

УДК 330.5:330.15



В. В. Мороз,
кандидат наук з державного управління,
доцент кафедри економічної політики
та врядування, Національна академія
державного управління
при Президентіві України



Д. В. Клиновий,
кандидат економічних наук, старший
науковий співробітник, доцент,
ДУ “Інститут економіки
природокористування та сталого розвитку”
Національної академії наук України

ФІНАНСОВО-ПРАВОВА СКЛАДОВА ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНОГО МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ПРИРОДНИМИ РЕСУРСАМИ В ПУБЛІЧНІЙ СФЕРІ

У статті розглянуто механізми сек'юритизації природних ресурсів шляхом емісії цінних паперів (акцій, облігацій, деривативів тощо) компаніями – користувачами природних активів. Обґрунтовано необхідність створення територіальних корпорацій з управління природними ресурсами на основі публічно-приватного партнерства в процесі децентралізації управління природокористуванням.

Доведено, що для залучення інвестицій у сферу використання природних активів у національному господарстві потрібно трансформувати структуру управління природними активами таким чином, щоб в організаційному аспекті фінансування територіальних корпорацій з управління природними ресурсами провідну роль, поряд із банківськими установами, відігравали інститути спільного інвестування (інституціональні інвестори).

Представлена інституціональна фінансова складова євроінтеграційного механізму управління природокористуванням. Проаналізовано правову базу ЄС у сфері спільного інвестування.

© Мороз О. В., Клиновий Д. В., 2018

Ключові слова: управління природними ресурсами, сек'юритизація, інститут спільного інвестування, децентралізація, євроінтеграція.

V. V. Moroz,

Ph.D in Public administration, associate professor of the economic policy and governance department, National Academy for Public Administration under the President of Ukraine

D. V. Klynovyi,

Ph.D, associate professor, senior research fellow, leading research fellow of the department of comprehensive assessment and management of natural resources of the State Institution "Institute of Environmental Economics and Sustainable Development of the National Academy of Sciences of Ukraine"

FINANCIAL AND LEGAL FRAMEWORK OF THE EURO-INTEGRATION MECHANISM OF NATURAL RESOURCES MANAGEMENT IN PUBLIC SPHERE

The article is devoted to mechanisms of securitization of natural resources through issuance of securities (stocks, bonds, derivatives, etc.) by companies that use natural assets. The necessity of creation of territorial corporations on management of natural resources on the basis of public-private partnership in the process of decentralization of management of natural resources is substantiated. It has been proved that in order to attract investments in the use of natural assets in the national economy, it is necessary to transform the structure of management of natural assets in such a way that, in the organizational aspect of financing of territorial corporations on the management of natural resources, the leading role, along with banking institutions, played by joint investment institutions (institutional investors).

The article presents the institutional and financial component of the Eurointegration mechanism of management of natural resources. The EU legal base in the sphere of joint investment is analyzed.

Key words: management of natural resources, securitization, collective investment schemes, decentralization, eurointegration.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. В умовах пошуку шляхів і засобів для подальшого розвитку економіки України та економічного зростання, інтеграції в європейський та світовий господарський простір, створення конкурентоспромож-

них підприємницьких структур у сфері природокористування, здатних залучати інвестиційні ресурси з фінансових ринків країни, все більшого значення набуває запозичення досвіду європейської системи правового регулювання фінансового сектору. Для забезпечення сталого інвестування у сферу природокористування також дуже важливим є забезпечення розвитку адекватного європейським нормам фінансового сектору національного ринку спільного інвестування. На сьогодні саме використання природних ресурсів, зокрема видобування корисних копалин, аграрно-промислове виробництво, включаючи лісове господарство, туризм та рекреацію, по суті, належать до галузей національного господарства, які здатні генерувати високі доходи на вкладений капітал і є привабливими для спільного інвестування. При цьому важливим є забезпечення можливостей як національним, так і зарубіжним інвесторам виходити зі своїми пропозиціями на ринок інвестицій у сферу використання природних активів у національній економіці та інвестувати в цінні папери територіальних корпорацій з управління природними ресурсами, які можуть бути створені на основі публічно-приватного партнерства в процесі децентралізації управління природокористуванням. Міжнародний досвід створення та функціонування таких структур є надзвичайно актуальним для України в контексті подальшого розвитку фінансового ринку та євроінтеграції.

Аналіз останніх досліджень і публікацій за проблематикою та виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Фінансовим та правовим аспектам природокористування у цілому присвячено роботи багатьох науковців, зокрема І.К.Бистрякова, О.О.Ляховець, С.С.Шумської, Е.Е.Смолиної, К.Соніна, М.А.Хвесика та ін. Цими дослідниками розроблено методологічні підходи та методики оцінки природного капіталу, здійснено теоретико-методологічне визначення поняття природного багатства як складової національного багатства, розраховано вартість окремих складових природного багатства тощо.

Разом з тим динамічні трансформаційні процеси в економіці України вимагають ґрунтовних наукових досліджень та пропозицій для уряду на основі сучасних теоретико-методологічних підходів щодо запровадження нових інструментів та підходів у системі

управління економікою. Актуальною науковою проблемою залишається розробка механізмів сек'юритизації природних ресурсів шляхом емісії цінних паперів компаніями – користувачами природних активів, створення територіальних корпорацій з управління природними ресурсами на основі публічно-приватного партнерства в процесі децентралізації управління природокористуванням.

Формулювання цілей (мети) дослідження. Метою статті є формування пропозицій на основі аналізу європейського досвіду правового регулювання діяльності інституційних інвесторів щодо запровадження в Україні сприятливого інвестиційного середовища, уніфікації правил та стандартів не тільки у сфері використання природних ресурсів, але й усього фінансового сектору.

