

**КРИШТАК І. В.,**

аспірант

*(Науково-дослідний інститут**приватного права і підприємництва**імені академіка Ф. Г. Бурчака**Національної академії правових наук  
України)*

УДК 346.543.1

DOI <https://doi.org/10.32842/2078-3736/2022.5.13>

### ЗАКОРДОННИЙ ДОСВІД ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Стаття присвячена дослідженню досвіду функціонування інститутів спільного інвестування в окремих зарубіжних країнах, зокрема, в США, Великобританії та країнах Європейського Союзу. У першу чергу, автором роз'яснюється термінологічний апарат, який використовується у зарубіжній правовій доктрині в контексті діяльності інститутів спільного інвестування.

В результаті дослідження законодавства США проводиться систематизація інвестиційних компаній, які є схемами колективного інвестування, зокрема, виділяються наступні їх види: інвестиційні компанії, що залучають кошти шляхом випуску номінальних сертифікатів (face-amount certificate company); пайові інвестиційні трасти, що організовані на підставі договору про довірче управління, договору про опіку, агентському чи іншому аналогічному договорі (unit investment trust); керуючі компанії, до яких відносяться будь-які інші компанії, що не відносяться до двох попередніх видів (management company).

Дослідивши законодавство Великобританії та джерела зарубіжної наукової думки, автор робить висновок, що схеми колективного інвестування у Великобританії поділяються на регульовані схеми (regulated schemes), визнані схеми (recognized schemes) та нерегульовані схеми (unregulated schemes), а також на пайові трасти (unit trusts), інвестиційні компанії відкритого типу (open ended investment companies), інвестиційні трасти (investment trusts), біржові торгові фонди (exchange traded funds) та нерегульовані колективні інвестиційні схеми (unregulated collective investment schemes).

За результатами дослідження законодавства Європейського союзу автор виділяє інститути спільного інвестування в цінні папери, які підлягають обігу (Undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS), що позначає окрему групу CIS, яка існує саме на території Європейського Союзу, та керуючі фондами альтернативних інвестицій (Alternative investment fund managers – AIFM).

**Ключові слова:** *спільне інвестування, інститути спільного інвестування, схеми колективного інвестування, інвестиційні компанії, керуючі компанії.*

#### **Kryshchak I. V. Foreign experience of collective investment schemes functioning**

The article is devoted to the study of the experience of functioning of collective investment schemes in some foreign countries, in particular, in the United States of America, Great Britain and the European Union. First of all, the author explains the terminology used in foreign legal doctrine in the context of collective investment schemes.

As a result of the study of United States legislation, the author systematizes investment companies that are collective investment schemes, in particular,



the following types are distinguished: investment companies that raise funds by issuing face-amount certificates (face-amount certificate company); unit investment trusts organized on the basis of a trust management agreement, trustee agreement, agency or other similar agreement (unit investment trust); management companies, which include any other companies that do not belong to the two previous types (management company); and investment companies that raise funds by issuing face-amount certificates (face-amount certificate company).

Having studied the United Kingdom legislation and sources of foreign scientific opinion, the author concludes that collective investment schemes in the United Kingdom are divided into regulated schemes, recognized schemes and unregulated schemes, as well as unit trusts, open ended investment companies, investment trusts, exchange traded funds and unregulated collective investment schemes.

Based on the results of the study of the legislation of the European Union, the author distinguishes between the institutions of collective investment in transferable securities (Undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS), which denotes a separate group of collective investment schemes, which exists in the European Union, and Alternative investment fund managers (AIFM).

