

Юрій Андрійович Пукавський

Інститут права, психології та інноваційної освіти
Національний університет «Львівська політехніка»

Львів, Україна

<https://orcid.org/0009-0007-5733-0843>

АЛЬТЕРНАТИВНІ ІНВЕСТИЦІЙНІ ФОНДИ: РЕГУЛЮВАННЯ У ПРАВІ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ В УКРАЇНІ

Анотація. Правове регулювання інститутів спільного інвестування є одним із ключових напрямів адаптації українського фінансового законодавства до права Європейського Союзу. Незважаючи на євроінтеграційний курс України, закріплений на конституційно-му рівні, національне законодавство досі не запровадило категорію альтернативних інвестиційних фондів як самостійну правову конструкцію, що зумовлює системний розрив між національною моделлю інститутів спільного інвестування та регуляторною архітектурою права ЄС. Метою статті є здійснення порівняльно-правового аналізу правової природи альтернативних інвестиційних фондів у праві ЄС та інститутів спільного інвестування в українському законодавстві, визначення їх функціонального співвідношення, а також обґрунтування підходів до імплементації концепції альтернативних інвестиційних фондів у національне правове поле. Методологічну основу дослідження становить система загальнонаукових і спеціально-юридичних методів, зокрема порівняльно-правовий, системно-структурний, формально-юридичний і телеологічний. Основу джерельної бази склали Директива 2011/61/ЄС про менеджерів альтернативних інвестиційних фондів, Директива 2009/65/ЄС, Закон України «Про інститути спільного інвестування», відповідні підзаконні акти, а також доктринальні праці вчених України та держав-членів ЄС. За результатами дослідження встановлено, що Директива 2011/61/ЄС конструє альтернативних інвестиційних фондів через функціональне залишкове визначення та зосереджує регуляторний акцент на менеджері фонду, тоді як українська модель інститутів спільного інвестування будується навколо нормативно заданих параметрів самого фонду – його типу, виду та складу активів. Виявлено, що жоден із чинних видів українських інститутів спільного інвестування не є повним нормативним еквівалентом альтернативних інвестиційних фондів, однак венчурні, недиверсифіковані та кваліфікаційні інститути спільного інвестування демонструють достатній ступінь функціональної близькості до окремих сегментів альтернативних інвестиційних фондів. Обґрунтовано доцільність функціонально-секторальної моделі імплементації, яка передбачає поетапне

запровадження категорій і менеджера альтернативних інвестиційних фондів. Практична цінність дослідження полягає у формуванні теоретико-правових засад гармонізації українського законодавства про спільне інвестування з правом ЄС та визначенні конкретних напрямів реформування.

Ключові слова: гармонізація законодавства; інститути спільного інвестування; інвестиційні фонди; альтернативні інвестиційні фонди; право Європейського Союзу; європейська інтеграція.

Yurii A. Pukavskyi

*Institute for Law, Psychology, and Innovative Education
Lviv Polytechnic National University
Lviv, Ukraine
<https://orcid.org/0009-0007-5733-0843>*

ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS: REGULATION IN EUROPEAN UNION LAW AND PROSPECTS FOR IMPLEMENTATION IN UKRAINE

Abstract. *The legal regulation of collective investment undertakings is one of the key areas of adaptation of Ukrainian financial legislation to the law of the European Union. Despite Ukraine's European integration course, national legislation has not yet introduced the category of alternative investment funds as an independent legal construct, which creates a systemic gap between the domestic collective investment undertakings model and the regulatory architecture of EU law. The aim of this article is to carry out a comparative legal analysis of the legal nature of alternative investment funds under EU law and collective investment undertakings under Ukrainian legislation, to determine their functional relationship, and to substantiate approaches to implementing the alternative investment funds concept into the national legal framework. The methodological basis of the research comprises a system of general scientific and specifically legal methods, including comparative legal, systemic-structural, formal-legal, and teleological methods. The source base comprised Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers, Directive 2009/65/EU, the Law of Ukraine On Collective Investment Undertakings, relevant subordinate legislation, and doctrinal works of scholars from Ukraine and EU Member States. The study established that AIFMD constructs the AIF through a functional residual definition and concentrates the regulatory emphasis on the fund manager; whereas the Ukrainian collective investment undertakings model is built around normatively prescribed parameters of the fund itself – its type, category, and asset composition. It was found that none of the existing types of Ukrainian collective investment undertakings constitutes a full normative equivalent of an alternative investment funds; however, venture, non-diversified, and qualified collective investment undertakings demonstrate a sufficient degree of functional proximity to particular alternative investment funds segments. The expediency of a functionally sectoral implementation model is substantiated, which provides for the gradual introduction of the alternative investment funds and alternative investment fund managers categories. The practical value of the study lies in establishing the theoretical and legal foundations for harmonizing Ukrainian collective investment legislation with EU law and identifying specific reform directions.*

Keywords: *legislation harmonisation; collective investment undertakings; investment funds; alternative investment funds; European Union law; European integration.*

ВСТУП

Правове регулювання діяльності інститутів спільного інвестування (далі – ІСІ) у державах-членах Європейського Союзу протягом останніх десятиліть зазнало суттєвого розвитку, що зумовлено трансформацією фінансових ринків, зміною моделей залучення капіталу та зміцненням інституційного інвестування. Розробка, прийняття та запровадження Директиви 2009/65/ЄС (далі – директиви UCITS), а згодом і Директиви 2011/61/ЄС (далі – директиви AIFMD), уможливило сформувати цілісну систему регулювання традиційних та альтернативних інвестиційних фондів (далі – АІФ) на наднаціональному рівні й сприяло формуванню в ЄС єдиного ринку капіталу. Саме директива AIFMD, яка встановила комплексний режим регулювання для альтернативних інвестиційних фондів та їхніх менеджерів (МАІФ), стала одним із ключових елементів сучасної архітектури фінансового права ЄС, особливо в частині управління ризиками, прозорості та захисту інвесторів.

На відміну від ЄС, витоки та розвиток української моделі правового регулювання ІСІ відбулися значно пізніше. Перший спеціалізований закон у цій сфері було ухвалено у 2001 році, коли в правопорядку ЄС уже діяла розвинена система регулювання ІСІ в цінні папери, що підлягають обігу. Подальші нормативні зміни в Україні були зосереджені переважно щодо вдосконалення механізмів функціонування ІСІ, однак не передбачали запровадження категорії АІФ як окремої правової конструкції.

Відсутність у законодавстві України інституту АІФ зумовлена не внутрішньою правовою еволюцією, а є наслідком нормотворчої діяльності та ринкової еволюції Європейського Союзу. АІФ – це надзвичайно широка категорія, що визначається у праві ЄС за принципом «negative definition» (до АІФ належать усі фонди, які не підпадають під регулювання Директиви 2009/65/ЄС), та охоплює хедж-фонди, фонди приватного капіталу, фонди нерухомості, інфраструктурні фонди, фонди фондів, венчурні фонди й багато інших структур. У той час як українські ІСІ поділяються на класи, типи й види за нормативно встановленими ознаками, поділ у праві ЄС на ІСІ в цінні папери, що підлягають обігу, та на АІФ ґрунтується на ризик-орієнтованому підході, який не має прямих аналогів у законодавстві України.

Посилена увага ЄС до адаптації українського законодавства у фінансовій сфері підкреслює нагальність гармонізації національного законодавства з Директивою 2011/61/ЄС. Водночас запровадження понять «альтернативний інвестиційний фонд» чи «менеджер альтернативних інвестиційних фондів» без належного осмислення їхньої сутності може призвести до колізій у правозастосуванні, некоректної перекаліфікації наявних ІСІ та невідповідності між моделями регулювання.

Таким чином, відсутність правового розмежування між ІСІ в Україні та АІФ у ЄС зумовлює необхідність глибокого доктринального аналізу правової природи АІФ, їхнього юридичного змісту у системі права Союзу, а також пошуку підходів до коректного співвіднесення цих конструкцій із законодавством України. Дослідження цієї проблеми набуває особливої актуальності в контексті євроінтеграційного курсу України, необхідності модернізації фінансового ринку та створення передумов для ефективного залучення інвестицій відповідно до стандартів ЄС.