Виклад основних результатів дослідження та їх обґрунтування. В умовах активізації євроінтеграційних процесів для сфери використання природних активів як базової основи емісії фінансових інструментів одним із найважливіших завдань реалізації алгоритму трансформації структури управління природними ресурсами є гармонізація національного законодавства з європейським не тільки у сфері використання природних ресурсів у господарському обігу, а й у сфері фінансового ринку. Механізми сек'юритизації природних ресурсів шляхом емісії цінних паперів (акцій, облигацій, деривативів тощо) компаніями – користувачами природних активів передбачатимуть як мінімум їх вільний вихід на національний фондовий ринок.

На нашу думку, найбільш адекватним потребам національної економіки на перспективу є такий механізм інвестування у сферу використання природних активів, що передбачає не тільки і не стільки особисте, одноосібне, а й переважно колективне, спільне інвестування через фінансових посередників – інститути спільного інвестування (ІСІ), корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Саме такий інституціональний інвестор, як інститут спільного інвестування нарівні з банками, і навіть краще та ефективніше, ніж вони, здатен ефективно управляти інвестиціями, зважаючи на те, що саме через них пересічні громадяни можуть купувати та утримувати велику кількість корпоративних цінних паперів муніципального рівня, навіть не маючи досвіду управління інвестиціями в них.

Також в установах спільного фінансування доходи можуть бути значно вищими за банківський відсоток, оскільки в їх фінансових активах велику роль відіграє не депозитний і позиковий, а саме акціонерний капітал, який здатен генерувати доходи за високою ставкою, що перевищує норму доходності для фінансового сектору. Фактично, довіряючи здійснювати фінансову інвестицію інституту спільного інвестування, як пересічний громадянин, так і будь-яка юридична особа зможе реалізувати за допомогою цього інституціонального інвестора бажану або відповідну стратегію інвестування за показниками доходності і ризику, готову запропоновану схему управління власним інвестиційним капіталом з метою отримання відносно високих прибутків порівняно з тими, що пропонує традиційна банківська сфера.

Перевагою інституту спільного інвестування перед банківською сферою є й те, що професійний інституціональний інвестор може забезпечувати не тільки повне довірче професійне управління інвестиційними портфелями, а й надавати брокерські послуги за дорученням у тих випадках, коли кінцевий бенефіціар у змозі сам професійно управляти власним інвестиційним капіталом, здійснюючи купівлю-продаж цінних паперів і діючи як фінансовий посередник. Особливо привабливою є така форма інвестування для зарубіжного інвестора, оскільки він зможе інвестувати в національну сферу використання природних активів через професійного посередника, який добре знатиме і професійно орієнтуватиметься як у національному, так і в місцевому (регіональний, муніципальний рівень) ринку цінних паперів, тоді як самотійна участь іноземного інвестора на національному фінансовому ринку може бути проблематичною.

При цьому інститутом спільного інвестування можуть бути корпоративний інвестиційний фонд, взаємний фонд інвестиційних компаній, корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, діяльність якого пов'язана з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість [1].

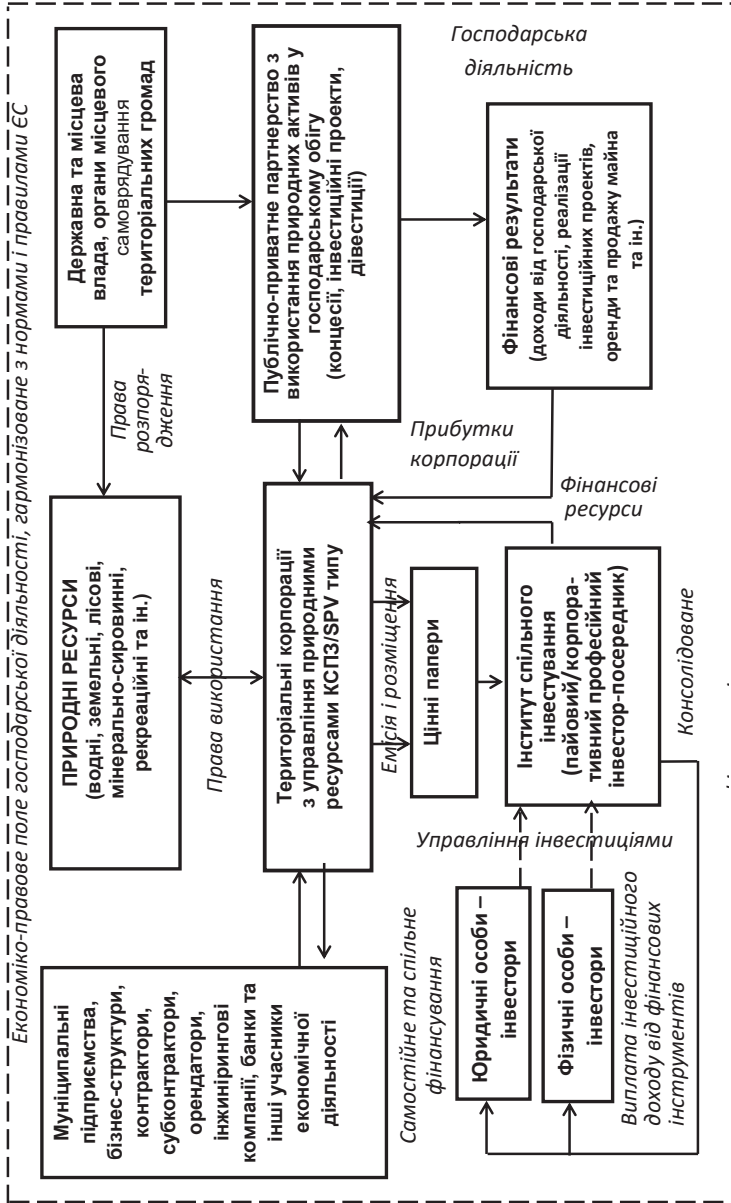
Отже, на момент емісії цінних паперів корпоративними структурами SPV-типу необхідно, з одного боку, створити систе-

му самих інститутів спільного інвестування, які б акумулювали інвестиції у сферу використання природних активів, спрямовуючи кошти інвесторів у відповідні цінні папери, емітовані корпоративними користувачами природних активів, а з другого – забезпечити таку економіко-правову базу їх функціонування, яка б відповідала вимогам Євросоюзу і створювала можливості для залучення в цю сферу зарубіжного інвестора, зокрема з країн ЄС.