**Key words:** *collective investment, collective investment institutions, collective investment schemes, investment companies, management companies.*

**Вступ.** Інститути спільного інвестування (надалі – ІСІ) є одним із популярних способів залучення коштів від населення з метою їх подальшого інвестування у перспективі напрямки. ІСІ є продуктом ринкової економіки, ринків вільних капіталів, спрямованим на отримання прибутку для їх учасників. Особливості історичного розвитку нашої держави обумовили тривале перебування України поза загальносвітовими ринковими процесами, нашому народу не були доступні вже звичні для багатьох розвинених країн світу фінансові інструменти та інші досягнення ринкової економіки, серед яких є й ІСІ. На сьогодні ІСІ в Україні перебувають на етапі становлення, хоча й доволі активного. Певні особливості їх функціонування потребують вдосконалення, з приводу чого досить важливим є досвід зарубіжних країн, в окремих з яких історія ІСІ налічує сотні років.

**Постановка завдання.** Метою статті є дослідження досвіду окремих зарубіжних країн у правовому регулюванні відносин спільного інвестування та функціонування ІСІ.

**Результати дослідження.** У першу чергу, необхідно відзначити, що у правовій системі зарубіжних країн поняттю ІСІ кореспондує термін Collective Investment Schemes (CIS), який дослівно можна перекласти як «колективні інвестиційні схеми», «інститути колективного інвестування», «програми колективного інвестування», «інститути спільного інвестування», «схеми колективних інвестицій». Зауважимо, що інструменти, які передбачають можливість залучення інвесторів до участі в професійно керованих активах для досягнення певної інвестиційної мети зустрічаються в переважній більшості розвинутих країн світу, проте правові форми організації залучення інвесторів є різними, хоча й подібними.

У країнах-членах Організації економічного співробітництва та розвитку виділяють три основні правові форми для CIS, а саме: корпоративна форма, за якою CIS є самостійними юридичними особами корпоративного типу, в яких активи належать самим інвестиційним компаніям, а інвестори є їх акціонерами (власниками корпоративної частки); трастова форма, за якою CIS організуються у формі трасту, в яких ідентифікована група активів створюється та управляється довірчими власниками в інтересах іншої сторони (беніфіціара), інвестор є бенефіціаром трасту та володіє паями трасту; договірна форма, відповідно до якої інвестор укладає договір з компанією з управління інвестиціями, яка зобов'язується набути портфель цінних паперів та управляти цими цінними паперами від імені конкретного інвестора, інвестор володіє пропорційною часткою інвестиційного портфелю [1, с. 14].

Цікавою країною для дослідження її досвіду у сфері правового регулювання відносин у сфері спільного інвестування є США. У Сполучених Штатах Америки ІСІ представлені



інвестиційними компаніями (investment companies), діяльність яких в основному регулюється Законом про інвестиційні компанії, прийнятим ще у 1940 році (Investment Company Act of 1940) [2].

Відповідно до Закону про інвестиційні компанії (Investment Company Act of 1940) інвестиційною компанією визнається учасник ринку, що займається або планує займатися діяльністю із першочергово інвестування, реінвестування чи торгівлею цінними паперами; або займається чи планує займатися діяльністю із випуску номінальних сертифікатів в розстрочку або раніше займався такою діяльністю та має будь-який такий сертифікат в обігу; або займається чи планує займатися діяльністю із інвестування, реінвестування, володіння чи торгівлі цінними паперами, чи володіє або планує набути інвестиційні цінні папери, вартість яких перевищує 40 відсотків від вартості активів такого учасника (за виключенням державних цінних паперів та грошових коштів) на неконсолідованій основі [2].

Аналіз змісту вказаного нормативно-правового акту дозволяє провести наступну класифікацію інвестиційних компаній: інвестиційні компанії (face-amount certificate company), що залучають кошти шляхом випуску номінальних сертифікатів; пайові інвестиційні трасти (unit investment trust), що організовані на підставі договору про довірче управління, договору про опіку, агентському чи іншому аналогічному договорі; керуючі компанії (management company), до яких відносяться будь-які інші компанії, що не відносяться до двох попередніх видів.