На міжнародному рівні правова природа АІФ і режим директиви AIFMD стали предметом широкої доктринальної дискусії. Серед зарубіжних дослідників вагомий внесок у вивчення регуляторної архітектури директиви AIFMD зробили Д. Зецше [4], М. Доміна [7], а також З. Шікова [5]. Питання гармонізації законодавства України з правом ЄС у теоретико-методологічному вимірі опрацьовували К. Гуртова та М. Задніпряна-Корінна [16; 17]. Що ж стосується діяльності АІФ, то у вітчизняній науці така досліджувалася переважно в економічному й фінансово-аналітичному контексті, зокрема щодо їх ролі в диверсифікації портфеля інституційних інвесторів, тоді як правова складова залишається значно менш опрацьованою. Наявні юридичні дослідження охоплюють суміжну проблематику – окремі аспекти правового регулювання АІФ зачіпають праці Ю. Д. Шестакової, Д. Клапатога та Р. Тарнавського, однак комплексного порівняльно-правового дослідження природи АІФ та їх співвідношення з українськими ІСІ у вітчизняній доктрині досі не проводилось.

Метою статті є здійснення порівняльно-правового аналізу правової природи АІФ у праві ЄС, визначення їх співвідношення з ІСІ, а також обґрунтування можливих підходів до імплементації концепції АІФ у національне правове поле. Для досягнення зазначеної мети вирішуються такі завдання: виявити структурні та функціональні відмінності між АІФ у праві ЄС та українськими ІСІ за критеріями правової форми, складу активів і центру регуляторного впливу; визначити, які види чинних українських ІСІ можуть розглядатись як функціональні аналоги окремих сегментів АІФ; проаналізувати доктринальні та термінологічні перешкоди імплементації директиви AIFMD і сформулювати концептуальну модель гармонізації, що відповідає регуляторній логіці Директиви та особливостям вітчизняного правового регулювання. *Наукова новизна* дослідження полягає в тому, що вперше у вітчизняній правовій науці здійснено системний порівняльно-правовий аналіз АІФ та ІСІ як різних регуляторних конструкцій і сформульовано концептуальну модель імплементації директиви AIFMD з урахуванням особливостей чинного законодавства України.

1. МАТЕРІАЛИ ТА МЕТОДИ

Методологічну основу дослідження становить система загальнонаукових і спеціально-юридичних методів, поєднання яких зумовлено предметом і метою дослі-

дження. *Порівняльно-правовий* метод застосовувався як основний і реалізовувався на двох рівнях: при зіставленні конкретних правових конструкцій АІФ і ІСІ, МАІФ і КУА та при зіставленні регуляторних моделей права ЄС і України в цілому. *Системно-структурний* метод використовувався для аналізу директиви АІФМД як цілісної менеджер-центричної архітектури регулювання та виявлення внутрішньої логіки класифікаційної системи українських ІСІ. *Формально-юридичний* метод застосовувався для тлумачення положень директиви АІФМД, Директиви 2009/65/ЄС (UCITS), Регламенту (ЄС) № 345/2013 (EuVECA), Директиви 2014/65/ЄС (MiFID II) та відповідних актів законодавства України. *Телеологічний* метод слугував для визначення регуляторних цілей директиви АІФМД і оцінки здатності запропонованих моделей імплементації забезпечити їх досягнення в національному правовому контексті. Загальнонаукові методи *аналізу і синтезу, абстрагування й узагальнення, індукції та дедукції* застосовувалися на всіх етапах дослідження.

Джерельну базу становлять три групи джерел: акти первинного і вторинного права ЄС (Директиви 2011/61/ЄС, 2009/65/ЄС, 2014/65/ЄС, Регламент № 345/2013); нормативно-правові акти України (закони України «Про інститути спільного інвестування», «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», Положення про склад та структуру активів ІСІ); праці вітчизняних і зарубіжних науковців у сфері регулювання інвестиційних фондів і гармонізації законодавства, зокрема щодо директиви АІФМД і досвіду її імплементації в державах-членах ЄС.

У процесі підготовки рукопису автор використовував інструмент штучного інтелекту Claude (Anthropic) для мовного редагування тексту та перевірки граматики. Наукові результати, висновки та дослідницький зміст роботи є виключно власними напрацюваннями автора, який несе повну відповідальність за достовірність і цілісність викладеного матеріалу.

2. РЕЗУЛЬТАТИ ТА ОБГОВОРЕННЯ

2.1. Теоретико-правові засади регулювання інвестиційних фондів у ЄС

У системі права ЄС розробка наднаціонального законодавства у сфері діяльності інвестиційних фондів тривала протягом 1970–80-х років і була спрямована на узгодження національних актів держав-членів, що вже передбачали певні структури. Вихідною точкою цього процесу стала Директива 85/611/ЄС про узгодження законів, підзаконних і адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного інвестування в цінні папери, що підлягають обігу. Директива визначала ІСІ в цінні папери, що підлягають обігу, як фонди спільного інвестування в ліквідні фінансові активи з розподілом ризиків та обов'язком викупу або перепродажу сертифікатів на вимогу інвестора. Її дія поширювалася виключно на фонди відкритого типу, що здійснювали публічне розміщення паїв у межах Співтовариства. Водночас закриті ІСІ та фонди, що не здійснювали публічного розміщення або були орієнтовані на приватне залучення капіталу, виводилися з-під дії цього акта.

При цьому Директива 85/611/ЄС передбачила, що ІСІ можуть створюватись у різних формах, відповідно до законів держав-членів, або відповідно до норм договірного права як загальні фонди (*mutual funds*), що перебувають в управлінні керуючих компаній, або згідно з трастовим правом як пайові фонди (*trust funds*), або ж згідно зі статутом як інвестиційні компанії [1]. Таким чином, ЄС забезпечив регулювання для ІСІ незалежно від форми їх створення, закріпивши при цьому три основні форми, які й до сьогодні залишаються актуальними у сфері спільного інвестування.

У 2009 році Директива 85/611/ЄС була замінена Директивою 2009/65/ЄС, яку було прийнято як перероблену редакцію режиму UCITS, оскільки Директива 85/611/ЄС після численних змін втратила належну системність, що прямо зафіксовано у преамбулі нового акта [2]. На етапі підготовки реформи Єврокомісія вказувала, що попередня модель стала надмірно обмежувальною для ефективності фондів і транскордонної діяльності [3]. Нова директива спростила доступ UCITS на ринки інших держав-членів, запровадила Ключовий інформаційний документ для інвестора (Key Investor Information Document, KIID) як уніфікований переддоговірний документ для інвестора, а також створила правову рамку для злиттів фондів і master-feeder структур¹ [2].

При цьому поза межами наднаціонального регулювання залишалися діяльність альтернативних інвестиційних фондів. Так, регулювання було фрагментарним і структурно неповним: хоча окремі елементи діяльності учасників ринку покривалися режимами MiFID (Директивою 2004/39/ЄС про ринки фінансових інструментів) (для частини МАІФ) і проспектним законодавством (у разі емісії цінних паперів), єдиного наднаціонального режиму для не-UCITS фондів не існувало, а держави-члени застосовували різні національні моделі з різною інтенсивністю нагляду (від продукт-орієнтованих до менеджер-орієнтованих), що ускладнювало транскордонний доступ і стримувало масштабування альтернативних стратегій, зокрема венчурного та приватного капіталу. У відповідь на це Єврокомісія ще в середині 2000-х ініціювала роботу експертних груп щодо хедж-фондів, фондів приватного капіталу та нерухомості, однак між рекомендаціями цих груп були протиріччя – вони пропонували різні варіанти від розширення UCITS до «м'якого» режиму приватного розміщення без комплексного нагляду за менеджерами. Критичним переломним моментом стала криза 2008 року. Так, політичний фокус змістився з лібералізації до системної стабільності, контролю левериджу та прозорості, а посткризовий порядок денний G20 та міжнародні наглядові стандарти підсилили вимогу охопити регулюванням сегменти, що залишалися поза уніфікованими рамками [4, с.70–72]. Додатковим чинником стали резонансні кейси

¹ Master-feeder структура – це інвестиційна модель, що зазвичай використовується хедж-фондами, в якій капітал від різних груп інвесторів надходить через окремі фонди (*feeder funds*) в єдиний центральний «майстер-фонд» (*master fund*). Це дозволяє об'єднати активи для масштабування, одночасно задовольняючи різні податкові та регуляторні для інвесторів різних груп.

