

ГАРМОНІЗАЦІЯ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ В УКРАЇНІ ІЗ ЗАКОНОДАВСТВОМ ЄС: ПРОБЛЕМИ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ ВИМОГ MIFID

**Дмитро
Леонов,**
к.е.н., професор
кафедри фінансів
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТИТУТИ

Глобалізація економічних процесів та світова економічна інтеграція висувають вимоги до національних економік, які задіяні у цих процесах, не тільки за сутнісними характеристиками відповідних економічних відносин, а й за формою та змістом організації та регулювання їх як на рівні національних економік, так і на наднаціональних економічних систем (регіональних, світових). Таким чином, для досягнення очікуваного економічного ефекту від інтеграційних процесів вони мають бути змістовно та організаційно впорядковані на рівні відповідних національних та наднаціональних норм права. Зрозуміло, що на практиці інтеграція вже існуючих національних систем регулювання економічних процесів вимагає гармонізації відповідних норм національного законодавства, якими вони встановлені, або заміни їх відповідними нормами наднаціонального законодавства, які матимуть пряму дію у відповідній сфері відносин в національній економіці.

Обраний Україною після набуття незалежності курс на євроінтеграцію, закріплений відповідною міжнародною угодою в 1994 році [1], фактично заклав політичні та правові підвалини для початку процесу гармонізації національного законодавства із законодавством ЄС як надійного підґрунтя розбудови ефективного співробітництва. Проте системного характеру цей процес набув лише за десять років потому з прийняттям Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу [2], як свідчення остаточного європейського вибору нашої країни. Після цього питання організації та інтенсифікації зазначених процесів неодноразово порушувалися на рівні вищих органів влади [3–5]. Проте слід зазначити, що законодавство ЄС само по собі не є статичним та незмінним, оскільки

ки постійно трансформується під впливом зовнішніх та внутрішніх чинників. Зокрема, поглиблюється та розгалужується систематизація та гармонізація норм національного законодавства в різних сферах, а також формуються та удосконалюються акти наднаціонального законодавства, які врегульовують окремі системи відносин у рамках усього ЄС.

Слід зазначити, що ринок капіталу, як складова національних та наднаціональних економічних систем, є в цих процесах одним з найчутливіших, оскільки фінансові активи є наймобільнішою формою існування капіталу. Фінансовий капітал чутливо реагує на будь-які «прогалини» або «нерівнонапруженість» у системах його регулювання. Наслідком цього зазвичай є процеси перетоку капіталу до тих економік, де більш ліберальні або недосконалі

системи регулювання забезпечують можливість отримання додаткового прибутку. При цьому міжнародний характер руху капіталу висуває на перший план у цих процесах саме фінансові інститути і, насамперед, інституційних інвесторів, оскільки для окремих індивідуальних інвесторів ризики та масштаби таких операцій є завеликими. Таким чином, можна стверджувати, що адаптація та гармонізація систем регулювання діяльності інституційних інвесторів, закріплених відповідними актами національного законодавства [6–12], до відповідних норм законодавства ЄС [13–19] є одним з визначальних чинників економічної інтеграції України та ЄС, оскільки впорядковує суттєву складову процесу руху фінансового капіталу.

Дослідженню європейського досвіду функціонування та регулювання діяльності фінансових установ, адаптації національного законодавства до законодавства ЄС у сфері фінансових ринків та інвестиційної діяльності присвячують свої роботи такі вітчизняні вчені як Г.Карпенко, С.Науменкова, В.Міщенко, А.Шаповалов, В.Крилова, В.Ващенко, Н. Грищук, Д. Леонов, С.Львовичкін, Є. Прокопенко, А.Федоренко, В.Хоровський, С.Хоружий та інші [20–26]. В той же час слід зауважити, що процес адаптації національного законодавства до законодавства ЄС має сьогодні специфічні особливості, які призводять до того, що акти національного законодавства адаптуються з відповідним законодавством ЄС станом на дату їх прийняття Верховною Радою України. Таким чином, можна стверджувати, що адаптаційна експертиза щодо вже прийнятих та діючих актів національного законодавства після їх прийняття найвірогідніше буде провадитись лише у разі внесення змін до цих актів. Але, як вже зазначалося вище, законодавство ЄС не є статичним та постійно вдосконалюється. Отже, можна стверджувати, що простіший діючого механізму гармонізації національного законодавства із законодавством ЄС в Україні не існує. Крім того, в процесі свого розвитку певні акти законодавства ЄС консолідуються, а деякі з них взагалі скасовуються, що значно

ускладнює процес «дискретної адаптації» законодавства, який сформувався в Україні. Інколи нові акти законодавства ЄС на перший погляд суттєво не зачіпають ті акти законодавства, з якими свого часу були гармонізовані відповідні норми вітчизняного законодавства. Тому складається хибне враження відсутності потреби перегляду існуючого національного законодавства. Але система актів законодавства ЄС характеризується внутрішніми зв'язками, які, за певних умов, поширюють окремі норми на тих суб'єктів, діяльність яких безпосередньо врегульована іншими спеціальними актами законодавства ЄС. Така ситуація зокрема склалася внаслідок прийняття Директиви 2004/39/ЄС про Ринок фінансових інструментів (MiFID) [13], яка стала наслідком довготривалого процесу внутрішнього впорядкування та розвитку законодавства ЄС у сфері фінансових ринків [див., зокрема, 22]. Директива 2004/39 про Ринок Фінансових Інструментів (далі – MiFID) повинна була бути імplementована в національне законодавство держав – членів ЄС до 30 квітня 2008 року. Ця Директива врегульовує питання, пов'язані з наданням інвестиційних послуг переважно двома видами фінансових установ – кредитними установами та інвестиційними фірмами. Зазначена Директива 2004/39 (MiFID) скасовує Директиву 93/22/ЄЕС про інвестиційні послуги та поширює деякі положення MiFID на компанії з управління активами інститутів спільного інвестування (UCITS), діяльність яких впорядкована спеціальною Директивою 85/611/ЄЕС¹ [14], а також директивами 2001/107/ЄС [17] та 2001/108/ЄС [18] та компаній з управління активами недержавних пенсійних фондів, діяльність яких впорядкована спеціальною Директивою 2003/41/ЄС [19]. Таким чином, можна стверджувати, що прийняття та імplementація MiFID може суттєво вплинути на подальший розвиток діяльності з управління активами інституційних інвесторів і, відповідно, на рух інвестиційного капіталу, опосередкований такими інституційними інвесторами як фінансові установи.

¹ - слід зазначити, що до UCITS віднесені інвестиційні фонди, які інвестують в цінні папери, що обертаються на регульованих ринках.

Автором у рамках проекту «Аналіз розбіжностей Українського законодавства із Директивою ЄС про Ринок фінансових інструментів»² протягом 2008–2009 рр. здійснювалося дослідження розбіжностей вітчизняного законодавства із законодавством ЄС та впливу запровадження вимог MiFID на розвиток діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні [20]. В результаті проведеного аналізу було з'ясовано, що вітчизняне законодавство, яке впорядковує та регулює діяльність з управління активами інституційних інвесторів [6–12], містить розбіжності із законодавством ЄС, спричинені імплементацією MiFID та пов'язаністю цієї Директиви ЄС із спеціальними директивами, якими врегульовується діяльність основних груп інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів та страхових компаній (в частині їх діяльності з пенсійного забезпечення)). Таким чином, *практичним завданням* цієї статті є дослідження розбіжностей регулювання діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні із законодавством ЄС в частині імплементації вимог MiFID, наслідків існування таких розбіжностей та напрямів гармонізації вітчизняного законодавства із законодавством ЄС в цій сфері.