Варто відзначити, що в аналізі особливостей діяльності інституцій, подібних до ІСІ, в США важливо приділити увагу окремим вимогам до організації процесу розміщення інвестицій та поводження із активами вкладників. З цього приводу необхідно зазначити, що в системі відносин спільного (колективного) інвестування в США важливими учасниками є інвестиційні радники (investment advisers), діяльність яких навіть регулюється самостійним нормативно-правовим актом – Законом про інвестиційних радників 1940 року (Investment Advisers Act of 1940) [3]. Виходячи із змісту вказаного Закону, інвестиційним радником є будь-яка особа, яка за плату провадить діяльність із консультування інших осіб як безпосередньо, так і шляхом розміщення публікацій, щодо вартості цінних паперів або щодо доцільності інвестування в цінні папери, їх придбання чи продажу, або особа, яка за плату та в якості своєї звичайної діяльності випускає чи оприлюднює аналітику чи звіти щодо цінних паперів. У цьому Законі передбачається, що, за деякими винятками, у своїй діяльності інвестиційні радники зобов'язані діяти в інтересах інвесторів, захищати їх права.

У зарубіжній науковій думці звертається увага на наявність фідучіарного (довірчого) обов'язку інвестиційних радників щодо своїх клієнтів. Вказаний обов'язок визнається найвищим стандартом правової допомоги, який вимагає безумовного розкриття будь-якого потенційного конфлікту інтересів. Фідучіарний обов'язок складається з: 1) обов'язку дбайливого ставлення; 2) обов'язку лояльності; 3) обов'язку добросовісності; 4) обов'язку конфіденційності; 5) обов'язку обачності; 6) обов'язку розкриття інформації. Якщо інвестиційний радник порушує свої фідучіарні обов'язки, він несе особисту відповідальність за неправомірно отриманий прибуток [4].

Як і в США, у Великобританії ІСІ за їх термінологією також визначаються як CIS (Collective Investment Schemes). Сьогодні відносини CIS у Великобританії в основному регулюються Законом про фінансові послуги та ринки 2000 року (Financial Services and Markets Act 2000), в якому окремий розділ (частина XVII) присвячено правовому регулюванню інститутів спільного інвестування (CIS) [5]. Відповідно до вказаного нормативно-правового акту під CIS розуміється будь-яка домовленість (угода) щодо будь-якого майна, включаючи гроші, метою або наслідком якої є надання можливості особам, які беруть участь в угодах (будь то шляхом набуття майна або будь-якої його частини у власність, або іншим чином) отримати прибуток чи дохід, що виникають у результаті придбання, утримання, управління чи розпорядження майном, або суми, виплачені з такого прибутку чи доходу [5].

Крім того, в Законі міститься доповнення до вказаного визначення, яке досить слушно відображає сутність CIS відповідно до британської правової реальності. Так, законодавцем



передбачається, що угоди мають бути такими, що виключають повсякденний контроль над управлінням майном, незалежно від того, чи мають учасники право на отримання роз'яснень або надання рекомендацій щодо управління майном. Водночас угода повинна мати хоча б одну із наступних ознак: 1) внески учасників і прибуток або доходи, з яких мають здійснюватися виплати, об'єднуються, 2) управління майном здійснюється як єдиним цілим оператором інституту або від його імені [5].

У публікаціях з питань CIS у Великобританії наводиться така їх класифікація: регульовані схеми (regulated schemes), визнані схеми (recognized schemes) та нерегульовані схеми (unregulated schemes) [6]. Можна зустріти й дещо інший підхід до класифікації CIS, за яким пропонується виділяти п'ять типів колективного інвестування, а саме: пайові трасти (unit trusts), інвестиційні компанії відкритого типу (open ended investment companies), інвестиційні трасти (investment trusts), біржові торгові фонди (exchange traded funds) та нерегульовані колективні інвестиційні схеми (unregulated collective investment schemes) [7].