шахрайства (зокрема справа Бернарда Мейдоффа¹), які загострили питання відповідальності менеджерів фондів і захисту інвесторів [5, с. 50]. Зокрема, хедж-фонди в до-AIFMD період, не підпадаючи під наднаціональне регулювання, мали змогу використовувати значне боргове фінансування (леверидж) і здійснювати короткі продажі, що, на думку дослідників, сприяло розгортанню кризи 2008 року й підтвердило необхідність запровадження гармонізованих вимог до менеджерів альтернативних фондів [6, с. 108–109]. Саме в цьому контексті Директива 2011/61/ЄС закріпила нову, принципово менеджер-центричну архітектуру регулювання – АІФ визначається за «negative definition» (усе, що не UCITS), а ключові вимоги концентруються на МАІФ – авторизація, капітальні й організаційні стандарти, управління ризиками, делегування, звітність, депозитарний контроль і правила маркетингу/«паспорта» [7]. У доктрині підкреслюється, що AIFMD є насамперед «регулюванням менеджера», а не «регулюванням продукту», що принципово відрізняє її від Директиви 2009/65/ЄС, яка передбачає обидва виміри регулювання – і менеджера, і продукту. При цьому хоча Директива 2011/61/ЄС спочатку задумувалась як регулювання хедж-фондів і фондів приватного капіталу, її сфера застосування в підсумку стала значно ширшою – охопивши всі типи інвестиційних фондів, що не підпадають під режим UCITS [8, с. 172].

На відміну від UCITS, які орієнтовані на роздрібних інвесторів і діють за принципом високої диверсифікації та ліквідності активів, АІФ характеризуються більшою свободою у виборі інвестиційних стратегій, можливістю застосування левериджу, інвестування в неліквідні активи та підвищеним рівнем ризику [4, с. 11–14]. Директива AIFMD прямо зосереджується не на регулюванні структури чи складу портфеля АІФ на рівні ЄС, а на авторизації, поточній діяльності та прозорості МАІФ. З огляду на різноманітність типів АІФ право ЄС не стандартизує їхні портфелі на наднаціональному рівні, хоча прямо враховує можливість використання левериджу та покладає на менеджера обов'язок установлювати і дотримуватися його граничного рівня для кожного фонду. Водночас АІФ орієнтовані переважно на професійних інвесторів у значенні Директиви 2014/65/ЄС (MiFID) – осіб, які мають достатній досвід, знання та компетентність для самостійного ухвалення інвестиційних рішень і належної оцінки пов'язаних ризиків. При цьому держави-члени можуть дозволяти маркетинг АІФ і роздрібним інвесторам на своїй території з установленням додаткових вимог щодо їх захисту [7]. Саме тому категорія професійного інвестора є не лише критерієм побудови режиму маркетингу, а ширшим концептуальним орієнтиром директиви AIFMD – вона

¹ Справа Бернарда Мейдоффа (2008) – найбільший в історії фінансовий скандал, пов'язаний із функціонуванням схеми Понці, за якою виплати існуючим інвесторам здійснювалися не з реальних інвестиційних доходів, а з коштів нових вкладників; загальний обсяг шахрайства склав близько 64,8 млрд доларів США, а кількість постраждалих інвесторів – понад 4 800 клієнтів по всьому світу.

обґрунтовує пропорційний підхід до регулювання, за якого відсутність жорсткої стандартизації продукту компенсується посиленнями вимогами до менеджера.

Авторизаційна модель директиви AIFMD є менеджер-центричною в повному сенсі – МАІФ зобов'язаний отримати авторизацію в державі-члені свого походження до початку діяльності, і саме ця авторизація, а не реєстрація чи ліцензування конкретного фонду, є вхідним регуляторним фільтром усієї системи. Виняток передбачений лише для менеджерів невеликих фондів: порогові значення становлять 500 млн євро активів під управлінням (без левериджу) або 100 млн євро (з левериджем), і такі МАІФ підпадають під спрощений режим нотифікації без повної авторизації. Авторизований МАІФ несе комплекс операційних обов'язків щодо кожного фонду під управлінням. Ключовим організаційним елементом є призначення єдиного депозитарія – інституту, який у конструкції директиви AIFMD виконує три базові функції: контроль грошових потоків, зберігання активів і нагляд. При цьому делегуванню підлягають лише функції зберігання, а сегрегація активів і збереження відповідальності депозитарія навіть у разі делегування становлять одну з ключових гарантій захисту інвесторів [4, с. 61, 64]. Саме депозитарій є інституційною протиположністю менеджеру в системі захисту інтересів інвесторів. Окремим рівнем обов'язків є внутрішня організація МАІФ: функціональне відокремлення управління портфелем від ризик-менеджменту, впровадження систем моніторингу ліквідності та стрес-тестування, а також процедури виявлення і врегулювання конфліктів інтересів [7]. Ці вимоги відображають регуляторну філософію директиви AIFMD, згідно з якою якість внутрішнього врядування менеджера є основним інструментом захисту інвесторів в умовах відсутності жорстких продуктових обмежень.

На відміну від Директиви 2009/65/ЄС, що регулює UCITS-фонди, Директива 2011/61/ЄС не встановлює фіксованих обмежень щодо структури активів АІФ, надаючи їх менеджерам широку дискрецію у формуванні портфеля відповідно до інвестиційної стратегії конкретного фонду. При цьому відсутність стандартизованих структурних вимог компенсується посиленнями обов'язками МАІФ щодо управління ризиками, ліквідністю та розкриття інформації, що має забезпечити належний рівень захисту інвесторів навіть за умов значно вищої свободи інвестування [10, с. 109–110].

Ризик-орієнтований характер Директиви 2011/61/ЄС полягає в тому, що вона підносить управління ризиками з допоміжної операційної до центральної функції МАІФ – регуляторний акцент переноситься з фіксованого переліку дозволених активів на здатність менеджера безперервно виявляти, вимірювати, обмежувати й контролювати ризики конкретної інвестиційної стратегії [4, с. 409–410]. У цьому контексті Директива вимагає функціонального й ієрархічного відокремлення функції управління ризиками від управління портфелем, впровадження належних систем і процедур контролю ризиків, визначення максимального рівня кредитно-

го плеча для кожного АІФ, а також перевірки відповідності фактичного ризикового профілю фонду його розміру, структурі портфеля й інвестиційним цілям (ст. 15(1) – (4)) [7; 4, с. 412–413]. Так, вимога про відокремлення функції управління ризиками від управління портфелем безпосередньо спрямована проти надмірного прийняття ризиків менеджерами, оскільки унеможливує компромісне ставлення до меж допустимого ризику заради досягнення стратегії «високий ризик – висока дохідність», забезпечуючи натомість незалежність функції ризик-контролю від інвестиційних рішень [6, с. 109–110]. Ця модель діє як цілісна конструкція «організація управління ризиками – процедури – вимірювання ризиків», у межах якої функція ризик-контролю не усуває ризик повністю, а встановлює межі допустимого ризику для рішень портфельного управління та забезпечує належне внутрішнє врядування [4, с. 410–412]. Аналогічно, у сфері ліквідності МАІФ зобов'язаний здійснювати постійний моніторинг ліквідного ризику, проводити тестування стійкості й узгоджувати інвестиційну політику з механізмами викупу/погашення (ст. 16(1) – (2)). Ця система доповнюється обов'язками щодо розкриття інформації інвесторам і подання звітності компетентним органам (зокрема про концентрації, неліквідні активи та результати тестування), що дає змогу органам нагляду оцінювати системні наслідки використання левериджу та, за потреби, запроваджувати обмеження (статті 23(4) – (5), 24(1) – (4)), 25(1), (3)) [7]. Таким чином, функція ризик-контролю в конструкції AIFMD визначає стандарт відповідальності МАІФ перед інвесторами та наглядовими органами. Це концептуальне підґрунтя є ключовим для подальшого порівняння з українською моделлю, де регуляторний акцент традиційно зміщений на параметри самого фонду, а не на управлінські стандарти КУА.