Слід зауважити, що система регулювання в ЄС діяльності основних груп інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, установ пенсійного забезпечення, страхових компаній тощо) докладно розглянута у вітчизняній науковій літературі [див., зокрема, 22]. Тому в цій статті основна увага буде зосереджена саме на тих аспектах діяльності з управління активами, врегулювання яких в Україні має розбіжності із новими нормами законодавства ЄС, та залишилися поза увагою як вітчизняних авторів, так і вітчизняного законодавства.

Насамперед слід визначити, що розвиток такого поняття як «діяльність з управління активами інституційних інвесторів» у вітчизняному законодавстві відбувався історично протягом 2001–2006 років разом із розвитком та розширенням на національному фінан-

совому ринку сфери професійної діяльності з управління активами.

Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (далі – Закон про ІСІ) [6] був прийнятий у 2001 році та вперше запровадив поняття «діяльність з управління активами» як вид професійної діяльності на ринку цінних паперів по відношенню до такого виду фінансової установи (клієнта) як інститут спільного інвестування (інвестиційний фонд). До цього часу подібний вид послуг надавався в рамках професійної діяльності з торгівлі цінними паперами особливим видом фінансової установи – інвестиційною компанією. Подальшого розвитку цей вид діяльності набув в Україні з прийняттям у 2003 році законів, якими запроваджувалися установи накопичувального пенсійного забезпечення у складі національної пенсійної системи (недержавні пенсійні фонди та Накопичувальний пенсійний фонд) [7, 8]. Різні регуляторні вимоги, закладені в окремих актах законодавства [6,7], а також різні кола осіб, які могли отримати право надання послуг з управління активами, зокрема, недержавних пенсійних фондів, призвели до диференціації зазначеної професійної діяльності на два окремих види, а саме: діяльність з управління активами інститутів спільного інвестування та діяльність з управління активами пенсійних фондів. Проте зміни у загальному законодавстві, яке регулює професійну діяльність на фондовому ринку та визначає систему державного регулювання ринку цінних паперів [9,10], в 2006 році призвели до уніфікації цього виду діяльності та узагальненого визначення його як «діяльність з управління активами інституційних інвесторів», факультативно поширивши коло клієнтів-споживачів цих послуг на страхові компанії та інші види фінансових установ [9].

Стосовно сфери застосування MiFID у законодавстві ЄС слід зазначити, що MiFID не застосовується комплексно до регулювання діяльності ІСІ, пенсійних фондів та компаній з управління їх активами, діяльність яких врегульова-

² - «Gap Analysis of Ukrainian Legislation versus EU Market in Financial Instruments Directive (MiFID) (EUROPEAID/ 119860/C/SV/multi LOT N° 11: Macro economy, Public Finances and Regulatory Aspects)»

на спеціальними нормативними актами ЄС (визначено MiFID у п.1. «Попередні примітки», стаття 2), проте окремі норми MiFID можуть застосовуватися до діяльності компаній з управління активами цих інституційних інвесторів унаслідок їх функціонування за схемою колективного інвестування та ідентифікації компанії з управління активами (КУА) як інвестиційної фірми – надавача інвестиційних послуг для зовнішнього клієнта – інституційного інвестора.

Основними директивами, що регулюють діяльність ІСІ, є Директива 85/611/ЄЕС, а так само директиви 2001/107/ЄС і 2001/108/ЄС. Дані директиви були прийняті для модернізації існуючого правового регулювання діяльності ІСІ у ЄС і сформували існуючий режим ІСІ III. Правила початку та здійснення діяльності, що проводиться установами професійного пенсійного забезпечення в ЄС, встановлює Директива 2003/41/ЄС.

Однак стаття 66 MiFID внесла зміни в Директиву 85/611/ЄЕС, поширивши на компанії з управління ІСІ окремі загальні положення MiFID (статей 2, 12, 13 і 19) у разі одержання компанією з управління активами ліцензії на операції більш широкі, ніж управління активами ІСІ, які віднесені до UCITS. Зокрема, до кола додаткових операцій були віднесені також послуги з управління індивідуальними пенсійними портфелями.

Отже, закріплена українським законодавством модель інститутів спільного інвестування (інвестиційних фондів)³ та фінансових установ накопичувального пенсійного забезпечення (зокрема, недержавних пенсійних фондів та загальнодержавного Накопичувального фонду), яка передбачає обов'язкове залучення до управління активами таких інституційних інвесторів компаній з управління активами (КУА) [6, 7, 8], а також надана іншим інституційним інвесторам (зокрема, страховим компаніям) можливість використання послуг з управління активами, які надають КУА [9], спричинюють поширення окремих вимог MiFID і на ці сфери діяльності фінансових установ, які отримали ліцензію

на здійснення управління активами інституційних інвесторів [10, 11].

Таким чином, можна стверджувати, що основні акти вітчизняного законодавства, якими врегульовано діяльність з управління активами інституційних інвесторів [6–10], і окремі норми документів компетентного органу – Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (далі – ДКЦПФР) [11–12] мають бути гармонізовані з відповідними нормами MiFID.

Якщо розглядати розбіжності, які існують сьогодні між українським законодавством у сфері регулювання діяльності з управління активами, та вимогами MiFID, то, на наш погляд, можна умовно поділити такі розбіжності на три групи: розбіжності, які потребують повної гармонізації, розбіжності, які потребують умовної гармонізації, розбіжності, які не потребують гармонізації.

До першої групи «розбіжності, які потребують повної гармонізації» можна віднести ті розбіжності, які стосуються або термінологічного апарату або розбіжностей, усунення яких дозволить суттєво покращити існуючу в Україні систему регулювання діяльності з управління активами та розширити або покращити умови ведення такої діяльності та підвищити її ефективність. Безумовно, такі розбіжності мають бути усунуті шляхом внесення відповідних змін до вітчизняного законодавства та регуляторних актів компетентного органу – ДКЦПФР. Фактично усунення розбіжностей цієї групи має забезпечити достатній рівень гармонізації вітчизняного законодавства із законодавством ЄС, який даватиме можливість стверджувати про порівнянність регуляторних режимів та сфери розповсюдження регуляторних норм в діяльності з управління активами в Україні та ЄС.

До другої групи «розбіжності, які потребують умовної гармонізації» насамперед можна віднести певні вартісні критерії, застосовувані як до осіб, які здійснюють діяльність з управління активами, так і до їхніх клієнтів. Насамперед, зрозуміло, що встановлення таких критеріїв у валюті (євро), яка є єдиною для більшості країн ЄС, є логічним та практично усуває для фінан-

³ - вітчизняне законодавство охоплює всі види та типи ІСІ, коло яких є ширшим, аніж поняття UCITS у законодавстві ЄС.