Управлінням з фінансового регулювання та нагляду (Financial Conduct Authority, скорочено – FCA) зазначається, що регульованою схемою інвестування (regulated schemes) є колективна інвестиційна схема спільного інвестування, визначена розділом 235 Закону про фінансові послуги та ринки 2000 року (Financial Services and Markets Act 2000), яка фактично включає в себе як безпосередньо регульовані схеми інвестування (regulated schemes), тобто ті, що авторизовані Управлінням з фінансового регулювання та нагляду у Великобританії, так і визнані схеми (recognized schemes), тобто визнані за межами Великобританії, так би мовити, іншими авторитетними органами, у зв'язку із чим визнаються й у Великобританії її Управлінням з фінансового регулювання та нагляду (FCA) [8; 9]. Основною кваліфікуючою особливістю цих видів CIS є те, що лише вказані схеми можуть бути запропоновані будь-якому інвестору в країні [8]. Як наслідок, до регульованих (regulated schemes) та визнаних (recognized schemes) схем інвестування, відповідно до чинного законодавства Великобританії, ставляться суворі вимоги щодо особливостей провадження ними діяльності. Наприклад, діяльність CIS повинна відповідати не тільки законодавству, а й детальним правилам, регламентованим FCA.

Авторизовані FCA колективні інвестиційні схеми спільного інвестування можуть бути двох типів. Перший – авторизовані пайові трасти (authorized unit trusts, скорочено – AUTs), в яких майно передається трасту в довірчу власність довірцями (інвесторами). Другий – інвестиційні компанії зі змінним капіталом (investment company with variable capital, скорочено – ICVC), які є формою відкритої інвестиційної компанії у Великобританії [6].

Управлінням з фінансового регулювання та нагляду (FCA) досить детально пояснюється, які види CIS слід вважати визнаними (recognized schemes). Такі CIS мають бути створені за межами Великобританії і визнані FCA, а саме: схеми, створені в країнах Європейської економічної зони; схеми, створені в деяких інших визначених країнах; окремі індивідуально визначені закордонні схеми [10].

Особливу групу CIS становлять нерегульовані схеми (unregulated schemes). FCA надають пояснення, що у випадку, коли CIS не авторизовано й не визнано, він вважається нерегульованою схемою колективних інвестицій (UCIS). На UCIS не поширюються вимоги, які застосовуються до регульованих схем Великобританії та визнаних схем інших держав щодо їх інвестиційних повноважень та порядку управління ними [11].

Серед ключових особливостей UCIS, що відрізняють їх від інших типів колективного інвестування, окрім викладеного вище, є те, що UCIS можуть інвестувати в більш ризиковані активи та використовувати ризикові інвестиційні стратегії, зокрема, гроші можуть бути вкладені у виробництво фільмів, лісові плантації, іноземну власність тощо. Крім того, UCIS не можуть пропонуватися широкому загалу, а лише конкретно визначеним інвесторам, як то, інвесторам зі значними капіталами, досвідченим інвесторам, самостійно кваліфікованим досвідченим інвесторам [11].

Окрему увагу варто приділити дослідженню правового регулювання відносин із спільного інвестування в країнах Європейського Союзу (надалі – ЄС), основною особли-



вістю правового регулювання яких є те, що воно здійснюється на двох рівнях: наддержавному (наднаціональному), тобто на рівні нормативно-правових актів ЄС, зокрема, директив, та на національному рівні.

У першу чергу, необхідно відзначити, що окрім поняття Collective Investment Schemes (CIS) – схеми колективного інвестування, яке активно використовується в правовій літературі, на законодавчому рівні також використовується й інша специфічна термінологія. Зокрема, в країнах ЄС використовується поняття «інститути спільного інвестування в цінні папери, які підлягають обігу» (Undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS), що позначає окрему групу CIS, яка існує саме на території ЄС. На вказану категорію ІСІ припадає 75 % усіх колективних інвестицій дрібних інвесторів у Європі [12]. Наднаціональне правове регулювання UCITS здійснюється Директивою 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 13 липня 2009 р. про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються ІСІ в цінні папери, що підлягають обігу [13]. UCITS представляють собою інвестиційні механізми, які об'єднують капітал інвесторів та інвестують цей капітал разом через портфель фінансових інструментів, таких як акції, облигації та інші цінні папери [14].