У конструкції Директиви 2011/61/ЄС саме МАІФ виступає центром регулювання – для кожного альтернативного фонду має бути визначений один менеджер (зовнішній або внутрішній), який несе ключовий обов'язок забезпечення відповідності діяльності фонду вимогам права ЄС (ст. 5(1) – (2)) [7]. Так, директива AIFMD має характер передусім регулювання менеджера, а не самого фонду – вона встановлює єдиний набір вимог до МАІФ, водночас не усуваючи повністю національної дискреції щодо правового режиму самих АІФ [9, с. 61]. Базові функції МАІФ охоплюють управління портфелем та управління ризиками, а також можуть доповнюватися адміністративними й іншими супровідними функціями колективного інвестування. Делегування окремих функцій допускається, але лише за умови належного обґрунтування, контролю делегованої діяльності та збереження у МАІФ реальної управлінської спроможності; делегування не може перетворювати його на формальну «оболонку» і не звільняє від відповідальності перед інвесторами та наглядовими органами (ст. 20) [7]. У доктрині підкреслюється, що МАІФ отримує авторизацію на управління конкретним АІФ і, навіть делегу-

ючи частину завдань третім особам, зберігає повну відповідальність перед національним регулятором, самим АІФ та його інвесторами, що є ключовою гарантією захисту їхніх інтересів [6, с. 110–111]. Одним із центральних елементів цієї конструкції є обов’язок призначення для АІФ єдиного депозитарія, який здійснює контроль грошових потоків, зберігання активів і нагляд; при цьому делегуванню підлягають лише функції зберігання, а сегрегація активів і збереження відповідальності депозитарія навіть у разі делегування розглядаються як базові гарантії захисту інвесторів [9, с. 61, 65–66]. Таким чином, правовий статус МАІФ у цій моделі поєднує управлінські повноваження з підвищеним стандартом регуляторної відповідальності.

2.2. Правове регулювання інститутів спільного інвестування в Україні

З огляду на окреслену регуляторну архітектуру права ЄС, звернемося до аналізу української моделі ІСІ. На відміну від моделі ЄС, в якій вирішальне значення має статус менеджера та його здатність контролювати ризики фонду, національна система ІСІ побудована насамперед на класифікації самого фонду. Закон України «Про інститути спільного інвестування» визначає ІСІ як корпоративний або пайовий фонд: корпоративний фонд є юридичною особою у формі акціонерного товариства, тоді як пайовий фонд не має статусу юридичної особи й становить сукупність активів, що належать його учасникам і перебувають у управлінні компанії з управління активами (КУА), яка здійснює таку діяльність на підставі ліцензії [11]. При цьому КІФ за своєю суттю відповідає статутній формі ІСІ в праві ЄС – він організовується у формі акціонерного товариства з відповідними органами управління, тоді як ППФ відповідає моделі договірному фонду (*common fund*): він не має статусу юридичної особи, а управління його активами здійснює КУА в інтересах учасників [12, с. 305–306]. Характер цієї моделі проявляється й у багаторівневій типології ІСІ. Закон розрізняє фонди за типом діяльності на відкриті, інтервальні та закриті; за видом – на диверсифіковані, недиверсифіковані, спеціалізовані та кваліфікаційні; для спеціалізованих і кваліфікаційних фондів додатково використовується категорія класу фонду, а окремо також виділяються венчурні та біржові фонди [11]. Саме через таку систему наперед заданих організаційних і майнових параметрів українське регулювання пов’язує правовий режим не з універсальною категорією фондів, об’єднаних спільним ризиковим профілем, а з конкретним типом і видом ІСІ. Це особливо помітно на рівні функціональних відмінностей між різними видами фондів – відкриті й інтервальні ІСІ побудовані навколо механізму викупу цінних паперів, тоді як закриті ІСІ, які не беруть на себе зобов’язання щодо такого викупу до моменту припинення, допускають менший рівень поточної ліквідності капіталу. Водночас диверсифіковані та недиверсифіковані фонди підпорядковуються різному режиму інвестиційних обмежень, а венчурні фонди мають значно ширші можливості для вкладень у нерухомість, корпоративні права, права вимоги й інші активи, не орієнтовані на по-

стійну ринкову ліквідність¹. Отже, українська модель систематизує ІСІ через їх правову форму, тип функціонування та склад активів, тоді як у праві ЄС порівняльна логіка вибудовується навколо ризик-орієнтованого нагляду за менеджером. Саме тому відсутність у національному законодавстві АІФ як окремої правової конструкції є ключовою точкою подальшого порівняння.

Найбільш виразно відмінність між українською й європейською моделями простежується на рівні критеріїв класифікації фондів. Якщо українське законодавство вибудовує систему ІСІ через наперед визначені організаційно-правові, майнові та функціональні характеристики конкретного фонду, то право ЄС у межах директиви AIFMD не створює вичерпної внутрішньої типології альтернативних фондів, а охоплює ширшу сукупність колективних інвестиційних структур, що не підпадають під режим UCITS. У цьому сенсі категорія АІФ у праві ЄС є не стільки окремим видом фонду в традиційному класифікаційному розумінні, скільки регуляторною конструкцією, яка застосовується до фондів, що відповідають визначеним критеріям права ЄС. Саме тому окремі українські ІСІ, зокрема недиверсифіковані чи венчурні фонди, можуть бути співвіднесені з АІФ, однак таке співвіднесення має здійснюватися не автоматично на підставі їх назви чи місця в національній класифікації, а через перевірку їх відповідності ознакам АІФ у праві ЄС.

2.3. Розмежування АІФ та ІСІ: порівняльно-правовий аналіз

Порівняльно-правове розмежування АІФ та ІСІ потребує передусім визначення тих вихідних критеріїв, за якими кожна з правових систем конструює категорію колективного інвестування, – адже саме їх розбіжність є джерелом структурної несумісності двох моделей. Українське законодавство будує систему ІСІ «від фонду»: вихідною одиницею є корпоративний або пайовий фонд, а подальше регулювання розгортається через його внутрішню типологію за формою, типом і видом [11]. Право ЄС натомість будує систему «від функції»: базовим є розмежування між UCITS – відкритими фондами, що діють на принципі розподілу ризиків і зобов'язані викуповувати паї на вимогу інвестора [2], та усіма іншими колективними інвестиційними структурами, які охоплюються категорією АІФ

¹ Відповідно до ст. 7 Закону України «Про інститути спільного інвестування» ІСІ залежно від порядку провадження діяльності можуть бути відкритого, інтервального та закритого типу: відкритий фонд зобов'язаний здійснювати викуп цінних паперів у будь-який час на вимогу учасника, інтервальний – протягом визначеного інтервалу, а закритий – не бере на себе такого зобов'язання до моменту припинення; крім того, закритий ІСІ може бути лише строковим. Стаття 48 встановлює різний режим складу та структури активів: для недиверсифікованого фонду вартість нерухомості та цінних паперів, не допущених до торгів на регульованому фондовому ринку, не може перевищувати 50% загальної вартості активів, тоді як для диверсифікованого фонду передбачено систему додаткових кількісних обмежень щодо концентрації вкладень; водночас це обмеження не застосовується до венчурних фондів, а їх активи можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, об'єктів незавершеного будівництва, майбутніх об'єктів нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі.