сових установ цих країн такий фактор, як валютний ризик, який виникає при постійному коливанні курсу національної валюти країни до валюти, в якій встановлено нормативні критерії. В той же час для країн, які мають національні валюти, не прив'язані до євро, встановлення вартісних значень критеріїв в іноземній валюті практично робить нестабільною як систему регулювання, так і саму регульовану діяльність (у нашому випадку – управління активами). Разом з тим, вартісна оцінка відповідних критеріїв вочевидь не може бути абсолютно тотожною із встановленими для країн з таким розвиненим фінансовим ринком як країни ЄС. Отже, на цьому етапі доцільною є гармонізація складу встановлених національним законодавством вартісних критеріїв, які висуваються до суб'єктів управління активами, із законодавством ЄС, а втім визначення грошового значення вартісних критеріїв на рівні національного законодавства в національній валюті та в розмірі, який відповідатиме ступеню розвитку та обсягам національного ринку. Це дасть можливість забезпечити єдність регуляторних підходів до відповідного виду діяльності (управління активами) в Україні та ЄС, однак, в той же час, дозволить уникнути не виправданого валютного ризику, дестабілізації регуляторного середовища та забезпечити його відповідність реальним потребам і стану національного ринку.

До третьої групи «розбіжності, які не потребують гармонізації» можна віднести ті норми та вимоги законодавства ЄС, які не відповідають юридичній формі та економічному змісту відповідних процесів урегулювання, визначених національним, зокрема українським, законодавством. Слід зазначити, що законодавство ЄС зазвичай також намагається врахувати той факт, що воно як наднаціональна система права виникло пізніше національних об'єктів регулювання (в нашому випадку певних видів фінансових установ), які могли бути створені та історично функціонувати в окремих країнах у різних організаційно-правових формах (див. зокрема [19]). Отже, на наш погляд, певні регуляторні вимоги слід застосо-

увати відповідно до існуючої національної моделі функціонування об'єкта регулювання.

Ґрунтуючись на запропонованому вище підході, розглянемо основні вимоги MiFID та визначимо ступінь необхідності гармонізації з ними вітчизняного законодавства в частині регулювання діяльності з управління активами.

Використовувані визначення та сфера застосування регуляторних норм

Слід зазначити, що визначення, застосовувані в українському законодавстві до фінансових установ – суб'єктів діяльності з управління активами (ІСІ, НПФ, компанія з управління активами, депозитарій), в цілому не суперечать визначенням, використовуваним у MiFID (статті 2 (h), 3 (1-iv), частина 1 (24) статті 4).

Хоча модель компанії з управління активами, закріплена в українському законодавстві, підпадає під факультативні критерії виключення фінансової установи з-під дії MiFID (стаття 3 (1)⁴, рішення щодо такого виключення або поширення на КУА окремих положень MiFID має прийматися з огляду на їхню доцільність та ефективність.

При цьому необхідно зазначити, що Закон про ІСІ не містить додаткових вимог до депозитарію ІСІ (зберігача – відповідно до українського законодавства) на відміну від MiFID (дія якої, проте, відповідно до норм статті 2 (h) MiFID не має поширюватись на депозитарії ІСІ). В той же час наявне в Законі України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [7] (далі – Закон про НПЗ) та в Законі про ІСІ [6] обмеження кола фінансових установ, які можуть надавати послуги зберігача НПФ та ІСІ (окрім венчурних ІСІ) лише банківськими установами можна сьогодні вважати малоефективним з огляду на незначну розгалуженість спектра таких послуг для НПФ та відсутність системи безпосередньої відповідальності зберігача за шкоду, завдану в процесі надання ним послуг. За цих умов аргументація такого обмеження кола надавачів послуг зберігача НПФ лише встановленням вимоги щодо наявності по-

⁴ – компанія з управління активами не має права володіти грошима чи цінними паперами клієнта (ІСІ, НПФ тощо), і, відповідно, не може бути боржником свого клієнта з інвестиційних операцій

точного рахунку НПФ саме в банківській установі, яка є зберігачем, не видається істотним. Такий самий ефект міг бути досягнутий простою нормою, що обмежує кількість банківських установ, в яких НПФ має поточні рахунки лише одним банком. Проте остання фінансова криза показала, що така концентрація ліквідних грошових активів НПФ, навпаки, підвищила ризики невиконання ними своїх зобов'язань унаслідок неплатоспроможності такої однієї банківської установи-зберігача.

Аналогічно, Закон про ІСІ не містить ніяких особливих норм для торгівців цінними паперами, що можуть бути агентами з поширення цінних паперів ІСІ. На відміну від Закону про ІСІ, MiFID (стаття 3, частина 1-iv) дає можливість державі походження звільняти від вимог MiFID тільки осіб, яким у ході надання послуги дозволено передавати заявки щодо цінних паперів ІСІ тільки самим ІСІ чи компаніям з управління активами таких ІСІ, що ліцензовані відповідно до вимог законодавства такої держави.

Так само Закон про ІСІ не містить визначення «пов'язаний агент» (MiFID, стаття 4, частина 1 (25)), що означає агента, котрий забезпечує комунікації з клієнтами тільки однієї інвестиційної фірми, яку він обслуговує ексклюзивно. Відсутність у Законі про ІСІ такого визначення ускладнює уникнення конфлікту інтересів при обслуговуванні агентом декількох інвестиційних фондів та/або компаній з управління активами.

Отже, в процесі гармонізації вітчизняного законодавства із вимогами MiFID слід визначитись із доцільністю запровадження норм законодавства, аналогічних вимогам MiFID, до агентів з поширення цінних паперів ІСІ та визначення поняття «пов'язаний агент» (до якого ці додаткові вимоги можуть не застосовуватись) з огляду на те, що ці вимоги впорядковують, зокрема, питання конфлікту інтересів, яке об'єктивно виникає у разі, коли агент одночасно розповсюджує цінні папери різних ІСІ, які знаходяться в управлінні однієї або взагалі різних КУА.

Зазначений комплекс вимог щодо уникнення конфлікту інтересів доцільно було б екстраполювати також на

відносини, які виникають між НПФ та установою, яка здійснює функції адміністратора цього НПФ, та осіб, які надають такому НПФ послуги агента [7]. Можна стверджувати, що зміст конфлікту інтересів, який виникає між НПФ (клієнтом) – з одного боку та адміністратором НПФ та агентами НПФ – з другого боку в разі обслуговування адміністратором та агентом більше ніж одного НПФ, є тотожним конфлікту інтересів, який виникає у ІСІ та КУА і агентів з поширення цінних паперів ІСІ.

Необхідність врегулювання питання впорядкування конфлікту інтересів загострюється в Україні внаслідок поширення діяльності так званих «фондових магазинів» – установ, які виконують функції агентів з продажу послуг різних фінансових установ, зокрема ІСІ та НПФ.

Безумовно, в українському законодавстві є й більш істотні визначення, що вимагають гармонізації з визначеннями, використовуваними в MiFID. До них належить, зокрема, поняття «професійний клієнт» (MiFID – стаття 4, частина 1 (11); Додаток II). У вітчизняному законодавстві зараз застосовується інший поділ інвесторів, який доволі жорстко обмежує сферу застосування послуг з управління активами.

Так, Закон про ІСІ (так само як і Закони України «Про цінні папери та фондовий ринок» (стаття 18) та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (стаття 4 частина 5)), дають визначення професійної діяльності «*управління активами інституційних інвесторів*». Отже безпосередньо у визначенні виду діяльності закладено обмеження кола потенційних споживачів цієї фінансової послуги, а інвестори фактично поділені на «індивідуальних» та «інституційних».