Іншою значною групою колективних інвестиційних схем в країнах ЄС є керуючі фондами альтернативних інвестицій (Alternative investment fund managers – AIFM). Наднаціональне правове регулювання діяльності AIFM здійснюється Директивою 2011/61/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 8 червня 2011 р. про керуючих фондами альтернативних інвестицій та внесення змін до директив 2003/41/ЄС та 2009/65/ЄС та Регламенту (ЄС) № 1060/2009 та (ЄС) № 1095/2010 [15]. Вказана директива поширюється на керуючих альтернативних інвестиційних схем, розроблених для професійних інвесторів, які включають в себе хедж-фонди, фонди прямих інвестицій, фонди нерухомості та широкий спектр інших типів інституційних фондів [12].

Варто відзначити, що у правовій системі країн ЄС зустрічається таке поняття, як роздрібний інвестор (retail investor), тобто індивідуальний інвестор, який не є професійним інвестором та який купує й продає цінні папери або фонди, які містять пакети цінних паперів, такі як взаємні фонди та фонди, що торгують на біржі [16]. Якщо провести аналогію із українським законодавством та українською правовою доктриною щодо ІСІ, то можна зробити висновок, що саме роздрібні (індивідуальні) інвестори є основними учасниками ІСІ. Водночас саме роздрібні (індивідуальні) інвестори є найбільш вразливою групою інвесторів, оскільки вони не є професійними учасниками інвестиційних процесів, не мають відповідних знань та досвіду. Щодо цього важливо звернути увагу на ту обставину, що на рівні ЄС прийнято спеціальне правове регулювання відносин за участі роздрібних інвесторів, спрямоване за максимальне нівелювання ризиків їх участі в ІСІ. Так, Регламентом № 1286/2014 Європейського парламенту та Ради від 26 листопада 2014 р. про ключові інформаційні документи для пакетних роздрібних та страхових інвестиційних продуктів (PRIIP) в обґрунтування його прийняття закріплюється, що відсутність прозорості в інформаційних документах щодо кожної інвестиційної схеми суттєво ускладнює їх вибір для роздрібних інвесторів. Отже, підвищення прозорості ключових інформаційних документів для пакетних роздрібних та страхових інвестиційних продуктів, які пропонуються роздрібним інвесторам, є важливим заходом захисту інвесторів і є необхідною передумовою для відновлення довіри роздрібних інвесторів до фінансового ринку [17].

Регламентом № 1286/2014 визначається поняття «ключовий інформаційний документ» (key information document), під яким необхідно розуміти інформаційний документ про інвестиційний продукт, який містить в собі всі ключові характеристики цього продукту, складений відповідно до вимог вказаного Регламенту та оприлюднений на відповідному веб-сайті виробника інвестиційного продукту. Із змісту Регламенту можна зробити висновок, що ключовий інформаційний документ є документом, що передуює укладенню інвестиційного договору. Ключовий інформаційний документ повинен бути точним, справедливим, чітким, не вводити в оману; має надавати ключову інформацію та відповідати положенням й умо-



вам пакетних роздрібних та страхових інвестиційних продуктів, відображати суть oferty та договірних зобов'язань, що виникають у рамках пакетних роздрібних та страхових інвестиційних продуктів.