Одним з цільових завдань розвитку спеціалізованих інститутів спільного інвестування, що діятимуть паралельно з проектними компаніями, територіальними корпораціями з управління природними ресурсами, також може бути спільне (консолідоване) інвестування конкретних інвестиційних проектів шляхом формування відповідних цільових інвестиційних портфелів. Інакше кажучи, звернення до інституту спільного інвестування в цьому разі можуть бути двосторонніми: з боку як інвестора-вкладника з метою пошуку бажаного інвестиційного інструмента (акції, облігації, інвестиційні сертифікати, акції пайового корпоративного інвестиційного фонду, заставні, зокрема іпотечні сертифікати, а також приватизаційні і товаророзпорядчі цінні папери), так і емітента цінних паперів з метою пошуку інвестора (див. рисунок). Таким чином, інститут спільного інвестування може виконувати функцію професійного фандрайзингу (пошуку інвестора), формування пулів активів для підприємницьких структур, що діють у сфері використання природних активів. Отже, і цей фактор у рамках функціонування інститутів спільного інвестування на регіональному та муніципальному рівнях також вимагає приведення національних умов розвитку цієї сфери фінансового сектору у відповідність з європейськими нормами.

При цьому однією з основних проблем є гарантування доходів вкладників в інститути спільного інвестування, оскільки, на відміну від інвестицій у банківську сферу, вони не забезпечені відповідними гарантійними фондами або бюджетними ресурсами.

На сьогодні економіко-правовим орієнтиром для більшості розвинутих економік європейських країн та світу є правові рішення, що закріплені в Директивах Європейського Союзу та регулюють діяльність і взаємовідносини на фінансових ринках країн – членів ЄС.



Інституціональна фінансова складова євроінтеграційного організаційно-економічного механізму управління природокористуванням

Отже, подальша інтеграція України в загальносвітовий та європейський господарський простір буде пов'язана з уніфікацією правил та стандартів не тільки у сфері використання природних ресурсів, а й діяльності всього фінансового сектору, адаптацією національних законодавчих норм діяльності інвесторів та емітентів фінансових активів, включаючи цінні папери, до законодавства, зокрема і Європейського Союзу. У зв'язку із цим важливим є вивчення європейського досвіду діяльності і державного регулювання фінансових ринків і, зокрема, такої їх інституційної складової, як інститути спільного інвестування з метою його адаптації й подальшого вдосконалення в Україні.

При цьому слід наголосити на тому, що адаптація національного законодавства України до права ЄС включає не тільки саме законодавство, а й спільні для країн-членів ЄС принципи, цінності та правову культуру, зокрема екологічну культуру і європейські природоохоронні принципи сталого природокористування, які передбачають значні екологічні інвестиції у сталий розвиток соціо-еколого-економічних систем.

Щодо норм законодавства, то в усьому світі поширюється тенденція до уніфікації норм і правил регулювання. Особливо ця тенденція помітна в Європі в межах ЄС, де національне законодавство та практику діяльності у фінансовій сфері приведено у відповідність із Директивами ЄС. Таким чином, формуються принципи, які визнаються більшістю країн євроспільноти та мають братися до уваги кандидатами на членство в ЄС і асоційованими членами, до яких належить і Україна.

Варто зазначити, що сфера фінансового ринку ЄС розвивалася в кожній окремій країні за власними законами та правилами, які відрізнялися між собою. На сьогодні в нашій країні існують певні національні відмінності від загальноєвропейської практики регулювання фондового ринку. Проте згідно з правилами Європейського Союзу у країнах-членах стосовно правового забезпечення спільного інвестування обрано принцип превалювання національного законодавства, але при цьому необхідно забезпечити, щоб іноземні суб'єкти мали на національному ринку рівні права з резидентами, а національне законодавство не суперечило основним положенням права Європейського Союзу. Отже, Україна має

всі можливості для повноцінної інтеграції в європейський фондовий ринок за умов створення на національних теренах гармонізованого за загальноприйнятими в ЄС параметрами відповідного правового поля.

Необхідно зауважити, що нормотворча діяльність європейських законотворців у сфері фінансового ринку має уже більше ніж 20-річну історію.

У цілому регулювання ринку цінних паперів в ЄС в науковій літературі поділяють на три основних рівні:

- первинне законодавство ЄС – установчі (засновницькі) договори ЄС, які мають пряму дію в межах усіх країн-членів ЄС;
- вторинне законодавство ЄС – директиви, регламенти та рішення, прийняті інститутами ЄС (Радою ЄС, Комісією ЄС та Судом ЄС) як доповнення до положень Установчих договорів ЄС;
- національне законодавство країн – членів ЄС [2].

Базові функції фінансового регулятора в країнах ЄС (у наднаціональному масштабі) покладені на профільні комітети Ради ЄС з економіки та соціальних питань, а також на Комітет з європейських цінних паперів (European Securities Committee). Європейський Центральний банк у цьому разі виступає тільки як координуючий орган. Повноцінний фінансовий регулятор в ЄС на сьогодні фактично відсутній, оскільки потреба у створенні аналога Європейського Центрального банку для ринків фінансових інструментів та послуг, не пов'язаних з банківським сектором, не є нагальною. Відсутність такого органу компенсується діяльністю вищевказаного комітету та комісій з бірж та цінних паперів у кожній з країн – членів ЄС.