Склад «інституційних інвесторів» у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» (стаття 2 частина 2) визначено як: ІСІ, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та інші фінансові установи.

На даний час послуги з управління активами використовують тільки ІСІ і недержавні пенсійні фонди, для яких така послуга обов'язкова за вимогою законодавства. Інші фінансові устано-

ви (банківські та небанківські) позбавлені можливості використання професійних послуг з управління активами через відсутність нормативних документів компетентних органів, а великі не фінансові підприємства і державні органи позбавлені можливості використання професійних послуг з управління активами по формальних ознаках (оскільки не є інституційними інвесторами).

Застосування у MiFID поняття «професійний клієнт» робить систему регулювання інвестиційних послуг та сферу їх надання більш гнучкою.

«Професійний клієнт», відповідно до MiFID, має досвід, знання й уміння, необхідні для прийняття власних рішень про інвестування, адекватно оцінює ризики, що він може понести.

Так, MiFID (Додаток II), установлює розподіл клієнтів, до яких можна застосувати поняття «професійних клієнтів», на дві групи:

1. Клієнти, яких вважають професійними (професіонали в сфері всіх послуг з інвестування і фінансових інструментів);

2. Клієнти, яких за їхньою вимогою можна вважати професіоналами.

До першої групи клієнтів (яких апоріорі вважають професійними), безумовно належать:

1) суб'єкти, ліцензовані чи регульовані для діяльності на фінансових ринках (кредитні установи, інвестиційні компанії, страхові компанії, ІСІ, пенсійні фонди, компанії з управління активами, торгівці деривативами, інші фінансові установи й інституційні інвестори);

2) великі підприємства, що відповідають наступним вимогам: валюта балансу становить не менш ніж 20 млн. євро, чистий річний оборот – не менш ніж 40 млн. євро, власний капітал – не менш ніж 2 млн. євро⁵;

3) національні уряди і регіональні органи влади, державні органи, що управляють державним боргом, центральні банки, міжнародні фінансові організації;

4) інші інституційні інвестори, основна діяльність яких полягає в інвес-

туванні у фінансові інструменти, включаючи суб'єктів, створених для секьюритизації активів чи інших фінансових договорів.

До другої групи клієнтів, яких можна вважати професійними лише після оцінки їхньої кваліфікації фінансовою компанією, – надавачем послуги, можуть бути віднесені клієнти, які відповідають щонайменш двом з наведених нижче критеріїв:

- клієнт укладав значні угоди на відповідному ринку з середньою частотою не менше ніж 10 угод на квартал протягом останніх чотирьох кварталів;

- розмір портфеля фінансових інструментів клієнта (з урахуванням грошових депозитів та фінансових інструментів) перевищує 500 тис. євро⁶;

- клієнт щонайменш протягом одного року професійно діяв в фінансовому секторі, який вимагає розуміння природи передбачуваних угод чи послуг.

Всі інші клієнти, які не підпадають під визначення першої та другої групи професійності, або не оцінені фінансовою компанією-надавачем інвестиційної послуги, як «професійні» за критеріями другої групи професійності, вважатимуться «непрофесійними».

Сутність такого поділу клієнтів в контексті MiFID насамперед полягає в формуванні процедур обслуговування різних груп клієнтів (залежно від їх професійності) та надання різним групам клієнтів різного ступеня захисту при споживанні ними інвестиційної послуги. Зрозуміло, що для клієнтів, які визначаються як «професійні», можуть застосовуватися спрощені процедури обслуговування, що може значно пришвидшити здійснення інвестиційних операцій та підвищити їх ефективність. Проте це не знижуватиме рівня захисту таких клієнтів, якщо вони при укладанні відповідних договорів на обслуговування вимагатимуть застосування до них всіх положень MiFID щодо захисту інвесторів (Глава 2 секція 2) як по окремих операціях, так і по послугі в цілому. Таким чином, професійний клієнт та надавач інвестиційної послуги (КУА) через встановлення спрощених або більш

⁵ - в разі запровадження у вітчизняному законодавстві поняття «професійний клієнт» зазначені вартісні показники мають бути адаптовані до обсягів українського ринку

⁶ - в разі запровадження у вітчизняному законодавстві поняття «професійний клієнт» зазначені вартісні показники мають бути адаптовані до обсягів українського ринку.

розгалужених процедур обслуговування певною мірою мають можливість самостійно моделювати розподіл прав, зобов'язань та відповідальності за здійснення інвестиційних операцій між клієнтом та КУА.

Аналіз змісту норм MiFID (Додаток II) та їх порівняння з вітчизняним законодавством дозволяє стверджувати, що визначення «професійний клієнт» для категорії (1) і (4) з першої групи клієнтів (які за вимогами MiFID априорі вважаються «професійними») може розглядатися як еквівалент визначення «інституційний інвестор» в українському законодавстві (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (стаття 2, частина 2) і Закон про ІСІ (стаття 29 у частині управління іпотечним покриттям).

Проте, відсутність у законодавстві України чітко визначеного поняття «професійний клієнт» штучно звужує перелік споживачів професійних послуг з управління активами (за рахунок клієнтів (2) та (3) категорій, наведених у Додатку II до MiFID), підвищує інвестиційні ризики як по окремих операціях, так і в цілому по фінансовому ринку.

Крім того, діюче вітчизняне законодавство містить певний дисбаланс в розподілі прав, зобов'язань та відповідальності між КУА та її клієнтами (зокрема, ІСІ та НПФ), які є інституційними інвесторами і, відповідно, підпадають під визначення «професійний клієнт» (в розумінні вимог MiFID). Зокрема, основні вітчизняні закони, які врегульовують обов'язкове використання послуг з управління активами такими

клієнтами як ІСІ [6] та НПФ [7] відносять зобов'язання щодо здійснення інвестиційних операцій з активами цих фінансових установ та відповідальність за їх ефективність повністю до компетенції КУА. При цьому досягнення певних граничних параметрів (зокрема, суттєвого зниження вартості активів ІСІ⁷, або отримання НПФ прибутку нижче середньоринкового рівня, який склався серед усіх НПФ за оцінюваний період⁸) може призвести до визнання інвестиційної діяльності неефективною та бути підставою для заміни КУА. В той же час зазначені акти законодавства надають право клієнту (ІСІ або НПФ) через власні органи управління (загальні збори та/або наглядову раду ІСІ або Раду НПФ) втручатися в процес інвестиційної діяльності та управління активами, який здійснює КУА. Так, загальні збори корпоративного ІСІ мають право погоджувати або не погоджувати певні інвестиційні операції з активами ІСІ, які збирається здійснити КУА, а наглядова рада пайового ІСІ має можливість впливати на інвестування активів ІСІ через затвердження змін до регламенту ІСІ в частині його інвестиційної декларації. Так само до компетенції загальних зборів корпоративного ІСІ або Ради НПФ віднесено затвердження та внесення подальших змін до інвестиційної декларації (відповідно ІСІ або НПФ), що практично формує жорсткі рамки та встановлює обмеження інвестиційної діяльності цих фінансових установ та може суттєво обмежувати КУА у виборі інвестиційних стратегій та об'єктів інвестування. Однак при цьому для зазначених

⁷ Зокрема, Законом про ІСІ [6] прямо передбачена можливість заміни компанії з управління активами в установленому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку порядку в разі, якщо протягом року вартість чистих активів пайового інвестиційного фонду в розрахунок на один інвестиційний сертифікат зменшилася більше ніж на 30 відсотків або зменшилася від його номінальної вартості більше ніж на 20 відсотків. Підстави для розірвання договору з КУА для корпоративного інвестиційного фонду віднесені до умов договору між ним та КУА, проте норми закону також містять кількісні параметри, які вимагають розгляду на позачергових зборах акціонерів фонду та можуть призвести до розгляду питання про розірвання договору з КУА, а саме питання: неплатоспроможності корпоративного інвестиційного фонду; зменшення вартості чистих активів нижче їх номінальної вартості; зменшення вартості чистих активів більш як на 25 відсотків порівняно з останньою оцінкою (для фондів закритого або інтервального типу); зменшення вартості чистих активів більш як на 15 відсотків за семиденний строк (для корпоративних інвестиційних фондів відкритого типу).

