ринків фінансових послуг в Україні : монографія / за ред.: С. В. Глібка, Г. М. Шовкопляс, І. О. Ониськіва. Харків : Право, 2016. 186 с.

Говорячи про інститути спільного інвестування, слід враховувати суттєву різницю серед світових тенденцій в їх назвах, а також відмінності в організації діяльності взагалі та в управлінні активами зокрема. При цьому такі розбіжності стосуються насамперед ІСІ, щодо інших інституційних інвесторів можна говорити про існування певної єдності в термінологічному апараті. Зважаючи на це, необхідно орієнтуватися на найпоширенішу класифікацію таких фінансових інститутів, яка передбачає виділення таких видів:

- статутні ІСІ (корпоративні фонди)
- з правами юридичної особи, як правило, у формі акціонерного товариства;
- довірчі (трастові фонди), які ґрунтуються на праві довірчої власності;
- контрактні (договірні) фонди, якими управляють керуючі компанії.

Поширення наведених видів ІСІ в окремих країнах слід пов'язувати з системами права, що сформовані в тій чи тій державі. Відповідно існує суттєва різниця в правових формах взаємовідносин учасників інвестиційного процесу.

У світовій практиці фактично сформовано такі концепції щодо управління активами інституціонального інвестора (у нашому випадку – інституту спільного інвестування), які покладено і в основу відповідного механізму регулювання:

1. Управління здійснюється самими інвесторами, які є акціонерами корпоративного фонду (або через його органи управління). При цьому можливий добровільний характер одержання послуги з управління активами та передачі іншим особам частини функцій.

2. Для трастових фондів управлінські рішення щодо активів приймаються на рівні управляючої компанії, проте їх реалізація покладена на трасти, з яким укладено відповідний договір.

3. Контрактні ІСІ передбачають юридичні відносини між інвестором, який є учасником фонду, та управляючою компанією, яка повністю управляє портфелем ІСІ¹.

¹ Диба О. М. Інститути спільного інвестування: світовий досвід та реалізація його в Україні. *Вісник КЕФ КНЕУ імені В. Гетьмана*. № 2. 2011. С. 63–76.

Основу нормативного регулювання в даній сфері становлять такі європейські акти як: Директива № 2014/65/ЄС від 15.05.2014 р. «Про ринки фінансових інструментів» (MiFID II)¹, Директива № 2009/65/ЄС від 13.07.2009 р. «Про координацію законів, регламентів та адміністративних положень, що стосуються організації колективного інвестування в цінні папери, що обертаються» (Далі – Директива № 2009/65)² та Делегований Регламент Комісії (ЄС) 2017/565 від 25.04.2016 р., який доповнює положення Директиви № 2014/65 / ЄС Європейського Парламенту та Ради в частині організаційних вимог і умов функціонування інвестиційних компаній і тлумачення термінів в рамках зазначеної Директиви³.

Так, положення Директиви № 2014/65/ЄС (MiFID II) поширюються на інвестиційні фірми, операторів ринку, надавачів послуг із повідомлення даних і фірми з третіх країн, що надають інвестиційні послуги або ведуть інвестиційну діяльність шляхом створення філії у ЄС. Також, стаття 2 цієї Директиви зазначає, що дія цієї Директиви не поширюється на організації колективного інвестування та пенсійні фонди незалежно від того, чи координуються вони на рівні ЄС, та депозитаріїв і керівників таких організацій. Хоча, якщо звернутися до положень Директиви № 2009/65/ЄС від 13.07.2009 р. «Про коор-

¹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA relevance <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1533903921685&uri=CELEX:32014L0065>.

² 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://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1435234610571&uri=CELEX:32009L0065>. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0039&qid=1435309224128>.

³ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1533904290767&uri=CELEX:32017R0565>.