Головне завдання європейського законодавства та профільного комітету – узагальнення позитивного досвіду національних правових систем (як у рамках ЄС, так і за його межами), розробка рамкових правових механізмів регулювання ключових сегментів ринку (в цьому разі – фінансових ринків) і сприяння їх упровадженню на національному рівні.

Активна робота також здійснюється на рівні Європейського комітету фінансових регуляторів (European Securities Regulators Committee /ESRC), зокрема щодо адаптації національних законодавств до директив ЄС.

У сфері регулювання ринку цінних паперів існують також органи наднаціонального характеру, що здійснюють координацію та вироблення стандартів діяльності. Це, зокрема, Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions – IOSCO), що станом на сьогодні об'єднує регуляторів фондових ринків понад 100 держав. Члени організації регулюють ринки цінних паперів, на які припадає близько 95% світового ринку цінних паперів.

Міжнародна організація комісій з цінних паперів IOSCO здійснює координацію співробітництва між комісіями з цінних паперів різних країн з метою забезпечення більш ефективного державного регулювання національних ринків цінних паперів. Велика увага приділяється обміну досвідом державно-правового регулювання ринку цінних паперів та запровадженню більш досконалих методів регулювання ринку, розробці єдиних стандартів діяльності на ринку цінних паперів і здійсненню державного нагляду за виконанням міжнародних угод у сфері обігу цінних паперів. Членами організації надається взаємодопомога з метою забезпечення єдності та неподільності ринків цінних паперів та боротьби з правопорушеннями.

Документ “Цілі та принципи регулювання ринків цінних паперів” (IOSCO Principles) є основою для регулювання національних фондових ринків у більшості розвинених країн. Крім того, організація забезпечує обмін інформацією між органами регулювання різних країн та веде бази даних щодо національних фондових законодавств.

Основу Європейського законодавства у сфері регулювання фондового ринку та інвестиційних послуг, у тому числі й функціонування схем спільного інвестування, становлять положення низки базових Директив ЄС. Це, зокрема:

- Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 січня 2003 р. про інсайдерські операції та маніпулювання на ринку;

- Директива 2001/34/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 травня 2001 р. про допуск цінних паперів до лістингу на фондовій біржі та про інформацію, що підлягає оприлюдненню стосовно таких цінних паперів;

- Директива 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. про інвестиційні послуги на ринку цінних паперів та № 2004/39/ЄС (MiFID) щодо ринків фінансових інструментів і внесення змін до директив Ради ЄС 85/611/ЄЕС та 93/6/ЄЕС, що, у свою чергу, були замінені Директивою № 2014/65/ЄС “Про ринки фінансових інструментів” (MiFID-II);

- Директива 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р. про узгодження вимог щодо розробки, перевірки та розповсюдження проспектів емісії цінних паперів, що підлягають оприлюдненню, з метою їх пропозиції до вільного обігу.

Ці нормативні акти мають різні сфери застосування та є взаємодоповнюючими.

До 2007 р. основним документом, що визначав загальні принципи функціонування ринку цінних паперів ЄС, була Директива Ради ЄС від 10 травня 1993 р. № 93/22/ЄЕС “Про надання послуг на ринку цінних паперів” (Investment Services Directive, далі – ISD). З 2007 р. набула чинності нова Директива ЄС від 21 квітня 2004 р. № 2004/39/ЄС “Про ринки фінансових інструментів” (MiFID), яка змінила деякі директиви ЄС (Директиви 85/611/ЄЕС, 93/6/ЄЕС, 2000/12/ЄС), а також скасувала дію Директиви 93/22/ЄЕС (ISD); одночасно в неї було введені низку її положень. Цією Директивою (ст. 4) закріплювалися ключові поняття ринку цінних паперів ЄС: “цінні папери, що обертаються” (transferable securities), включаючи акції і депозитарні розписки на акції, облігації та інші боргові цінні папери, в тому числі депозитарні розписки на облігації; інші цінні папери, що дають право на придбання або продаж цінних паперів. Важливим моментом стало запровадження Директивою поняття “фінансовий інструмент” (financial instrument), яке охоплює не тільки цінні папери та інструменти грошового ринку, а й інструменти інститутів спільного інвестування, похідні фінансові інструменти (опціони, ф’ючерси, СВОП, форварди) з різними базовими активами [3].

Конкретизовані й розширені положення цієї директиви було закріплено в її новій редакції, що отримала назву MiFID–II (№ 2014/65/ЄС), яка на 2017 р. перебувала на стадії введення у дію, в тому числі на підставі чинної на сьогодні Директиви Ради ЄС 2006/48/ЄС “Про започаткування та здійснення діяльності кредит-

них установ” від 14 червня 2006 р. [4] через значні зміни, внесені у її попередній варіант як у правовий акт.

Реформування Директиви Європейського Парламенту й Ради № 2004/39/ЄС “Про ринки фінансових інструментів” (англ. The Markets in Financial Instruments Directive, Mifid) почалося в 2009 р. за результатами оцінки наслідків кризи “чорного вівторка” у 2008 р. і завершилося в середині 2014 р., коли було прийнято два нових правових акти. Насамперед ідеться про Директиву № 2014/65/ЄС, яка, маючи ту саму назву – “Про ринки фінансових інструментів”, є результатом суттєвої переробки Директиви Mifid і вводиться в дію з 3 січня 2018 р. Для більшої чіткості й зручності її позначають Mifid II [5]. Одночасно з Директивою Mifid II буде застосовуватися пов’язаний з нею Регламент (ЄС) № 600/2014” Про ринки фінансових інструментів”, скорочено – Mifir (англ. The Markets in Financial Instruments Regulation). Для досягнення найкращого результату Європейський Союз у новій редакції Директиви та в Регламенті врахував думку всіх зацікавлених сторін – інвесторів, емітентів цінних паперів та регулюючих органів держав – членів ЄС.