⁸ Зокрема, Законом про НПФ [7] передбачено, що в разі коли, за висновком органів державної влади, які здійснюють нагляд та контроль у сфері недержавного пенсійного забезпечення, річний прибуток НПФ визнаний неприйнятно низьким порівняно з середніми ринковими показниками або середніми річними прибутками інших пенсійних фондів Держфінпослуг зобов'язана рекомендувати Раді НПФ розглянути питання щодо внесення змін до інвестиційної декларації фонду та заміни особи, що здійснює управління активами такого НПФ.

органів управління клієнтів (ІСІ та НПФ) жодної відповідальності за втручання в інвестиційну діяльність цих фінансових установ не встановлено. Таким чином вся відповідальність за неефективні інвестиційні рішення перекладається з осіб, які їх приймають (органи управління клієнта), на особу, яка їх виконує (КУА).

Гармонізація українського законодавства з MiFID в частині поділу клієнтів на «професійних» та «непрофесійних» дає можливість:

- чітко визначити склад і структуру клієнтів компаній з управління активами;
- розширити склад клієнтів і ринок збуту послуг з управління активами за рахунок клієнтів з нефінансового сектору;
- установити чіткі процедури спрощених механізмів обслуговування професійних клієнтів;
- збалансувати на договірних засадах розподіл прав, зобов'язань та відповідальності між компанією з управління активами та її професійним клієнтом у разі застосування процедури спрощених механізмів обслуговування;
- закріпити гарантії для професійних клієнтів вимагати стандартних чи порівняно більш високих рівнів захисту, застосовуваних для непрофесійних клієнтів.

Вимоги до надавачів інвестиційних послуг

Як вже зазначалося вище, MiFID, що набрала сили в 2008 році, поширила на окремі операції компаній з управління активами ряд загальних для ринку інвестиційних послуг вимог, зокрема у разі отримання такою компанією ліцензії на інші види послуг окрім управління активами ІСІ.

Так, відповідно до Директиви 85/611/ЄЕС (стаття 5, частина 3) компанія з управління активами, окрім управління активами інвестиційних фондів може отримати ліцензію на:

- управління інвестиційними портфелями, включаючи ті, якими володіють пенсійні фонди (індивідуальні) на основі прямого доручення інвестора, у випадках, якщо такі портфелі містять

у собі один чи більш фінансових інструментів;

- додаткові послуги (за умови одержання ліцензії на управління інвестиційними портфелями), зокрема:
 - консультації щодо інвестицій в один чи кілька фінансових інструментів;
 - збереження цінних паперів і обслуговування сертифікатів для ІСІ.

Отже, норми MiFID обов'язково поширюються на компанію з управління активами в частині здійснення нею таких операцій.

Найбільш імовірно, що управління активами більшості інституційних інвесторів, за винятком ІСІ (для яких Закон про ІСІ передбачає послуги тільки однієї компанії з управління активами) може будуватися на основі управління декількома окремими інвестиційними портфелями клієнта, яке здійснюється різними компаніями з управління активами.

У такому разі на такі компанії мають поширюватися окремі норми MiFID, зазначені нижче.

Вимоги до наявності початкового капіталу

Згідно з законодавством ЄС (зокрема, MiFID, стаття 12) відповідний компетентний орган не повинен видавати ліцензію, якщо інвестиційна фірма не має достатнього початкового капіталу. Розмір початкового капіталу диференційований Директивою 93/6/ЄЕС [15] залежно від виду інвестиційної діяльності чи послуг з інвестування, які надаватимуться такою інвестиційною фірмою. Для різних форм послуг з управління розмір мінімального капіталу варіюється від 125 тис. євро (управління портфелем) до 730 тис. євро (управління активами).

Українське законодавство (Закон про ІСІ та Закон про НПЗ) сьогодні містить уніфіковану вимогу про розмір початкового статутного капіталу особи, яка здійснює діяльність з управління активами (в розмірі 7 млн. грн.) та застереження щодо зобов'язання такої особи підтримувати в подальшому розмір власного капіталу на рівні не меншому, ніж цей рівень нормативного початкового капіталу⁹. Таким чином, можна стверджувати, що ця вимога є

⁹ До внесення 01 липня 2010 року відповідних змін до Закону про ІСІ та Закону про НПЗ в Україні до початкового статутного капіталу компанії з управління активами компетентним органом [11] були встановлені різні вимоги:

«умовно гармонізованою» з вимогами MiFID, оскільки регульований критерій («початковий капітал») в Україні є таким самим, як в ЄС (тобто уніфікованим), але його вартісний розмір не є тотожним вимогам законодавства ЄС. Хоча, слід зауважити, що за умов значної розбіжності обсягів ринків країн ЄС та України, встановлення вартісного розміру критерію початкового капіталу КУА на рівні 7 млн. грн. (що приблизно дорівнює максимальному рівню, еквівалентному 730 тис. євро, який встановлено в ЄС) здається завищеним.

Організаційні вимоги

За законодавством ЄС (MiFID, стаття 13) держава походження відповідної інвестиційної фірми повинна вимагати від неї дотримання ряду організаційних вимог, що включають розроблення методик і організаційних заходів для забезпечення:

- виконання інвестиційною фірмою, її керівниками і пов'язаними агентами своїх зобов'язань відповідно до MiFID, і правил, що регулюють особисті угоди між цими суб'єктами;
- запобігання конфлікту інтересів (визначених MiFID, стаття 18), що негативно впливають на клієнтів;
- безперервного і регулярного надання послуг (з використанням відповідних систем управління ресурсами);
- зниження операційних ризиків, зв'язаних з необхідністю використання критично важливих послуг третіх осіб з виконання операційних функцій для надання послуг клієнтам (при цьому забезпечуючи необхідний рівень внутрішнього контролю в компанії і нагляду з боку компетентного органу влади);
- обліку всіх послуг і укладених угод, достатнього для здійснення контролю виконання вимог законодавства з боку компетентного органу влади, і виконання всіх зобов'язань перед клієнтами;

- бухгалтерського обліку, внутрішнього контролю, оцінки і управління ризиком, захисту систем обробки інформації.

Оскільки стаття 13 MiFID містить відсилання на поняття «конфлікт інтересів» (яке визначено MiFID, стаття 18), можна вважати, що, в загальному розумінні, стаття 18 MiFID так само поширюється на діяльність компаній з управління активами в частині вимог з боку держави щодо:

- виявлення конфліктів інтересів між компанією (включаючи її керівника, пов'язаних агентів, а так само будь-яким суб'єктом, пов'язаним з ними контролем) і клієнтами компанії, чи конфліктів інтересів між клієнтами, чи поєднання даних факторів;
- інформування клієнта про суть, джерело і можливу шкоду інтересам клієнта в результаті конфлікту інтересів, якого не вдається уникнути, до виконання доручення такого клієнта.