динацію законів, регламентів та адміністративних положень, що стосуються організації колективного інвестування в цінні папери, що обертаються», то вони безпосередньо відсилають до положень Директиви № 2014/65/ЄС (MiFID II), і отже можна вважати, що Директива № 2014/65/ЄС (MiFID II) урегульовує певні питання, пов'язані із організацією колективного інвестування.

Фактично проблеми з реалізацією відповідного механізму колективного інвестування постійно призводить до удосконалення законодавства ЄС з цього питання, що виявляється в появі нових та підлаштуванні до сучасних вимог існуючих форм колективного інвестування.

На сьогоднішній день у сфері колективних інвестиційних схем, європейське законодавство передбачає такі типи інвестиційних фондів:

Фонд UCITS, який регулюється Директивою № 2009/65/ЄС від 13.07.2009 р. «Про координацію законів, регламентів та адміністративних положень, що стосуються організації колективного інвестування в цінні папери, що обертаються».

Відповідно до ч. 2 ст. 1 Директиви № 2009/65 фонд UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) є підприємством, єдиною метою якого є колективне інвестування капіталу, отриманого від громадськості, в цінні папери або інші фінансові активи, визначені в ст. 50 (1) цієї Директиви, що діє за принципом розподілення ризиків, а також підприємство з частками, які на вимогу власників повинні бути викуплені або погашені прямо чи опосередковано з активів цього підприємства.

UCITS переважно інвестують у цінні папери, що перебувають у вільному обігу. Метою UCITS є спільне інвестування в цінні папери, що підлягають обігу, з фондів, залучених від населення, видача цінних паперів або паїв, що відображають такі інвестиції, і їх повторна купівля та викуп фондом активів UCITS. Не менш ніж 90 % інвестиційного портфеля UCITS повинні складати цінні папери, які є в лістингу на біржі або інші фінансові інструменти, відповідно до Директиви № 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових

інструментів»¹, та інші фінансові активи, відповідно до ст. 50 Директиви 2009/65.

UCITS може бути заснований у таких відмічених вище традиційних організаційно-правових формах:

1) загальний фонд (common fund), активи якого управляються управляючою компанією – контрактна форма;

2) пайовий фонд (unit trust) (концепція довірчого (трастового) права в системах загального права);

3) інвестиційна компанія – корпоративна форма².

Отже, особливість фондів UCITS полягає в тому, що фонди UCITS можуть бути різними за своєю організаційною формою. Найбільш поширеними є фонди двох типів – common fund і SICAV. Common fund позначає звичайний інвестиційний фонд, який створюється шляхом укладення контрактів між керуючими й інвесторами, при цьому створювана структура не є окремою юридичною особою. Юридичною особою у даному випадку виступають інвестиційні компанії, які здійснюють управління фондом. Інвесторам належать частки фонду. Такі структури аналогічні українським пайовим інвестиційним фондам. SICAV (від франц. «Société d'Investissement à Capital Variable») є відкритою інвестиційною компанією, володіння якої здійснюється через акції. При цій структурі сам фонд є окремою юридичною особою, організованим у формі акціонерного товариства. Капітал компанії залежить від кількості коштів, заплачених інвесторами. SICAV може бути самоврядним (тобто управлятися в рамках існуючої юридичної особи) або ж як common fund мати керуючу компанію. Як частки common fund так і акції SICAV продаються і купуються за ціною, яка залежить від ринкової вартості чистих активів

¹ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0039&qid=1435309224128>.

² Янковська І. П. Особливості правового регулювання спільного інвестування на інтегрованому ринку цінних паперів ЄС. *Актуальні проблеми держави і права*. 2011. С. 577–583.

фонду¹. Діяльність з управління UCITS включає управління портфелем, маркетинг та адміністрування.

Відносини з діяльності UCITS в країнах ЄС регулюються Директивою № 2009/65. Керуючі компанії можуть делегувати третім особам одну або декілька своїх власних функцій. Керуюча компанія, створена в державі-члені, має правоздійснювати свою діяльність в іншій державі-члені шляхом створення філії або на підставі свободи надання послуг. У випадках, коли керуюча компанія створена в третій країні відмовляється надавати інформацію або порушує положення приймаючої держави-члена, компетентні органи приймаючої держави-члена мають можливість приймати певні заходи, такі як запобігання здійснення керуючою компанією будь-яких нових операцій.