Для впровадження в українську практику фінансового ринку дуже важливим є те, що Mifid установлює ключові положення про захист клієнтів: обов’язок оцінювати адекватність клієнта (досвід, знання, фінансове становище), а також правило “найкращого виконання” (best execution): брокер, отримавши заявку клієнта, зобов’язаний виконати її в найкращий спосіб і протягом певного часу зберігати відповідну інформацію. Директивою встановлені єдині вимоги до розкриття інформації на ринку цінних паперів, зберігання інформації про угоди, звітності професійних учасників ринку та ін., у результаті чого пропонувані фінансові продукти краще узгоджуються з інвестиційними цілями клієнта, клієнт одержує більш детальні повідомлення від маклера про здійснення своїх угод, розпорядження клієнта виконуються на заздалегідь обговорених умовах, за винятком випадків, коли він передав інше розпорядження.

Загалом Директиви Mifid I і II закладають основи для стандартизації пропозиції фінансових продуктів і послуг на ринку Євросоюзу, які передбачають виконання таких вимог:

– клієнтові не надаються інвестиційні рекомендації без попередньої оцінки пов’язаних з ним обставин і впевненості в тому,

що клієнт розуміє наслідки й ризики щодо дотримання цих рекомендацій;

- розпорядження слід виконувати так, щоб була виключена дискримінація клієнтів, коли перевага віддається замовленням інших клієнтів або угодам маклера;

- розпорядження слід виконувати в такий спосіб, за якого постійно враховуються інтереси клієнтів;

- для запобігання виникненню конфлікту інтересів між клієнтом та іншими клієнтами або між клієнтом і фінансовою установою мають бути затверджені правила й процедури;

- клієнти одержують досить інформації, щоб упевнитися в тому, що пропоновані послуги відповідають їхнім інтересам та інвестиційним цілям;

- дані, пов'язані із пропозицією клієнтам інвестиційних послуг, слід зберігати не менш ніж п'ять років, у них також повинні зберігатися підстави та обставини консультацій, рекомендацій, угод і розпоряджень;

- фінансові ринки повинні бути прозорими, а органи нагляду мати доступ до інформації, яка дає змогу їм стежити за ефективною роботою фінансового ринку.

Очевидно, що подібні вимоги найкраще зможуть задовольнити не окремі компанії-емітенти, а саме інституціональні інвестори, представлені інститутами спільного інвестування. Як варіант можливо запровадити в Україні створення окремого спеціалізованого і централізованого інституціонального інвестора за державною участю, який би акумулював фінансові інструменти, емітовані компаніями SPV-типу та пропонував як власні фінансові інструменти пули активів для потенційного інвестора, включаючи нерезидентів з країн Євросоюзу.

Щодо інституціональних інвесторів, то базовим документом ЄС, який регулює їх діяльність, є Директива 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. про координування законів, постанов та адміністративних положень, які стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери, що перебувають в обігу [6]. Ця Директива застосовується виключно до інститутів спільного інвестування. Скорочена назва Директиви 85/611/ЄЕС – UCITS походить від її англійської назви “Council Directive of 20 December 1985 on the

coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities”.

Для умов України з огляду на Угоду про асоціацію з ЄС вкрай важливим є врахування в базовій Директиві 85/611/ЄЕС положення про те, що для досягнення мети вільного пересування капіталу між державами-членами і третіми країнами керівні органи ЄС можуть кваліфікованою більшістю ухвалити заходи щодо пересування капіталу до третіх країн чи з них із залученням прямих інвестицій, зокрема інвестицій у нерухоме майно, щодо підприємницької діяльності, надання фінансових послуг чи допуску цінних паперів на ринки капіталу. Отже, є всі підстави для того, щоб забезпечити присутність зарубіжного інвестора в діяльності інституціональних інвесторів в Україні як потенційного власника пайового інвестиційного капіталу.

Свого часу перед ЄС постало завдання уніфікувати законодавство держав-членів стосовно інститутів спільного інвестування, яке істотно відрізнялося в різних державах, зокрема щодо зобов'язань і контролю, які покладалися на інституціональних інвесторів, оскільки національні відмінності спотворювали умови конкуренції між інвесторами і не забезпечували належного захисту власників їх цінних паперів.

Тому для України в процесі євроінтеграції вкрай важливим є узгодження національного законодавства, яке регулює діяльність інститутів спільного інвестування з нормами Євросоюзу, з метою наближення умов конкуренції між такими інститутами на рівні Співтовариства та одночасного забезпечення більш ефективного та однорідного захисту власників цінних паперів.

Директивою 85/611/ЄЕС були встановлені спільні основні правила стосовно організаційно-правових форм, надання ліцензії, нагляду, структури та діяльності інститутів спільного інвестування, розміщених у державах-членах, та інформації, яку вони повинні оприлюднювати (розкривати).

Передусім слід вказати на різницю в підходах до визначення організаційно-правових форм функціонування інституціональних інвесторів в Україні та ЄС. Необхідно зазначити, що інституціональні інвестори в різних країнах Європи традиційно утворюються в різних організаційно-правових формах:

- трасти, які діють згідно із законодавством про трасти (законодавчо визначених аналогів в Україні на сьогодні немає);
- фонди, утворені у формі інвестиційних компаній, діяльність яких регулюється статутом (практичний аналог корпоративних інвестиційних фондів в Україні);
- спільні фонди, якими керують компанії з управління активами (аналог пайових інвестиційних фондів в Україні).

Також згідно з директивою 85/611/ЄЕС визначено поняття компанії з управління активами, як будь-яку компанію, основною діяльністю якої є управління інститутами спільного інвестування у формі пайових трастів/спільних фондів та/або інвестиційних компаній.

Інститути спільного інвестування, які відповідають усім вимогам Директиви 85/611/ЄЕС та цінні папери яких перебувають у вільному продажу на території країн-членів ЄС, отримали назву UCITS (від скороченої назви самої Директиви).