Сьогодні національне законодавство забезпечує з боку КУА облік всіх послуг і укладених угод, достатній для здійснення контролю виконання вимог законодавства з боку компетентного органу влади (ДКЦПФР), і виконання всіх зобов'язань перед клієнтами.

В той же час нормативні акти компетентного органу [12] не містять додаткових механізмів усунення конфлікту інтересів, окрім механізмів, визначених і гармонізованих з вимогами спеціальних директив щодо колективного інвестування [14,17,18], тобто прямих конфліктів інтересів при інвестуванні фінансових ресурсів клієнта. Насамперед, це стосується заборон на інвестування у зобов'язання певних осіб, стосовно яких є пов'язаність або апіорі існує конфлікт інтересів (зберігач, аудитор (аудиторська фірма) та особи, що надають консультаційні, агентські або рекламні послуги та їх пов'язані особи, засновники пенсійного фонду тощо). Те ж саме стосується і правил,

- 1 млн. євро - для компаній, що здійснюють управління активами інституційних інвесторів,
- спеціальних вимог для суб'єктів, що управляють активами пенсійних фондів (визначено Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [7]):
 - 300 тис. євро - для компаній з управління активами, що управляють активами винятково пенсійних фондів;
 - 500 тис. євро – для адміністратора пенсійних фондів, що управляє активами тих пенсійних фондів, які він адмініструє;
 - статутний капітал, визначений для комерційного банку Національним банком України – для банків, що здійснюють управління активами створеного ними корпоративного пенсійного фонду.

що регулюють особисті угоди в розумінні MiFID. Зокрема це стосується певних заборон на здійснення операцій на власну користь КУА з тими самими активами, які придбаваються нею на користь клієнта; операції між КУА та клієнтом щодо активів, які належать самій КУА або клієнту; операції з активами між клієнтами однієї КУА тощо. Зрозуміло, що питання конфлікту інтересів в сфері управління активами потребує значно більш системного регулювання, особливо з огляду на одночасне надання послуг з управління активами декільком різним клієнтам та роль, яку відіграє КУА не тільки на етапі інвестування, а й на етапі залучення інвестиційних ресурсів своїх клієнтів.

При розробленні пропозицій з гармонізації нормативних актів компетентного органу (ДКЦПФР) і вимог MiFID щодо уникнення конфлікту інтересів варто враховувати роботу, що у даний час проводить Єврокомісія щодо:

- визначення переліку заходів, які необхідно здійснити інвестиційній фірмі для виявлення, запобігання, розв'язання такого конфлікту та/або розголошення інформації про конфлікт інтересів;
- розроблення критеріїв визначення типів конфліктів інтересів, виникнення яких може завдати шкоди інтересам клієнтів.

Окремо слід відзначити відсутність в національному законодавстві регуляторних вимог щодо забезпечення безперебійного і регулярного надання послуг (з використанням відповідних систем управління ресурсами) та зниження операційних ризиків, зв'язаних з необхідністю використання критично важливих послуг третіх осіб щодо виконання операційних функцій для надання послуг клієнтам. Особливо критичною є відсутність заходів державного регулювання ризиків стосовно критично важливих послуг третіх осіб, насамперед, послуг банку-зберігачу, в якому відкритий поточний рахунок інституційного інвестора (через який здійснюються всі грошові розрахунки) та який засвідчує результати оцінки

активів інституційного інвестора, якого він обслуговує. На жаль, ці питання повністю залишені на рівні договірних відносин, що на практиці призводить до диктату умов обслуговування з боку банківських установ та повної відсутності їхньої відповідальності за несвоєчасне надання відповідних послуг, що фактично є окремим фактором ризику в діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні.

Більшість вимог щодо обліку всіх послуг і укладених угод, бухгалтерського обліку, внутрішнього контролю, оцінки і управління ризиком і захисту систем обробки інформації віднесені до внутрішніх правил компанії з управління активами. Наявність таких внутрішніх документів є однією з умов отримання ліцензії [11]. Проте ступінь впорядкування зазначених питань в діяльності КУА є нерівномірним. Так, зокрема, питання бухгалтерського обліку основних операцій впорядковані не тільки нормами загального законодавства, а є об'єктом галузевої стандартизації на рівні саморегулювальної організації, яка об'єднує компанії з управління активами¹⁰. В той же час узагальненого підходу та стандартизації з питань організації внутрішнього контролю, оцінки і управління ризиком, заходів захисту систем оброблення інформації КУА наразі не розроблено ані на рівні актів законодавства та регуляторних документів компетентного органу, ані на рівні відповідної професійної саморегулювальної організації. Отже, можна стверджувати, що зазначені питання в більшості КУА впорядковані формально і не є достатньо ефективними.

На наш погляд, питання безперебійного і регулярного надання послуг, оцінки і управління ризиком, зниження операційних ризиків, зв'язаних з необхідністю використання критично важливих послуг третіх осіб щодо виконання операційних функцій для надання послуг клієнтам вимагають прямого врегулювання в нормативних документах компетентного органу (ДКЦПФР). Проте, альтернативною формою впорядкування та стандартизації цих питань може бути законодав-

¹⁰ - дивись, зокрема, Стандарт УАІБ № 1 „Бухгалтерський облік діяльності інститутів спільного інвестування”, Затвержено рішенням Загальних зборів УАІБ від 22 лютого 2008р., схвалено рішенням ДКЦПФР №572 від 27.05.2008р - [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.uaib.com.ua/files/articles/426/25_4.doc

че віднесення їх до компетенції відповідної саморегулювальної організації та впорядкування внутрішніми стандартами діяльності, обов'язковими до виконання кожним членом такої організації. Це дозволить одночасно зробити таку систему регулювання достатньо гнучкою, а з огляду на обов'язковість членства КУА в одній саморегулювальній організації, визначену українським законодавством [9], дасть змогу забезпечити єдність регуляторного впливу на всьому ринку послуг з управління активами інституційних інвесторів.

В той же час, в частині організаційних вимог, викладених у MiFID, існують вимоги, що, на наш погляд, *не підлягають гармонізації* в українському законодавстві з різних причин.

Слід зазначити, що окремі організаційні вимоги (наприклад, MiFID, стаття 13 (7-8)) щодо захисту права власності клієнта на належні йому фінансові інструменти і недопущення їхнього використання в інтересах інвестиційної фірми (особливо при її неплатоспроможності) стосуються інвестиційних фірм, що надають послуги, що припускають володіння ними коштами клієнта. Оскільки модель компанії з управління активами, встановлена українським законодавством, заснована на відокремленні компанії від коштів її клієнтів (інституційних інвесторів), необхідності гармонізації в цій частині організаційних вимог MiFID не існує.

Так само немає предмета для гармонізації з MiFID в частині безперешкодного (з боку органу влади країни походження інвестиційної фірми) забезпечення доступу компетентного органу держави в якій знаходиться філія інвестиційної фірми, до системи обліку даної філії (MiFID, стаття 13 (9), стаття 32). Українським законодавством на цей час не передбачено надання філіям закордонних інвестиційних фірм права на здійснення операцій на території України.