Щодо статусу керуючої компанії, Директива № 2009/65 встановлює, що компетентні органи повинні надати дозвіл керуючій компанії на управління фондом при дотриманні таких умов (ст. 7 Директиви № 2009/65):

- початковий капітал компанії складає 125 000 євро;
- вона відповідає організаційним вимогам, встановленим цією Директивою;
- чітко визначена організаційна структура компанії в уставних документах.

Ще одним ключовим суб'єктом колективного інвестування є депозитарій. Відповідно до ч. 1 ст. 2 Директиви № 2009/65, депозитарій – це установа, якій доручено обов'язки, перелічені в статтях 22 і 32, а також викладені у гл. 4 та розділі 3 гл. 5 цієї Директиви. На підставі даних положень з'ясовано, що депозитарій – це незалежна установа від самого фонду UCITS та інвестиційного керуючого фонду UCITS, основним завданням якого є зберігання активів інвесторів. Важливо зазначити, що ні менеджер, ні будь-які звичайні брокери, які виступають в якості так званих «контрагентів» фонду, не можуть бути депозитаріями. Для захисту прав інвесторів та більш детального регулювання відносин депозитарію і керуючої компанії було прийнято

¹ Private Banking & Wealth Management: Іноземні інвестиційні фонди – частина 2: UCITS. URL: <http://world.investfunds.ru/news/view/40631>.

Директиву № 2010/43/ЄС «Стосовно організаційних вимог, конфліктів інтересів, ведення бізнесу, управління ризиками та змісту договору між депозитарієм та керуючою компанією»¹.

Що стосується видів суб'єктів, які мають право виступати в якості депозитаріїв UCITS, ними можуть бути тільки центральні банки, кредитні установи та фірми, які відповідають організаційним і пруденційним правилам регулювання інвестиційних компаній та мають достатній капітал.

Альтернативний інвестиційний фонд (далі – AIF), крім Директиви № 2009/65, функціонує на підставі Директиви № 2011/61/ЄС Європейського парламенту і Ради від 08.06.2011 р. «Про керуючих альтернативними інвестиційними фондами та внесення змін до Директиви № 2003/34/ЄС, Регламентів (ЄС) № 1060/2009 і (ЄС) №1095/2010» (далі – Директива № 2011/61)².

Головна мета Директиви № 2011/61 – створення комплексної і безпечної інфраструктури для регулювання і пруденційного нагляду за діяльністю керуючих AIF в ЄС (далі – AIFM). Дана Директива № спрямована на: підвищення прозорості AIFM по відношенню до інвесторів, керівників та співробітників компаній, в які вони інвестують; забезпечення національних органів нагляду, на європейських ринках цінних паперів та Європейської ради з системних ризиків, інформацією та інструментами, необхідними для моніторингу і реагування на ризики для існування стабільної фінансової системи.

Регламент № 694/2014/ЄС «Стосовно нормативно-технічних стандартів, які визначають типи керуючих альтернативними інвестиційними фондами», додатково встановлює особливості AIFM відкритого та закритого типів AIF.

¹ Commission Directive 2010/43/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company. URL: <http://eurlex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1435309819343&uri=CELEX:32010L0043>.

² Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>.

Сфера дії Директиви 2011/61 встановлюється шляхом визначення спеціального регулювання додатково до регулювання Директивою № 2009/65, тобто Директива № 2011/61 застосовується до всіх видів фондів, крім UCITS. Директива № 2011/61 є такою, що регулює операції з фінансовими інструментами та діяльність менеджерів фондів, а не сам АІФ. Усі підприємства, які здійснюють управління інвестиційними портфелями на регулярній основі, повинні розглядатися як керуючий альтернативним інвестиційним фондом. У зв'язку з цим немає різниці, чи є АІФ відкритим або закритим, яку організаційно-правову форму має та чи є АІФ в лістингу фондової біржі.