за залишковим принципом [7]. Ця вихідна відмінність у регуляторній логіці зумовлює необхідність здійснювати порівняння за критеріями, що відображають параметри правового режиму: (1) правова форма фонду – як право визначає організаційну оболонку колективного інвестування; (2) структура активів – які активи допускаються та чи існують нормативні обмеження; (3) об'єкт і центр регуляторного впливу – чи встановлює право нормативні параметри самого фонду як продукту (склад активів, інвестиційні обмеження, організаційна структура), чи зосереджує вимоги на менеджері як суб'єкті управління, чи поєднує обидва підходи.

Правова форма є першим і найбільш очевидним рівнем розмежування між українською й європейською моделями спільного інвестування, однак саме тут виявляється принципова відмінність у регуляторній філософії двох систем. Українське законодавство встановлює вичерпний перелік форм ІСІ – корпоративний інвестиційний фонд (КІФ) і пайовий інвестиційний фонд (ПІФ). У КІФ система управління базується на загальних зборах учасників і наглядовій раді, що забезпечує корпоративний механізм реалізації та захисту прав учасників; у ПІФ, навпаки, правовідносини між інвесторами та КУА будуються на договірній основі [11], що вимагає додаткових гарантій через прозорість діяльності управителя й ефективність нагляду з боку регулятора. Водночас трастова форма (*unit trust*) поширена в державах загального права, не має прямого відповідника в українському законодавстві, що є не прогалиною, а структурною особливістю романо-германської правової традиції, якої дотримується Україна [12, с. 306]. Ця модель є нормативно закритою – законодавець наперед визначає допустимі організаційні структури спільного інвестування й жодна інша форма не може набути статусу ІСІ без відповідної законодавчої підстави.

Підхід права ЄС є принципово іншим. Директива 2009/65/ЄС і Директива 2011/61/ЄС передбачають, що інвестиційні фонди можуть створюватись у різних формах відповідно до законів держав-членів або відповідно до норм договірного права як загальні фонди (*mutual funds*), що перебувають в управлінні керуючих компаній, або згідно з трастовим правом як пайові фонди (*trust funds*), або ж згідно зі статутом як інвестиційні компанії [2, 6]. Регуляторна нейтральність щодо організаційної форми відображає усвідомлену позицію законодавця ЄС, зокрема в контексті директиви AIFMD – форма фонду є технічним питанням приватного права держави-члена, тоді як предметом наднаціонального регулювання є функція менеджера та його здатність управляти ризиками – незалежно від того, яку організаційну структуру обрав конкретний фонд.

Відмінність між двома системами в питанні організаційної форми є реальною, але не створює структурної перешкоди для імплементації. Право ЄС у межах директиви AIFMD свідомо абстрагується від організаційної форми АІФ як регуляторного критерію, поширюючи свою дію на колективні інвестиційні структури

незалежно від їхньої форми й залишаючи це питання національному праву держав-членів, які можуть установлювати власні, у тому числі обмежені, переліки. Українська модель із її конструкцією КІФ/ПІФ є вужчою, однак це саме по собі не є несумісним із логікою директиви AIFMD – якщо українські фонди у своїх наявних формах відповідатимуть змістовним критеріям АІФ і перебуватимуть під управлінням менеджера, що діє відповідно до стандартів Директиви, питання організаційної форми залишається технічним питанням національного права.

Регулювання складу активів фонду є другим ключовим критерієм розмежування і водночас критерієм, що найбільш виразно розкриває концептуальну відмінність між українською типологічною моделлю регулювання та ризик-орієнтованим підходом права ЄС. В українській системі склад активів ІСІ є нормативно регламентованим параметром, що безпосередньо залежить від виду фонду. Відповідні вимоги визначені Положенням про склад та структуру активів інституту спільного інвестування і диференціюються залежно від виду фонду [13]. Диверсифіковані фонди підпорядковуються найжорсткішим обмеженням щодо концентрації активів та їх складу, орієнтуючись переважно на ліквідні цінні папери. Найбільш наближеними за своїми характеристиками до АІФ є венчурні та недиверсифіковані ІСІ, для яких передбачено найгнучкіший режим формування активів: венчурні фонди можуть інвестувати в нерухомість, корпоративні права, об'єкти незавершеного будівництва, права вимоги та деривативи без обмежень щодо концентрації ризику, тоді як недиверсифіковані ІСІ допускають розміщення до 50 % активів у цінних паперах, не допущених до торгів на регульованому ринку, або у нерухомість [11]. Ця свобода є наслідком окремого нормативного режиму, встановленого законодавцем для конкретного виду фонду. Іншими словами, регулятор в Україні визначає допустимий склад активів *a priori* через нормативні обмеження залежно від типологічної належності фонду.

Директива 2011/61/ЄС обирає принципово інший підхід: вона не встановлює жодних обмежень щодо класів активів, у які може інвестувати АІФ, надаючи менеджерам широку дискрецію у формуванні портфеля відповідно до інвестиційної стратегії конкретного фонду [7]. АІФ може формувати портфель із цінних паперів, нерухомості, інфраструктурних об'єктів, деривативів, приватних компаній або будь-якої їх комбінації відповідно до задекларованої інвестиційної стратегії, оскільки Директива 2011/61/ЄС не встановлює фіксованих обмежень щодо їх складу (на відміну від ст. 52 Директиви 2009/65/ЄС, яка встановлює жорсткі ліміти концентрації для UCITS) [2, 6]. При цьому відсутність стандартизованих структурних вимог компенсується посиленнями обов'язками МАІФ щодо управління ризиками, ліквідністю та розкриття інформації, що має забезпечити належний рівень захисту інвесторів навіть за умов значно вищої свободи інвестування [10, с. 109–110]. Регуляторна логіка тут є зворотною порівняно з українською – замість того, щоб установлювати дозволений перелік активів, директива AIFMD покладає на мене-

джера обов'язок упровадити організаційну структуру, системи ризик-менеджменту та ліквідності, адекватні ризиковому профілю фондів під управлінням. Таким чином, відповідальність за визначення меж допустимого ризику переноситься з регулятора на менеджера під контролем наглядового органу.

Ця відмінність є концептуальною для розуміння природи АІФ – свобода у виборі активів є елементом системи, збалансованим посиленнями вимогами до менеджера. Саме тому механічне запровадження категорії АІФ в українське право без одночасного впровадження відповідних стандартів ризик-менеджменту для КУА або нового суб'єкта типу МАІФ створило б регуляторний вакуум, за якого свобода інвестування не була б врівноважена належним наглядом.

Питання про те, хто є основним адресатом регуляторних вимог – сам фонд чи його менеджер, безпосередньо визначає архітектуру всієї системи нагляду й є наступним критерієм розмежування АІФ та ІСІ. Українська модель є змішаною, однак із виразним акцентом на параметрах самого фонду. Функції управління активами українських ІСІ виконують компанії з управління активами, правовий статус яких визначено Законом «Про інститути спільного інвестування»: КУА діє на підставі ліцензії НКЦПФР, зобов'язана забезпечувати відокремлений облік активів фонду, дотримання інвестиційних обмежень і принципів диверсифікації, а також розкривати інформацію про структуру портфеля [11]. Ліцензування КУА є елементом менеджер-орієнтованого підходу, однак ключові регуляторні вимоги сформульовані як параметри конкретного фонду: його тип, вид, склад активів, інвестиційні обмеження, механізм викупу цінних паперів. При цьому українське законодавство встановлює обов'язковість управління активами через ліцензовану КУА, що виключає можливість самоуправління фондами. В цілому ж функціональне призначення КУА в українській системі загалом відповідає ролі МАІФ у праві ЄС, однак конкретна юридична форма менеджера в праві ЄС визначається національним правом держави-члена і не є єдиною можливою, тоді як в Україні обов'язковість саме КУА як окремої ліцензованої компанії є нормативно закріпленою особливістю [12, с. 307].