Зобов'язання стосовно правил ведення бізнесу при наданні клієнтам послуг з інвестування

Зобов'язання відносно правил ведення бізнесу при наданні клієнтам послуг з інвестування (MiFID, стаття 19) є сукупністю принципів, спрямованих

на чесне, справедливе і професійне надання інвестиційних послуг для найкращого забезпечення інтересів клієнтів.

Адаптуючи вимоги MiFID до ведення бізнесу для КУА як продавця інвестиційної послуги, можна виділити наступні принципи:

1) уся інформація, адресована клієнтам, має бути об'єктивною, зрозумілою і достовірною;

2) клієнтам чи потенційним клієнтам у зрозумілій стандартній формі надається інформація, достатня для розуміння характеру і ризиків по об'єкту інвестування й ухвалення інвестиційного рішення, а саме:

- інвестиційної фірми і її послуг;
- фінансових інструментів і стратегій інвестування (із застереженнями про ризики);
- місця виконання послуги, витрат і виплат.

3) при консультації з інвестування чи управління портфелем активів інвестиційна фірма повинна одержати від клієнта інформацію про його фінансовий стан, інвестиційні цілі, досвід в інвестиційній сфері для рекомендації необхідних йому послуг чи фінансових інструментів;

4) при прямому замовленні послуги інвестиційна фірма повинна з'ясувати у клієнта його досвід і знання у відношенні даного продукту, і у випадку висновку про те, що даний продукт клієнту не підходить, попередити клієнта про це в стандартній формі;

5) не робити аналіз клієнта, якщо послуга полягає тільки у виконанні його замовлення, у випадку якщо:

1. послуга стосується акцій, допущених на регульований ринок, грошових інструментів, облігацій і боргових інструментів у формі цінних паперів (крім похідних), та ICI;

2. послуга надається з ініціативи клієнта;

3. клієнт у стандартній формі проінформований про те, що інвестиційна фірма не повинна проводити оцінку його кваліфікації і необхідності послуги, і надавати захист, передбачений правилами ведення бізнесу;

4. інвестиційна фірма уникає конфлікту інтересів у встановленому порядку;

6) інвестиційна фірма веде облік договорів із клієнтами;

7) клієнт одержує від інвестиційної фірми звіти по отриманих послугах, у тому числі по понесених витратах.

Вимоги MiFID до ведення бізнесу для компаній з управління активами в частині пунктів (1), (2) в Україні частково гармонізовані із вимогами національного законодавства до рекламної інформації на фондовому ринку (Закон України «Про рекламу», Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (стаття 46), Закон про ICI (стаття 49), Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затверджене Рішенням ДКЦПФР №1227 від 02 листопада, 2006 р. (Підпункти 2.1 та 2.2 пункту 2 розділу III), однак не формують повної системи вимог до рекламної інформації, залишаючи прийняття рішення щодо її достатності та інформативності за компетентним органом (ДКЦПФР), або, в разі надання таких повноважень компетентним органом, саморегульвальною організацією, яка об'єднує КУА. При цьому погодження або не погодження рекламної інформації ДКЦПФР або саморегульвальною організацією залежить не від їх інформативності, а лише від того, чи є вони недостовірними або такими, що не відповідають законодавству про цінні папери та вимогам до реклами цінних паперів, встановленим законодавством про рекламу на ринку цінних паперів [12].

Вимоги MiFID у частині пунктів (6), (7) гармонізовані із нормами Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затвердженого Рішенням ДКЦПФР №1227 від 02 листопада, 2006 р.

В той же час вимоги MiFID у частині пунктів (3), (4), (5) стосовно компаній з управління активами в Україні не врегульовані, оскільки безпосередньо пов'язані з поділом клієнтів на «професійних» и «не професійних» та застосуванням різних режимів їх обслуговування, який встановлено законодавством ЄС, але відсутній в Україні. Зрозуміло, що запровадження поняття «професійний клієнт» одночасно потребуватиме визначення вимог щодо оцінки клієнта-інвестора з боку КУА та вимог до процедур його обслуговування.

Статус компаній з управління активами та інституційних інвесторів як споживачів інвестиційних послуг

Як уже зазначалося вище, компанії з управління активами інституційних інвесторів є не тільки надавачами фінансових послуг. Самі КУА та їхні клієнти (інституційні інвестори) в процесі здійснення ними інвестиційної діяльності стають споживачами інвестиційних послуг третіх осіб.

В законодавстві ЄС дотримання встановлених MiFID (стаття 19) зобов'язань стосовно правил ведення бізнесу при наданні послуг з інвестування у відношенні таких клієнтів як ICI, пенсійні фонди і компанії з управління активами інституційних інвесторів безпосередньо пов'язане із застосуванням поняття «правоздатної сторони».

Перелік «правоздатних сторін», наведений у MiFID (стаття 24), а так само інших підприємств, що можуть бути віднесені до цієї групи, є ідентичним переліку «професійних клієнтів», визначеному MiFID (Додаток II).

Оскільки ICI, пенсійні фонди і компанії з управління активами інституційних інвесторів віднесені MiFID до «правоздатних сторін» (стаття 24 (2)), на угоди з їхньою участю вимоги щодо правил ведення бізнесу, встановлені MiFID (стаття 19) в обов'язковому порядку не поширюються. Як наслідок, інвестиційні фірми (наприклад, торговці цінними паперами), що обслуговують цих інституційних інвесторів, можуть не дотримувати всіх обмежень і вимог, викладених в MiFID (стаття 19).

Однак за нормами того ж самого акта законодавства ЄС такий статус ICI, пенсійних фондів і компаній з управління активами інституційних інвесторів не повинен заважати їм вимагати від обслуговуючої їх інвестиційної фірми встановлення відношення до себе як до звичайного клієнта (MiFID стаття 24 (2)). Така вимога може бути виражена як стосовно окремої угоди, так і в загальній формі.

Одночасно MiFID (стаття 42 (4)) прямо визначає випадок, в якому інвестиційна фірма (торгівець цінними паперами) зобов'язана застосовувати в повній мірі всі, визначені MiFID (стаття 19) зобов'язання відносно правил ведення бізнесу, а саме при наданні

клієнтам послуг з інвестування у відношенні всіх категорій клієнтів, якщо така фірма діяла від імені цих клієнтів, виконуючи їхні замовлення на регульованому ринку.

В українському законодавстві наведеного вище поділу клієнтів не передбачено. Всі клієнти інвестиційних фірм (торгівців цінними паперами) обслуговуються за загальними правилами. Єдиним виключенням може бути визнано зобов'язання КУА вимагати наступного робочого дня після проведення операцій з цінними паперами від торговця цінними паперами звіт про здійснення операцій з цінними паперами у формі, передбаченій відповідним договором [12]. Проте, як впливає з наведеного вище, можливості моделювання умов обслуговування КУА та інституційних інвесторів іншими надавачами фінансових послуг (зокрема, торговцями цінними паперами), які будуть отримані ними в разі гармонізації українського законодавства з вимогами MiFID, є значно ширшими.

Підсумовуючи результати аналізу розбіжностей регулювання діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні із законодавством ЄС в частині імплементації вимог MiFID, наслідків існування таких розбіжностей та напрямків гармонізації вітчизняного законодавства із законодавством ЄС в цій сфері, можна зробити наступні узагальнюючі висновки.