Структуруючи сферу дії Директиви № 2011/61 в цілому, можна знайти три основні напрямки застосування для керуючих компаній, які розподіляються таким чином:

- усі європейські АІФМ, які здійснюють управління одним або більше європейських або неєвропейських АІФ;
- усі неєвропейські АІФМ, які здійснюють управління європейським АІФ, незалежно від того, чи здійснюється їх дистрибуція їх інвестиційних продуктів в ЄС.
- усі неєвропейські АІФМ, які здійснюють дистрибуцію інвестиційних продуктів європейських або неєвропейських АІФ в ЄС¹.

Також варто зосередити увагу на тому, що відповідно до п. 10 преамбули Директиви 2011/61 не регулюються фонди АІФ. Визначення категорій фондів, склад та структуру портфелів вона відносить до компетенції національного рівня. При цьому національне регулювання не повинно суперечити даній Директиві, перешкоджати здійсненню прав менеджерів фондів. Також правила введено в конкретній країні, які доповнюють Директиву № 2011/61 не є обов'язковими за межами цієї країни.

Що стосується випадків незастосування цієї Директиви, головним чином вони обмежені холдинговими компаніями, а також установами, що підпадають під регулювання Директиви № 2003/41/ЄС «Про діяльність та нагляд за установами з надання професійного пенсійного

¹ Каммел Дж., Леонов Д. Компаративний аналіз парадигми регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні а ЄС. *Фінансові інститути*. 2012. № 12. С. 75–90.

забезпечення»¹, наднаціональними установами, центральними банками, національними та регіональними установами, що здійснюють управління фондами соціального страхування або пенсійної системи (ч. 3 ст. 2 Директиви № 2011/61). Крім того, Директива № 2011/61 дає можливість не застосовувати норми Директиви до AIF, чиї активи в управлінні є нижче певних нормативів (ст. 3, § 2).

Вважаємо за необхідне звернути увагу на правовий режим такого поняття як паспортизація UCITS і AIFM, яке є загальноприйнятим для інститутів спільного інвестування в цінні папери, що підлягають обігу та альтернативних інвестиційних фондів. Режим паспортизації керуючих компаній території ЄС застосовується окремо для керуючих компаній інститутів спільного інвестування в цінні папери, що підлягають обігу, та для керуючих компаній інших типів фондів, таких як альтернативні інвестиційні фонди. Таким чином, керуючі компанії UCITS, які також керують місцевими фондами non-UCITS, не можуть мати паспорт згідно з Директивою № 2009/65 для тієї частини своєї діяльності, що відноситься до фондів non-UCITS. Саме тоді набуває чинності Директива № 2011/61, яка передбачає паспортизацію діяльності фондів non-UCITS, надаючи можливість дистанційного об'єднання управління. Крім того, при паспортизації AIFM буде реалізовуватися так званий «принцип єдиного паспорту»² замість принципу взаємного визнання.

Європейські фонди соціального підприємництва (EuSEF) регулюються Регламентом (ЄС) № 346/2013 Європейського парламенту і Ради від 17.04. 2013 р. «Про європейські фонди соціального підприємництва» (далі – Регламент № 346/2013)³. Його норми встановлюють єдині вимоги та умови для керуючих колективних інвестиційних

¹ Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32003L0041>.

² Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та в Україні : навч. пос. : за ред. Ю. В. Безручко, О. М. Вінник, М. О. Глогов, О. В. Кологойда. Центр учбової літератури. Київ: 2007. 194 с.

³ Regulation (EU) No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0018:0038:EN:PDF>.

фондів, які мають намір використовувати позначення «EuSEF» стосовно фондів соціального підприємництва в ЄС, сприяючи тим самим їх функціонуванню на внутрішньому ринку ЄС.