Аналіз і порівняльна оцінка положень Директиви 85/611/ЄЕС дають змогу виявити основні засади регулювання діяльності інвестиційних компаній в ЄС, що можуть бути запозичені та внесені в законодавство України і впроваджені в адаптованому вигляді в національну практику. Це, зокрема, вимоги:

- до інститутів спільного інвестування на отримання ліцензії, яка надає право здійснювати діяльність зі спільного інвестування від відповідного регулюючого органу влади з документальним підтвердженням вимог до репутації установи;
- до компаній з управління активами в частині контролю заборонених видів діяльності та фінансових і професійних гарантій;
- до ліцензування діяльності компаній з управління активами відповідним регулюючим органом влади;
- до внутрішніх процедур та правил, які забезпечують контроль за тим, щоб кошти інвесторів, які перебувають в управлінні компанії з управління активами, інвестувалися відповідно до регламенту фонду, установчих документів та чинного законодавства для зведення до мінімуму ризику завдання шкоди інтересам інституту спільного інвестування або інтересам клієнтів;
- щодо обов'язкової, незалежної аудиторської перевірки розрахунку вартості паїв та інвестування активів компанії;

– щодо уникнення конфліктів інтересів у процесі діяльності інституціональних інвесторів та їх справедливого розв’язання на користь інвесторів фонду;

– щодо відповідності, крім загальноєвропейським, і національним регуляторним вимогам, які застосовуються до здійснення діяльності інституціональних інвесторів.

Щодо зближення законодавства України та ЄС в частині функціонування інституціональних інвесторів на фондовому ринку, то потрібно зазначити, що в цілому законодавство України відповідає критеріям Директиви 85/611/ЄЕС [6] щодо напрямів інвестування, складу та структури активів інститутів спільного інвестування. Загальний принцип, утілений у ч. 1 ст. 19 Директиви 85/611/ЄЕС та в ч. 2 ст. 34 Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, передбачає, що активи відкритого (диверсифікованого) інституту спільного інвестування складаються тільки з цінних паперів і певною мірою грошових коштів. Конкретні обмеження і послаблення щодо реалізації цього принципу в цілому також збігаються в законодавстві України та ЄС. На сьогодні, однак, вимоги директив ЄС щодо деяких позицій є більш жорсткими, ніж в Україні. Наприклад, якщо ч. 2 ст. 19 вказаної Директиви інституціональним інвесторам дозволяється інвестувати в цінні папери, які не відповідають суворим нормативним вимогам щодо офіційного котирування таких цінних паперів на фондових біржах або на іншому постійно діючому ринку, не більше від 10% активів, то ч. 3 ст. 19 Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” передбачає, що диверсифіковані інститути спільного інвестування вкладають у такі цінні папери не більше від 20% активів. У ст. 22 Директиви зазначено, що інституціональний інвестор може інвестувати не більше ніж 5% власних активів у цінні папери, що підлягають обігу, або в інструменти грошового ринку, випущені одним емітентом. Інститути спільного інвестування також не можуть інвестувати більше ніж 20% активів у депозити однієї установи.

Разом з тим щодо деяких аспектів діяльності інституціональних інвесторів в Україні існують більш жорсткі, ніж в ЄС, вимоги та заборони. Наприклад, в ЄС є дозвіл для інституціональних

інвесторів купувати сертифікати інших фондів UCITS або форм спільного інвестування відповідно до ст. 19 (1) (e), дотримуючись принципу, що не більше ніж 10% активів інвестуються в сертифікати інших фондів UCIT або форм спільного інвестування. Державачлен ЄС може підвищити обмеження максимум до 20%. Інвестиції в сертифікати інститутів спільного інвестування, відмінних від фондів UCITS, не можуть у цілому перевищувати 30% від активів такого ІСІ. В Україні поки що такі операції не дозволяються законом, тобто немає юридичних підстав для функціонування на фінансовому ринку так званих “фондів фондів”. Однак, на думку багатьох учасників фінансового ринку, ринок спільного інвестування України вже давно очікує на вжиття заходів з боку держави щодо розширення можливостей інвестування коштів ІСІ в інші інструменти, зокрема в цінні папери інших ІСІ, що дасть змогу створити фонди фондів. Це дасть поштовх для вертикальної інтеграції інституціональних інвесторів по лінії “муніципалітет” – “регіон” – “макрорегіон” – “держава”. Також перспективним є запровадження в Україні певних європейських механізмів захисту інвестицій у діяльність ІСІ, подібних до механізмів гарантії вкладників банків, що значно підвищить довіру у потенційних учасників інвестиційної діяльності до інституціональних інвесторів.

Підсумовуючи викладене, можна визначити такий логістичний механізм реалізації алгоритму трансформації структури управління природними ресурсами, включаючи рівень місцевих громад, з погляду формування інституціонально-фінансової складової. На сьогодні очевидно, що управління фінансовою ланкою корпоративних структур з управління природними ресурсами в умовах євроінтеграції являє собою значну проблему. Причинами цього є те, що якщо на рівні об'єднаних і навіть низових територіальних громад створити корпоративні утворення з управління природними ресурсами, їх вихід як на первинний, так і на вторинний фінансовий ринок з цінними паперами буде неефективним, а тим більш ускладнюється це завдання для залучення зарубіжного інвестора, оскільки завдання пошуку акціонерів та позичальників буде практично неможливо ефективно вирішити без фахових, професійних фінансових посередників. Тому пропонується забезпечити професійне управління цінними паперами таких компаній,

що діють як на постійній, так і на тимчасовій основі, спеціалізованими або ж такими, що поєднують у своїй діяльності управління фінансовими інструментами підприємств багатьох галузей інвестування інституціональними інвесторами, а саме ІСІ, включаючи пайові (ППФ) та корпоративні (КІФ) інвестиційні фонди. Їх перевагами порівняно з прямим виходом корпорацій та проектних компаній зі спеціальними правами запозичення зі своїми цінними паперами на фінансовий ринок є:

1) можливість консолідованого управління пулами активів, що включають цінні папери та інші фінансові інструменти багатьох компаній у регіональному та національному масштабах;

2) фахове знання ринку та формування для інвесторів диверсифікованих інвестиційних портфелів з бажаним згідно з базовою інвестиційною стратегією інвестора співвідношенням доходності і ризику та професійне управління ними;

3) фінансово грамотне управління інвестиційними портфелями, що складаються в тому числі з цінних паперів територіальних корпорацій з управління природними ресурсами відповідно до тенденцій формування та розвитку фондового ринку країни і європейської економічної зони;

4) можливість безпосередньої роботи із зарубіжними інвесторами, включаючи країни ЄС і професійний фандрайзинг іноземних інвестиційних коштів для емітентів цінних паперів як брокерського фінансового посередника;

5) усунення негативних ефектів “малого масштабу” для невеликих місцевих територіальних корпорацій з управління природними ресурсами, консолідація їх фінансових активів у фінансові ринки більших масштабів на рівнях об’єднаної територіальної громади, регіону та країни з перспективами для залучення іноземних акціонерів або позичальників через облігаційні інструменти з-за кордону;

6) перспектива створення централізованої національної фінансової мережі інвестування у сферу використання природних активів у разі впровадження в національну практику механізму роботи “фондів фондів”;

7) можливість залучення найбільш широких верств населення, малих, середніх і великих підприємств – юридичних осіб,

коштів банків, та в перспективі – інших інституціональних інвесторів до фінансування діяльності компаній зі спеціальними правами запозичення, що здійснюватимуть природокористування на основі механізмів публічно-приватного партнерства.

Для того щоб забезпечити в умовах євроінтеграції ефективну діяльність цього сектору фінансового ринку, необхідно вжити низку регулюючих заходів відповідно до діючої практики функціонування інституціональних інвесторів в Євросоюзі які, зокрема, спрямовані на реалізацію гарантій прав інвесторів на повернення інвестованих коштів, покращання контролю за діяльністю як самих фінансових фондів, так і їх керуючих компаній з управління активами (КУА), забезпечення необхідної лібералізації національного законодавства стосовно регулювання діяльності інституціональних інвесторів у галузі спільного інвестування для приведення її у відповідність із директивами ЄС. Характеризуючи правове поле в секторі ринку фінансових послуг України та ЄС у цілому, можна дійти висновку про те, що законодавству України притаманна більш централізована модель регулювання, ніж ЄС, проте на рівні MiFID II спостерігається відповідність українському законодавству обмежень, а для законодавства ЄС можна визнати відповідність в основному українським законам про ринок фінансових послуг [7].

Отже, наша країна має перспективи для активізації співпраці з Євросоюзом у фінансовому секторі за умов подальшої гармонізації національних правових положень у цій царині з європейськими правовими нормами, зокрема в частині децентралізації управління фінансовими послугами. Це передбачає прийняття окремого правового акта або внесення відповідних змін у законодавство про фінансові послуги, які окреслювали б специфічні рамки і регламентували основні правила поведінки на фінансовому ринку компаній зі спеціальними правами запозичення у сфері управління природними ресурсами та інституціональних інвесторів, що використовують фінансові інструменти, емітовані такими компаніями, як пули активів для отримання інвестиційного доходу, включаючи правові норми щодо поведінки іноземних інвесторів у цьому секторі фінансового ринку.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Для залучення інвестицій у сферу використання природних активів у на-

ціональному господарстві необхідно трансформувати структуру управління природними активами таким чином, щоб в організаційному аспекті фінансування територіальних корпорацій з управління природними ресурсами провідну роль поряд з банківськими установами відігравали інститути спільного інвестування (інституціональні інвестори).

Основними перевагами інститутів спільного інвестування для юридичних і фізичних осіб-інвесторів є простота і доступність для виходу на ринок інвестицій, підвищені порівняно з банківською сферою доходи від фінансового інвестування, професійність управління активами тощо.

Базові Директиви ЄС у галузі регулювання розвитку фондового ринку Mifid II закладають основи для стандартизації пропозиції фінансових продуктів і послуг на ринку Євросоюзу, які включають забезпечення виконання вимог щодо захисту прав клієнтів і якості фінансових послуг, у тому числі до розкриття інформації на ринку цінних паперів, зберігання інформації про угоди, до звітності професійних учасників ринку та ін., які здатні якісно реалізувати саме професійні інституціональні інвестори.

Зважаючи на те, що органи регулювання країн ЄС у сфері фінансового ринку приводять своє законодавство у відповідність з інтеграційними тенденціями ринків капіталу, знімають заборони на розміщення цінних паперів за кордоном, а також з діяльності іноземних емітентів та професійних учасників ринку всередині країни, необхідно сприяти активізації співпраці національних інституціональних інвесторів з іноземними власниками інвестиційних ресурсів, які можуть бути залучені до фінансування сфери природокористування в Україні.

Найпривабливішими для іноземного інвестування в цінні папери за участю національних українських інституціональних інвесторів є проекти освоєння родовищ корисних копалин, розвитку АПК, використання альтернативних джерел природної енергії (сонячної, вітрової, водної тощо), освоєння природно-рекреаційних об'єктів з метою розвитку індустрії розваг, туризму, спорту та інших видів відпочинку.

Взаємодія зі світовим ринком капіталу і його учасниками шляхом прямого та портфельного інвестування через інституці-

ональних інвесторів зробить національний ринок більш конкурентоспроможним та ефективним, розширить коло інвесторів і дасть змогу в більш короткі терміни впроваджувати інноваційні, ресурсозберігаючі, маловідходні та екологічно чисті технології природокористування.