Директива 2011/61/ЄС будує іншу конструкцію – фонд як такий не підлягає авторизації на наднаціональному рівні – регуляторним об'єктом є виключно МАІФ. Авторизація менеджера в державі-члені походження є єдиним вхідним регуляторним фільтром, причому МАІФ можуть бути як зовнішніми, так і внутрішніми – на відміну від української моделі, де управління здійснюється виключно через окрему ліцензовану КУА [7]. При цьому центральним елементом регуляторних вимог до МАІФ є не ліцензійні умови в традиційному розумінні, а обов'язок упровадити функціонально відокремлену систему управління ризиками, що забезпечує безперервне виявлення, вимірювання та контроль ризиків кожного фонду під управлінням [7], чого українське законодавство щодо КУА в такій деталізації не передбачає.

Таким чином, центр регуляторного контролю є принциповою точкою розбіжності між двома моделями: українська система ІСІ будує регулювання навколо нормативно визначених параметрів фонду, а директива АІФМД переносить регуляторний акцент на якість організації менеджера – незалежно від того, які активи тримає фонд і яку стратегію він реалізує. Саме ця відмінність робить критерій центру регуляторного контролю ключовим для оцінки перспектив імплементації директиви АІФМД – запровадження менеджер-центричної моделі в українське право вимагає не лише законодавчих змін, а й переосмислення самої наглядової філософії регулятора.

Окремо як додатковий критерій можна враховувати режим доступу інвесторів до фонду та значення їх статусу для маркетингу відповідної структури. Для розмежування ІСІ та АІФ цей критерій має допоміжний характер, однак саме він дає змогу виявити важливу функціональну відмінність між двома моделями.

В українському законодавстві статус інвестора частково використовується як інструмент обмеження доступу до окремих, більш ризикових категорій фондів. Так, Закон «Про інститути спільного інвестування» встановлює, що фізична особа може стати учасником венчурного ІСІ лише за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат, а учасником кваліфікаційного ІСІ – від 100 мінімальних заробітних плат [11]. Додатково Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» визначає коло кваліфікованих інвесторів: банки, професійні учасники ринку, страхові компанії, великі підприємства, а також інші юридичні чи фізичні особи, які відповідають установленим критеріям фінансової спроможності та досвіду [14]. Втім незважаючи на визначення кола кваліфікованих інвесторів, національне законодавство не передбачає особливого регуляторного режиму щодо участі таких інвесторів у фондах.

У праві ЄС статус професійного інвестора також не є елементом визначення АІФ, однак відіграє ключову роль у регулюванні маркетингу таких фондів. За загальним правилом авторизований МАІФ може здійснювати маркетинг керованих ним фондів виключно професійним інвесторам – як у державі свого походження, так і в інших державах-членах на підставі паспортного механізму. Водночас Директива 2011/61/ЄС передбачає виняток – держави-члени можуть на власний розсуд відкривати маркетинг АІФ і роздрібним інвесторам на своїй території, встановлюючи для цього додаткові вимоги щодо їх захисту [7; 8, с. 173]. При цьому вимоги, за яких АІФ можуть маркетуватися роздрібним інвесторам, суттєво варіюються в різних державах-членах, а відсутність загальноєвропейського паспорта для маркетингу АІФ роздрібним інвесторам зумовлює значну фрагментованість відповідних ринків у межах ЄС [8, с. 173].

Отже, при порівнянні ІСІ та АІФ цей критерій виявляє не стільки різницю в складі інвесторів як такому, скільки відмінність у правовій функції їх категори-

зації. В українській моделі статус інвестора частково слугує засобом обмеження доступу до окремих категорій ІСІ. Натомість у праві ЄС такий статус безпосередньо впливає на режим його маркетингу.

Застосування наведених критеріїв дає підстави стверджувати, що АІФ не можуть бути механічно ототожнені з будь-яким окремим видом ІСІ, передбаченим законодавством України. Водночас таке порівняння дозволяє виявити ті види ІСІ, які демонструють найбільшу функціональну близькість до АІФ. Подальший аналіз має на меті з'ясувати не те, чи існує в українському праві повний нормативний еквівалент АІФ, а те, які саме національні конструкції є найближчими до них за своїм функціональним призначенням і в яких межах таке зближення може бути виправданим.

Як функціональний аналог окремого сегмента АІФ у системі українських ІСІ можна розглядати венчурні фонди. Водночас їх не можна прямо прирівнювати до категорії АІФ загалом. У праві ЄС АІФ визначається функціонально, а не через конкретний тип фонду. Для цілей директиви AIFMD не має вирішального значення, чи є фонд відкритим або закритим, у якій саме правовій формі він створений і якою є юридична структура його менеджера [7]. Отже, АІФ у праві ЄС є широкою категорією, яка охоплює різні фонди, тоді як український венчурний фонд є лише однією спеціальною моделлю ІСІ. Саме тому українські венчурні фонди доцільно розглядати не як юридичний еквівалент АІФ, а лише як найближчий функціональний аналог частини закритих альтернативних фондів приватного розміщення. Український венчурний фонд законодавчо побудований як недиверсифікований ІСІ закритого типу, що здійснює приватне розміщення цінних паперів, а його інвестиційний режим є вкрай широким. Активи такого фонду можуть включати кошти, нерухомість, об'єкти незавершеного будівництва, майбутні об'єкти нерухомості, корпоративні права, права вимоги, деривативні контракти, боргові зобов'язання та цінні папери, не допущені до торгів на регульованому фондовому ринку [11]. Через це український венчурний фонд є значно ширшою майновою структурою, ніж типовий європейський венчурний фонд у вузькому регуляторному значенні, і може використовуватися не лише для класичного венчурного інвестування, а й для інвестування в інші активи.

Ще менш коректним є пряме прирівнювання українських венчурних фондів до EuVECA. У праві ЄС EuVECA – це спеціальне позначення й уніфікований режим для кваліфікованих венчурних фондів, менеджери яких дотримуються вимог установлених Регламентом № 345/2013 (EuVECA). Регламент EuVECA прямо визначає кваліфіковані венчурні фонди як інститути спільного інвестування в значенні ст. 4(1)(а) директиви AIFMD, але водночас встановлює до нього додаткові критерії – такий фонд повинен інвестувати щонайменше 70% капіталу в активи, які є кваліфікованими, та підпорядковуватися спеціальним правилам маркетингу [15]. Отже, не кожен венчурний фонд у ЄС є EuVECA, і тим більше

не кожен фонд, який у національному праві називається «венчурним», може бути ототожнений із цим режимом. З урахуванням наведеного українські венчурні фонди не можуть бути ані прямо прирівняні до АІФ як загальної категорії, ані ототожнені з EuVECA як спеціальним європейським режимом. Найточніше їх слід характеризувати як функціональний аналог лише окремого сегмента закритих АІФ приватного розміщення, тоді як EuVECA є значно вужчою конструкцією, орієнтованою на цільове фінансування кваліфікованих портфельних підприємств і транскордонний маркетинг за уніфікованими правилами ЄС.

Саме тому в контексті аналізу перспектив інтеграції концепції АІФ в українське законодавство доцільно зосередитися на побудові системи співвідношення, в якій АІФ запроваджується як загальна функціональна категорія, а спеціальний режим для венчурного інвестування конструюється окремо – за логікою, близькою до EuVECA.

Певний ступінь функціональної близькості до моделі АІФ демонструють також недиверсифіковані ІСІ, передбачені національним законодавством, хоча їх зіставлення з АІФ є більш обмеженим порівняно з венчурними фондами. Закон «Про інститути спільного інвестування» відносить до недиверсифікованих ті ІСІ, які не відповідають вимогам до диверсифікованих, спеціалізованих або кваліфікаційних фондів. З цього випливає, що такі ІСІ є видом у межах внутрішньої класифікації, побудованої навколо ступеня концентрації активів. З огляду на те, що відкритими й інтервальними можуть бути лише диверсифіковані та спеціалізовані ІСІ, недиверсифіковані фонди є виключно закритими [11], що саме по собі наближає їх до типової структури АІФ, більшість різновидів яких у праві ЄС також є закритими або мають суттєво обмежені механізми ліквідності. Інвестиційний режим недиверсифікованих ІСІ (крім венчурних) допускає розміщення до 50% активів у нерухомості та цінних паперах, не допущених до торгів на регульованому ринку, а також до 30% у векселях, ощадних і депозитних сертифікатах банку [13], що наближає їх до закритих АІФ, орієнтованих на неліквідні активи. Водночас недиверсифіковані ІСІ залишаються суттєво вужчими за обсягом інвестиційної свободи порівняно як з венчурними фондами, так і з АІФ у праві ЄС – вони підпорядковуються нормативно встановленим структурним обмеженням щодо частки неліквідних активів, тоді як директива AIFMD від таких обмежень на рівні фонду принципово утримується [7]. Отже, недиверсифіковані ІСІ не можуть розглядатися як еквівалент АІФ, але можуть слугувати національним аналогом того сегмента АІФ, для якого характерні підвищена концентрація активів, знижений рівень диверсифікаційних обмежень і переважно закрыта модель інвестування.