Поняття фондів соціального підприємництва розуміє під собою фонди, які спрямовані на досягнення позитивних соціальних наслідків та вирішення соціальних задач та ставлять їх своїми корпоративними цілями, на відміну від звичайних інвестиційних фондів, в яких головною метою є накопичення прибутку. Прикладом соціального бізнесу як об'єкту інвестування є компанія у Франції, яка в 2004 р. запустила інноваційний проект – миття машин без використання води шляхом застосування біологічних продуктів, що розчиняються, наймаючи на роботу некваліфікованих та асоціальних працівників з метою реінтеграції їх на ринку праці. Або приклад з Нідерландів: компанія навчає читанню дітей з використанням інноваційних цифрових інструментів і методу, заснованому на грі. Цей спосіб особливо підходить для гіперактивних дітей та дітей, які страждають на аутизм¹.

EuSEF являють собою інвестиційні фонди, які вкладають не менше 70 % у кваліфіковані інвестиції (ст. 3 Регламенту № 346/2013). Кваліфікований фонд соціального підприємництва інвестує в акції та відповідні квазі-інструменти, розміщені кваліфікованими компаніями (соціальним бізнесом), секьюритизовані або несекьюритизовані боргові інструменти даних компаній, паї/акції EuSEF, забезпечені або незабезпечені позики, надані EuSEF кваліфікованим компаніям. Регламентом № 346/2013 також встановлюються вимоги до соціального бізнесу, в який можуть інвестувати дані фонди. Вимоги включають наявність мети досягнення соціального ефекту в статутних документах компанії, переважне використання прибутку для досягнення основного соціального завдання бізнесу, відкритість і відповідальність ведення бізнесу та ін.

Інвесторами соціальних фондів можуть виступати професійні клієнти (відповідно до Директиви № 2011/65) або інвестори, що

¹ European Social Entrepreneurship Funds – Frequently Asked Questions. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-881_en.htm?locale=en.

вкладають не менше 100 тис. євро та підписали декларацію про розуміння ризиків інвестицій (ст. 6 Регламенту № 346/2013).

Європейські венчурні фонди (EuVECA) функціонують на підставі Регламенту (ЄС) № 345/2013 Європейського парламенту і Ради від 17.04.2013 р. «Про європейські венчурні фонди» (далі – Регламент № 345/2013)¹, спрямовані на сприяння розвитку венчурних інвестицій у інноваційні малі та середні підприємства (далі – МСП). На відміну від більш широкої категорії альтернативних інвестиційних фондів, які розміщують в емісійні цінні папери, венчурні фонди інвестують переважно у безпосередньо випущені інструменти, наприклад, в акції або в некваліфікаційні портфельні зобов'язання, які мають складати максимум 30 % від скупного капіталу фонду (п. 20 преамбули Регламенту № 345/2013). Економічні дослідження показують, що молоді стартапи, які отримують кошти від прямих інвестицій, живуть краще тих, хто змушений брати кредити у банку.

Як і фонди соціального підприємництва, фонди венчурного фінансування повинні спрямовувати не менше 70 % своїх активів на розвиток підприємств МСП, а суми, інвестовані в організації, не повинні перевищувати встановлених інвесторами рамок, щоб уникнути потрапляння фонду в боргову яму (п. 12 преамбули; ст. 3, п (б) Регламенту № 345/2013). Вклади повинні здійснюватися тільки професійними інвесторами, не має значення – корпоративними чи приватними особами. Встановлений мінімум для інвестора становить € 100 000 (ст. 6 Регламенту № 345/2013).

Основним видом діяльності венчурних фондів є фінансування МСП через первинні інвестиції. Венчурні фонди не повинні ані брати участь у системоутворюючих видах банківських операцій за межами пруденційної нормативно-правової бази (так званої «тіньової банківської системи»), ані притримуватися типового перспективного планування в непублічні акції (ст. 17 преамбули Регламенту № 345/2013).