Для забезпечення ефективної діяльності інституціональних інвесторів спільного інвестування в умовах євроінтеграції необхідно відповідно до практики ЄС вжити низку регулюючих заходів щодо реалізації гарантій прав інвесторів на повернення інвестованого капіталу, покращання контролю за діяльністю інвестиційних фондів, та компаній з управління активами, забезпечення необхідної лібералізації національного законодавства в галузі спільного інвестування для приведення її у відповідність з рамковими директивами ЄС та сучасною практикою національного регулювання фондового ринку в країнах євроспільноти.

Вивчення та запозичення положень наднаціонального права ЄС у сфері регулювання фінансового та інвестиційного ринку, зокрема Директиви 85/611/ЄЕС, адаптація їх до національної української практики сприятиме як гармонізації законодавства України, ЄС та міжнародного співтовариства в процесі євроінтеграції, так і більшій захищеності інвесторів вітчизняних інститутів спільного інвестування, припливу внутрішніх та іноземних інвестицій у сферу використання природних активів.

Список використаних джерел

1. Карпінський Б. А. Інвестиції: термінологічний словник / Б. А. Карпінський, Т. Б. Шира. – Київ : Видавн. дім “Професіонал”, 2009. – 464 с.

2. Соломіна Г. В. Організаційно-економічний механізм діяльності інститутів спільного інвестування в Україні / Г. В. Соломіна // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. пр. – Дніпропетровськ : Дніпропетр. нац. ун-т, 2009. – Вип. 252. – Т. 3. – С. 623–627.

3. Директива 2004/39/ЄС від 24 квіт. 2004 р. “Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви 2000/12 ЄС Європ. Парламенту і Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_586.

4. Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) від 4 черв. 2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_862.

5. Директива 2014/65/EU Європейського Парламенту та Ради від 15 мая 2014 года “О рынках финансовых инструментов” с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/EU (в новой редакции) [Электронный ресурс] // Офиц. вест. Европ. Союза. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/11141/MiFiD2.pdf>.

6. Директива Ради 85/611/ЄЕС “Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ІСІ)” від 20 груд. 1985 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_293.

7. Поняття та перелік фінансових послуг у фінансовому законодавстві України та ЄС: європейський досвід та рекомендації для України [Електронний ресурс] / Офіс з фінанс. та екон. аналізу у Верхов. Раді України. Січ. 2017 р. – Київ : ОФЕА, 2017. – 21 с. – Режим доступу: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2017/03/2017_02-20-fin-poslugy.pdf.

References

1. Karpinsky B.A. Investments: Terminological Dictionary / B.A. Karpinsky, T.B. Shira. – К. : Publishing House “Professional”, 2009. – 464 p.

2. Solomin G.V. Organizational-economic mechanism of activity of institutes of joint investment in Ukraine / G.V. Solomin // Economy: problems of theory and practice. – D., 2009. – Vip. 252, vol.3.– S. 623–627.

3. Directive 2004/39 / EC on Financial Instrument Markets: European Parliament and Council of 21 April 2004. [Electronic resource]. – Mode of access: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_586.

4. Directive 2006/48 / EC of the European Parliament and of the Council of 4 June 2006 on the taking up and pursuit of the business of credit institutions (revised edition). [Electronic resource]. – Mode of access: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_862.

5. Directive of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on financial instruments markets, as amended by Directive 2002/92 / EC and Directive 2011/61 / EU (as amended) // Official Journal of the European Union [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/11141/MiFiD2.pdf>.

6. Council Directive 85/611 / EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to collective investment in transferable securities (ICIs) [Electronic resource]. – Mode of access: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_293.

7. The concept and list of financial services in the financial legislation of Ukraine and the EU: European experience and recommendations for Ukraine / Financial and Economic Analysis Office in the Verkhovna Rada of Ukraine. January 2017 K: OFFICE, 2017. – 21 p. [Electronic resource]. – Access mode: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2017/03/2017_02-20-fin-poslугy.pdf.

Summary

The article is devoted to mechanisms of securitization of natural resources through issuance of securities (stocks, bonds, derivatives, etc.) by companies that use natural assets. The necessity of creation of territorial corporations on management of natural resources on the basis of public-private partnership in the process of decentralization of management of natural resources is substantiated.

It has been proved that in order to attract investments into the natural assets utilization in the national economy, it is necessary to transform the structure of management of natural assets in such a way that, in the organizational aspect of financing of territorial corporations on the management of natural resources, the leading role, along with banking institutions, should play collective (joint) investment institutions (institutional investors).

Territorial corporations for managing natural resources can be created on the basis of public-private partnership in the process of decentralization of environmental management. International experience in the creation and operation of such structures is extremely relevant for Ukraine in the context of further development of the financial market and European integration.

The advantage of a joint investment institute over the banks is that a professional institutional investor can provide not only full confidence in the professional management of investment portfolios, but also brokerage services in those cases where the ultimate beneficiary is able to professionally manage his own investment capital by making a purchase or sales of securities and acting as a financial intermediary. Particularly attractive this form of investment is for a foreign investor who can invest in the national sphere of the use of natural assets through a professional intermediary who is well-informed and know both the national and local (regional, municipal level) securities markets.

One of the objectives of the development of specialized joint investment institutes, which will operate in parallel with the project companies, territorial corporations for the management of natural resources, may be joint (consolidated) investment of specific investment projects through the formation of appropriate target investment portfolios. That is, an appeal to the institution of joint investment in this case may be bilateral – from the investor side – in order to find the desired investment instrument (shares, bonds, investment certificates, shares of a corporate investment fund, mortgages as well privatization and commodity securities) and on the part of the issuer of securities in order to find an investor. Thus, the institution of joint investment can perform the function of professional fundraising, the formation of asset pools for business entities operating in the field of the use of natural assets.

The article presents the institutional and financial component of the eurointegration mechanism of management of natural resources. The EU legal base in the sphere of joint investment is analyzed.