1. З огляду на європейський вибір України відповідні акти законодавства та регуляторні документи компетентного органу – Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) мають бути гармонізовані у відповідності з вимогами MiFID, як складовою законодавства ЄС.

2. Для запобігання «дискретності» процесу гармонізації національного законодавства необхідним вбачається запровадження механізму постійного моніторингу та аналізу законодавства ЄС з боку відповідних національних компетентних органів (у межах їх регуляторних компетенцій) та розроблення пропозицій щодо поточних змін з метою забезпечення необхідного рівня гармонізації чинних актів законодавства у відповідній сфері та його підтримання в актуальному стані.

3. Гармонізація актів національного законодавства із законодавством ЄС має здійснюватися з урахуванням національних особливостей та стану розвитку відповідних об'єктів регулювання. При цьому доцільно використовувати запропонований умовний поділ вимог законодавства ЄС за ступенем необхідності гармонізації та усунення розбіжностей в національному законодавстві (повна, умовна, непотрібна).

4. Повна гармонізація вбачається необхідною в частині понятійного апарату (використовувані визначення) та сфери застосування регуляторних норм. Зокрема, в частині регулювання діяльності з управління активами нагально необхідним є запровадження у національному законодавстві визначень «пов'язаний агент» та «професійний клієнт», встановлених MiFID. Це дасть можливість:

- сформуванню правову основу розгалуженої системи уникнення конфліктів інтересів при агентському обслуговуванні інституційних інвесторів;
- розширити склад клієнтів і ринок збуту послуг з управління активами за рахунок клієнтів з нефінансового сектору;
- установити чіткі процедури спрощених механізмів обслуговування професійних клієнтів;
- закріпити гарантії вибору клієнтами рівнів захисту, застосовуваних для професійних або непрофесійних клієнтів;
- сформуванню правову основу договірного збалансування та розподілу прав, зобов'язань та відповідальності між всіма суб'єктами, задіяними в інвестиційній діяльності інституційних інвесторів.

5. Організаційні вимоги, які висуюються національним законодавством до компаній з управління активами, мають бути доповнені в частині вимог розроблення КУА методик і організаційних заходів для забезпечення запобігання конфліктам інтересів, що негативно впливають на клієнтів, використання відповідних систем управління ресурсами для безперебійного надання послуг, внутрішнього контролю, оцінки і управління ризиком, захисту систем обробки інформації.

6. Національне законодавство має бути доповнене нормами, спрямованими на забезпечення зниження операційних ризиків, пов'язаних з необхідністю використання критично важливих послуг третіх осіб (зокрема торгівців цінними паперами та зберігачів) з виконання операційних функцій для надання послуг інституційним інвесторам (насамперед, завдяки забезпеченню внутрішнього контролю в КУА і нагляду з боку компетентного органу влади – ДКЦПФР, а також більш чіткого визначення та захисту прав КУА та інституційних інвесторів у відношеннях із третіми особами – надавачами послуг).

7. Для забезпечення стандартизації організаційних вимог та правил ведення бізнесу при наданні клієнтам послуг з управління активами інституційних інвесторів доцільним є законодавче віднесення цих питань до компетенції відповідної саморегулювальної організації та впорядкування їх внутрішніми стандартами діяльності, обов'язковими до виконання кожним членом такої організації.

Загалом, очікуваними наслідками гармонізації українського законодавства з MiFID в сфері діяльності з управління активами є: модернізація стандартів професійної діяльності з управління активами; підвищення ефективності інвестиційної діяльності; зниження ризику по інвестиційних операціях, насамперед інституційних інвесторів, та загальне зниження рівня ризику національного фінансового ринку.

ЛІТЕРАТУРА

1. Угода про партнерство та співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами, яку ратифіковано Законом № 237/94-ВР від 10.11.94// Відомості Верховної Ради України), 1994, № 46;

2. Закон України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» від 18 березня 2004 р. № 1629// Відомості Верховної Ради України, 2004, № 29;

3. Указ Президента України від 21 серпня 2004 р. № 965 «Питання організації виконання Закону України «Про Загальнодержавну програму адап-

тації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»// Урядовий кур'єр від 02.09.2004 - № 164;

4. Постанова Кабінету Міністрів України від 15 жовтня 2004 р. № 1365 «Деякі питання адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»// Офіційний вісник України від 05.11.2004 - 2004 р., № 42;

5. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 7 березня 2007 р. N90-р «Про затвердження Плану заходів щодо виконання у 2007 році Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»;

6. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»// Відомості Верховної Ради України, 2001, № 21

7. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» // Відомості Верховної Ради України, 2003 № 47-48.

8. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» //Відомості Верховної Ради України, 2003, №49-51

9. Закони України «Про цінні папери та фондовий ринок» // Відомості Верховної Ради України , 2006, № 31

10. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»// Відомості Верховної Ради України , 1996, № 51

11. Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), затвержені Рішенням ДКЦПФР № 341 від 26 травня 2006 - [Електронний ресурс].– Доступний з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0864-06&ed=20091013&p=1312365048056900>

12. Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затвержене Рішенням ДКЦПФР №1227 від 02 листопада, 2006 - [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1252-06&ed=20091109&p=1312365048056900>

13. 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, OJ L 145, 30.4.2004, p. 1-44

14. Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), OJ L 375, 31.12.1985, p. 3-18

15. Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions, OJ L 141, 11.6.1993, p. 1-26

16. Directive 98/31/EC of the European Parliament and of the Council of 22 June 1998 amending Council Directive 93/6/EEC on the capital adequacy of investment firms and credit institutions (OJ L 204, 21.7.1998, p. 13-25)

17. Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, OJ L 41, 13.2.2002, p. 20-34

18. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, OJ L 41, 13.2.2002, p. 35-42

19. 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, OJ L 235, 23.9.2003, p. 10-21

20. Leonov Dmytro «MiFID implementation in the Ukrainian legislation of institutional investors' assets management activities» // Presentation of the Results within the scope of the EU-Funded Project Gap Analysis of Ukrainian Legislation versus EU Market in Financial Instruments Directive (MiFID), Kyiv, 13 March 2009, p. 1-20

21. Карпенко Г.В. Досвід розвитку фондового ринку країн Європи та його використання в Україні // Фінанси України, № 6, 2007- с.90– 96

22. Леонов Д., Львовичкін С., Хоружий С. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції. Монографія/ за заг. наук. ред. Федосова В. – К., 2008, 848 с.

23. Науменкова С.В. Зарубіжний досвід організації систем регулювання й нагляду за діяльністю фінансових установ // Фінанси України, № 12, 2009- с.20 –27

24. Проблеми реформування банківської системи України в контексті європейської інтеграції. Інформаційно-аналітичні матеріали. Випуск 8./ [В.І. Міщенко, А.В.Шаповалов, В.В. Крилова, В.В.Ващенко, Н.В. Гришук та інш.]. – К. Національний банк України. Центр наукових досліджень. 2007. – 266 с.

25. Є.Л.Прокопенко, В.Ф.Хоровський. Фінансові ринки ЄС. Навчальний посібник, К.: КНУ імені Тараса Шевченка, 2004. —113 с.

26. Федоренко А. Фонд антигарантування інвестицій // «Ринок цінних паперів України» №№ 1-2 , 2008, с. 3-8