Окремо регулюються в ЄС фонди довгострокового інвестування. Інвестування через European long-term investment funds (ELTIF)

¹ Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1435311674494&uri=CELEX:32013R0345>.

передбачає більш широкий підхід, ніж EuVECA і EuSEF, а саме інвестування в широке коло довгострокових активів приватними інвесторами:

- 1) інвестиції в інфраструктурні проекти, наприклад в області транспорту, енергетики та освіти;
- 2) інвестиції в підприємства не котируються на біржі, на практиці в основному МСП;
- 3) інвестиції в нерухомі активи, такі як будівлі або пряме придбання інфраструктурних активів.

При цьому тільки альтернативні інвестиційні фонди ЄС (AIFS), які управляються за допомогою менеджерів альтернативних інвестиційних фондів (AIFM), уповноважених відповідно до Директиви № 2011/61, матимуть право представляти себе як ELTIF (п. 9 преамбули Регламенту № 2015/760 «Про довгострокові інвестиційні фонди» (далі – Регламент №2015/760)¹. Також ELTIF регулюється додатковими правилами, відповідно до яких фонд зобов'язаний 70 % свого капіталу розміщувати в конкретну категорію дозволених активів (довгострокових). Для того, щоб дати можливість менеджерам ELTIF певним чином дивесифікувати свій портфель, Регламент ЄС № 2015/760 встановлює можливість розміщувати капітал в інші активи, крім довгострокових, але при цьому встановлює обмеження в 30 % від сукупного капіталу фонду (ст. 30 Регламенту № 2015/760). ELTIF, як правило, не пропонують право викупу акцій до кінця існування фонду. Конкретна дата можливості викупу акцій повинна бути зазначена в установчих документах і бути доступною для інвесторів.

Інвестувати в ELTIF матимуть можливість професійні інвестори – пенсійні фонди і страхові компанії, також дрібні інвестори, у тому числі роздрібні вкладники. Менеджер фонду або дистриб'ютор повинен гарантувати, що роздрібний інвестор з портфелем до € 500 000 може інвестувати в довгострокові активи суму, яка не перевищує 10 % від його сукупного капіталу та за умови, що початковий обсяг інвес-

¹ Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1435311970928&uri=CELEX:32015R0760>.

тицій в один або більше ELTIF не може бути менше € 10,000 (ст. 46 Регламенту № 2015/760). Крім того, якщо період діяльності ELTIF перевищує десять років, менеджер фонду або дистриб'ютор повинен видати письмове повідомлення, що він не може бути підходящим для роздрібних інвесторів, які можуть не витримати таке довгострокове і неліквідне зобов'язання (ст. 41 Регламенту № 2015/760).

Законодавство ЄС, вводячи декілька видів інвестиційних фондів, тим самим дозволяє узгодити можливість залучення коштів в економіку і, з чим необхідно погодитися, одночасно здійснювати дрібними інвесторами інвестиції за надзвичайно гнучких умов¹.

Отже, існуючі нормативні акти та актуальні тенденції регулювання в праві ЄС інститутів колективного інвестування свідчать про диверсифікацію можливостей для інвесторів в частині розміщення своїх інвестицій в різноманітні активи в залежності від мети розміщення, видів активів, різного ступеня інвестиційних ризиків, термінів розміщення, що з другого боку, надає можливість реципієнтам різних галузей економіки та соціальних груп мати доступ до недорогого небанківського фінансування. Але при цьому регулюванні не відмінюються сталі форми нагляду, у тому числі пруденційного, за діяльністю інститутів колективного інвестування та іншими учасниками системи колективного інвестування, у тому числі чітко регламентується право інвесторів на доступ до відповідної інформації та на самостійну оцінку ризиків.

¹ Резнікова В. В. Правове регулювання посередництва у сфері господарювання (теоретичні аспекти) : монографія. Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, Хмельниц. Університет управління та права. Хмельницький, 2010. 706 с.