Особливої уваги в контексті порівняння з АІФ заслуговують кваліфікаційні ІСІ, оскільки саме вони поєднують підвищену свободу формування портфеля зі спеціалізацією за окремими класами активів. Відповідно до Закону України «Про ін-

ституту спільного інвестування» кваліфікаційним є ICI, який інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів і кошти й при цьому не має будь-яких вимог до структури активів. До таких класів належать об'єднаний клас цінних паперів, клас нерухомості, клас рентних активів, клас кредитних активів, клас товарних активів, допущених до торгів на багатосторонніх торговельних майданчиках, а також інші класи активів, які може визначати НКЦПФР [11]. Цей підхід деталізується в Положенні про склад і структуру активів ICI, яке прямо передбачає, що вимоги до структури активів не застосовуються до кваліфікаційного ICI [13]. Саме відсутність нормативних обмежень щодо структури активів є точкою найбільшої близькості кваліфікаційних ICI до логіки директиви AIFMD, яка також утримується від стандартизації портфеля АІФ на наднаціональному рівні. Водночас ця подібність є структурною, а не категоріальною. Так, директива AIFMD визначає АІФ через спосіб залучення капіталу й інвестування за визначеною політикою незалежно від класу активів (ст. 4(1)(а) Директиви 2011/61/ЄС), тоді як кваліфікаційний ICI конструюється саме через прив'язку до одного класу активів, що є принципово іншою регуляторною логікою [7]. З огляду на це кваліфікаційні ICI не можуть бути прирівняні до АІФ як загальної категорії, але можуть розглядатися як потенційні функціональні аналоги окремих різновидів АІФ, насамперед фондів нерухомості, кредитних або рентних фондів, якщо порівняння здійснюється не на рівні формальної класифікації, а на рівні інвестиційної стратегії та характеру активів. Додатковим елементом функціональної близькості є підвищені вимоги до складу інвесторів: мінімальний поріг входу від 100 мінімальних заробітних плат (ч. 3 ст. 4 Закону про ICI) частково відтворює логіку орієнтації АІФ на професійних інвесторів, однак реалізує її через майновий ценз, а не через функціональну категорію досвідченого інвестора в значенні MiFID II.

Таке порівняння дозволяє сформулювати висновок, що має принципове значення для подальшого дослідження. Жоден із існуючих видів українських ICI не є повним нормативним еквівалентом АІФ у праві ЄС не лише через термінологічні розбіжності, а через відмінність самої регуляторної логіки. Водночас певні види українських ICI демонструють достатній ступінь функціональної близькості до окремих сегментів АІФ, щоб слугувати нормативною точкою опори для імплементації. Це означає, що запровадження концепції АІФ в українське право не обов'язково вимагає створення принципово нових правових конструкцій – натомість воно може здійснюватися шляхом переосмислення та реструктурування наявних елементів системи ICI відповідно до регуляторної логіки директиви AIFMD.

2.4. Імплементація концепції АІФ в українське законодавство

Основна перешкода імплементації АІФ полягає не у відсутності в українському законодавстві самого терміна «альтернативний інвестиційний фонд», а в розбіж-

ності класифікаційної логіки. Українське законодавство описує ІСІ через класи, типи й види, тоді як директива AIFMD використовує функціональне, визначення АІФ як усіх ІСІ, що не підпадають під режим UCITS. Показовим у цьому сенсі є досвід імплементації директиви AIFMD у чеський правопорядок, де окремі структури, що на рівні національного права не позначались як «фонди», але за своїми функціональними ознаками все ж відповідали поняттю АІФ у значенні директиви AIFMD [5, с. 48, 56–57]. Це підтверджує, що для цілей імплементації вирішальним є сукупність ознак залучення капіталу від кількох інвесторів для його інвестування за визначеною політикою в їхніх інтересах, а не формальне найменування чи форма.

В українській доктрині слушно підкреслюється, що адаптація законодавства до права ЄС має розумітися не як разове перенесення окремих європейських норм у внутрішній правопорядок, а як планомірний, поетапний і переважно односторонній правотворчий процес, який охоплює визначення пріоритетних сфер зближення, добір релевантних актів *acquis communautaire*, вироблення критеріїв відповідності та створення механізмів подальшого контролю за результатами такого зближення [16, с. 167–168; 17, с. 44–51].

Тому механічне включення до чинного Закону України «Про інститути спільного інвестування» понять «альтернативний інвестиційний фонд» і «менеджер альтернативного інвестиційного фонду» без перегляду самої логіки класифікації ІСІ створювало б не гармонізацію, а накладання двох різних регуляторних моделей на один і той самий сегмент правовідносин.

З огляду на це можна умовно виокремити дві моделі імплементації концепції АІФ в українське законодавство. Перша, системна, виходить із побудови нової дворівневої архітектури колективного інвестування за логікою «UCITS/AIF» із подальшою трансформацією наявних фондів у межах перехідного режиму. Друга, функціонально-секторальна, передбачає запровадження АІФ як загальної надкатегорії з переосмисленням окремих чинних видів ІСІ – насамперед венчурних, недиверсифікованих і кваліфікаційних, як потенційних аналогів окремих АІФ.

Якщо оцінювати ці моделі з точки зору регуляторної послідовності, системна є концептуально найбільш чистою, але водночас і найбільш складною в законодавчому та інституційному сенсі. Вона вимагає докорінної зміни існуючої системи ІСІ. Натомість функціонально-секторальна модель, на наш погляд, є найбільш переконливою й дозволяє запровадити АІФ в українське законодавство, при цьому частково зберігаючи дійсну систему регулювання. Така модель може запроваджувати поетапно: на першому етапі – функціональне введення категорій АІФ і МАІФ із співвіднесенням чинних ІСІ з окремими сегментами АІФ, а на наступному – поступове структурування ринку спільного інвестування за логікою директиви AIFMD і UCITS. Порівняльний досвід Чехії показує, що найбільші труд-

нощі імплементації виникають саме тоді, коли функціональне поняття АІФ намагаються вбудувати в національну систему через термінологічно відмінні конструкції, не визначивши для них достатньо чіткий режим на рівні закону. Саме тому в українському контексті переконливою видається така модель імплементації, яка заздалегідь визначає місце перехідних і функціонально суміжних конструкцій у загальній архітектурі ринку [5, с. 57–59]. Додатково, на користь саме такого поетапного підходу свідчить і те, що директива AIFMD є насамперед регулюванням менеджера, а не самого фонду, тому вона не усуває національної дискреції щодо побудови правового режиму АІФ, а лише визначає межі такої дискреції [9, с. 61]. Такий підхід дає змогу уникнути як нормативного розриву з чинною моделлю ICI, але не передбачає при цьому спрощене копіювання *acquis* без урахування чинного національного регулювання.

Додатковим аргументом на користь саме поетапної та функціонально зорієнтованої моделі є те, що в дослідженнях, присвячених гармонізації законодавства держав-кандидатів із правом ЄС, наголошується, що ефективне зближення неможливе без попереднього аналітико-методологічного забезпечення, яке включає вивчення природи та джерел права ЄС, аналіз відповідності національного права *acquis*, визначення критеріїв повної, часткової або відсутньої відповідності, встановлення пріоритетів наближення та вибір методів гармонізації залежно від характеру відповідного європейського акта. З цієї точки зору модель імплементації директиви AIFMD в Україні повинна спиратися не лише на зміст самої Директиви 2011/61/ЄС, а й на попереднє визначення того, які саме сегменти чинного законодавства про ICI, професійну діяльність на ринках капіталу, депозитарну систему та державний нагляд мають бути охоплені реформою в першочерговому порядку.