Передбачається, що ключовий інформаційний документ має чітко відділятися від маркетингових матеріалів, не містити посилання на них, можливе лише розміщення посилання на інші матеріали та документи, зокрема, на проспект емісії. При цьому в ключовому інформаційному документі повинні міститися матеріали щодо кожного базового варіанта інвестицій, а в разі його об'ємності – повинен міститися хоча б загальний опис та посилання на те, де й як можна отримати більш детальну переддоговірну інформаційну документацію, що стосується інвестиційних продуктів. У ключовому інформаційному документі має бути зосереджена лише ключова інформація, яка потрібна роздрібним інвесторам, стиль викладення інформації має бути чітким, лаконічним і зрозумілим.

Окрім вимог до змісту ключового інформаційного документу, в Регламенті передбачаються вимоги до його технічного оформлення, зокрема, ключовий інформаційний документ повинен бути складений у вигляді короткого документу, написаного в стислій формі та оформленого на папері формату А4 не більше, ніж на 3 аркушах, з допустимим для читання шрифтом.

Констатуємо, що такий підхід до роз'яснення роздрібним інвесторам інформації щодо тих чи інших схем інвестування є одним із елементів механізму захисту їх прав, мінімізації ризиків під час участі в таких схемах саме за рахунок зваженого підходу до передачі грошових коштів для їх подальшого інвестування.

**Висновки.** Дослідження досвіду правового регулювання діяльності ІСІ в США, Великобританії, а також в країнах ЄС дозволило зробити висновок, що особливе значення у цих країнах приділяється безпеці розміщення активів простих учасників ІСІ. Розглядаючи таку особливість в контексті нашої держави, необхідно відзначити, що такий підхід може бути досить актуальним для України та повинен бути використаний під час реформування цієї сфери правовідносин.

#### Список використаних джерел:

1. John K. Thompson, Sang-Mok Choi. Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries. URL: [http://www.energytoolbox.org/library/infra2007/references/environmental\\_issues+compliance/Governance\\_Systems\\_for\\_Collective\\_Investment\\_Schemes.pdf](http://www.energytoolbox.org/library/infra2007/references/environmental_issues+compliance/Governance_Systems_for_Collective_Investment_Schemes.pdf)
2. Investment Company Act of 1940. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>
3. Investment Advisers Act of 1940. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>
4. Charoenwong B., Kwan A., Umar T. Who Should Regulate Investment Advisers? URL: <https://www.sec.or.th/TH/Documents/SECWorkingPapersForum/working-paper-forum-25601206-adviser.pdf>
5. Financial Services and Markets Act 2000. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>
6. Collective Investment Schemes (CIS) in Spain, France, the US, the UK and India. URL: <https://www.ilpabogados.com/en/collective-investment-schemes-cis-in-spain-france-the-us-the-uk-and-india/>
7. What is collective investment? URL: <https://prosper-ifa.co.uk/what-is-collective-investment/>; Collective investing: the main types and what they can add to your portfolio. URL: <https://finecobank.co.uk/public/newsroom/collective-investment-funds/>
8. Restrictions on the retail distribution of unregulated collective investment schemes and close substitutes. Financial Conduct Authority. URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps13-03.pdf>
9. Collective investment schemes (CIS) – overview. URL: [https://www.lexisnexis.com/uk/lexispsl/financialservices/document/393813/583N-GY51-F18F-M1WW-00000-00/Collective\\_investment\\_schemes\\_\\_CIS\\_\\_overview](https://www.lexisnexis.com/uk/lexispsl/financialservices/document/393813/583N-GY51-F18F-M1WW-00000-00/Collective_investment_schemes__CIS__overview)



10. The Collective Investment Scheme Information Guide. Financial Conduct Authority. Release 18, April 2022. URL: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLLG.pdf>
11. Unregulated collective investment schemes. URL: <https://www.fca.org.uk/consumers/unregulated-collective-investment-schemes>
12. Investment Funds. EU laws and initiatives relating to collective investment funds. URL: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en)
13. 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: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=EN>
14. Strengthening the global competitiveness of EU investment funds. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32009L0065>
15. 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: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN>
16. Hayes Adam. Retail Investor. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/retailinvestor.asp>
17. Regulation No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=EN>