Із цього випливають і основні напрями гармонізації. По-перше, доцільно законодавчо закріпити функціональне визначення АІФ і окремо врегулювати правовий статус МАІФ, не змішуючи ці категорії з чинною внутрішньою класифікацією ICI. По-друге, новий режим має будуватися навколо тих елементів, які є системоутворюючими для директиви AIFMD – допуск і організація діяльності менеджера, делегування функцій, управління ризиками, оцінка активів, депозитарне зберігання, розкриття інформації та правила маркетингу. По-третє, чинні конструкції венчурних, недиверсифікованих і кваліфікаційних ICI доцільно розглядати не як перешкоду для імплементації, а як можливі підвиди або перехідні форми в межах майбутнього режиму АІФ. Саме такий поетапний, інституційно забезпечений підхід відповідає доктринальному розумінню гармонізації як механізму зближення та модернізації правової системи, а не як одноразового перейменування правових інститутів.

Водночас запропонована модель може бути сформульована лише на рівні загального напрямку, але не як остаточна законодавча формула. Питання

співвідношення АІФ із наявними видами ІСІ, критерії віднесення конкретних фондів до нового режиму, правовий статус і ліцензійні вимоги до МАІФ, коло інвесторів, структура перехідних положень, а також послідовність внесення змін до спеціального законодавства і нормативних актів НКЦПФ потребують детальнішого доктринального та порівняльно-правового дослідження. Саме тому на сучасному етапі доцільно говорити насамперед про загальну модель гармонізації, залишаючи техніко-юридичне наповнення цієї моделі предметом подальших досліджень.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження дозволяє сформулювати кілька висновків. По-перше, правова природа АІФ у праві ЄС визначається не через позитивну класифікацію за формою чи активами, а через функціональне визначення – АІФ охоплює всі колективні інвестиційні структури, що не підпадають під режим UCITS (Директива 2009/65/ЄС). Регуляторний акцент директиви AIFMD (Директива 2011/61/ЄС) зосереджений на менеджері фонду, а не на самому фонді: вимоги до авторизації, управління ризиками, делегування, депозитарного контролю та розкриття інформації адресовані менеджеру й є незалежними від конкретної організаційної форми або складу активів фонду.

По-друге, українська модель ІСІ побудована за принципово іншою регуляторною логікою – вихідним елементом є класифікація самого фонду за типом, видом і складом активів, а КУА виступає ліцензованим управителем. Ця «фондоцентрична» модель відрізняється від менеджер-центричної конструкції директиви AIFMD, що є основною причиною структурної несумісності двох систем.

По-третє, порівняльний аналіз за критеріями правової форми, складу активів і центру регуляторного впливу засвідчив, що жоден чинний вид українських ІСІ не є повним нормативним еквівалентом АІФ. Водночас венчурні, недиверсифіковані та кваліфікаційні ІСІ виявляють достатній ступінь функціональної близькості до окремих сегментів АІФ, щоб слугувати нормативною точкою опори для імплементації. Зокрема, венчурні фонди можуть розглядатися як функціональний аналог закритих АІФ приватного розміщення, а кваліфікаційні ІСІ – окремих різновидів АІФ, орієнтованих на специфічні класи активів.

По-четверте, аналіз доктринальних перешкод імплементації підтверджує, що механічне включення термінів «АІФ» і «МАІФ» у чинне законодавство без перегляду класифікаційної логіки призведе не до гармонізації, а до нашарування двох різних регуляторних моделей на один правовий простір. Переконливою є функціонально-секторальна модель імплементації, що передбачає: (1) законодавче закріплення функціонального визначення АІФ і окремого правового статусу МАІФ; (2) переосмислення чинних видів ІСІ як потенційних підвидів або перехідних форм у рамках майбутнього режиму; (3) поетапну перебудову наглядової системи навколо стандартів ризик-менеджменту менеджера.

Перспективними напрямками подальших досліджень є вироблення критеріїв віднесення конкретних фондів до майбутнього режиму АІФ, визначення ліцензійних вимог до МАІФ, кола інвесторів, структури перехідних положень, а також послідовності змін до спеціального законодавства й нормативних актів НКЦПФР.

ПОДЯКИ

Автор висловлює вдячність Софінській Ірині Дмитрівні – своїй науковій керівниці, яка зауваженнями, порадами та підтримкою суттєво сприяла формуванню концептуальної основи та вдосконаленню змісту дослідження.

КОНФЛІКТ ІНТЕРЕСІВ

Немає

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

- [1] 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). *Official Journal*. L 375. 31.12.1985. P. 3–18.
- [2] Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (recast). *Official Journal*. L 302. 17.11.2009. P. 32–96.
- [3] Commission of the European Communities. Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). Impact Assessment. COM(2008) 458. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52008PC0458> (дата звернення: 15.02.2026).
- [4] Zetzsche D. The Alternative Investment Fund Managers Directive. Kluwer Law International, 2020. 850 p.
- [5] Šiková Z. Implementation of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers into Czech Legal System. *Financial Law Review*. 2021. No. 21(1). P. 47–61. URL: <https://doi.org/10.4467/22996834FLR.21.004.13287>
- [6] Domina M. The Alternative Investment Fund Managers Directive: Ten Years After. *European Company Law Journal*. 2020. Vol. 17. No. 4. P. 108–114. URL: <https://doi.org/10.54648/eucl2020017>
- [7] Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No. 1060/2009 and (EU) No. 1095/2010. *Official Journal*. L 174. 01.07.2011. P. 1–73.
- [8] Schmies C. Third Country Relations and the Equivalence Regime: Treatment of Collective Investment Schemes. *European Business Organization Law Review*. 2024. Vol. 25. No. 1. P. 167–181. URL: <https://doi.org/10.1007/s40804-024-00313-w>
- [9] Domina M. The Regime of Depositary Under the Alternative Investment Fund Managers Directive 2011: French and Luxembourg Perspectives. *European Company Law Journal*. 2021. Vol. 18. No. 2. P. 60–67. URL: <https://doi.org/10.54648/EUCL2021008>

- [10] Пукавський Ю. А. Визначення альтернативних інвестиційних фондів як окремої категорії інститутів спільного інвестування в процесі євроінтеграції України. *Актуальні проблеми охорони та захисту прав і свобод людини в умовах правового режиму воєнного стану* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 2025). Львів, 2025. С. 108–111.
- [11] Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>
- [12] Софінська І. Д., Пукавський Ю. А. Правові наративи гармонізації термінології у сфері спільного інвестування: компаративний аналіз законодавства України та права Європейського Союзу. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Серія «Юридичні науки»*. 2025. Т. 12. № 2(46). С. 302–311. URL: <https://doi.org/10.23939/law2025.46.302>
- [13] Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування : Рішення Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10.09.2013 № 175. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1689-13#Text>
- [14] Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
- [15] Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European Venture Capital Funds. *Official Journal*. L 115. 25.04.2013. P. 1–17.
- [16] Гуртова К. М. Теорія і практика адаптації законодавства України до законодавства ЄС. *Київський часопис права*. 2023. № 4. С. 162–168. URL: <https://doi.org/10.32782/klj/2023.4.23>
- [17] Задніпряна-Корінна М. Ю. Сучасні аспекти гармонізації національного законодавства та законодавства Європейського Союзу. *Альманах міжнародного права*. 2023. Вип. 29. С. 44–51. URL: <https://doi.org/10.32841/ILA.2023.29.05>

REFERENCES

- [1] 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). (1985). *Official Journal*, L 375, 3–18.
- [2] Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) (recast). (2009). *Official Journal*, L 302, 32–96.
- [3] Commission of the European Communities. (2008). Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). *Impact Assessment*. COM(2008) 458. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52008PC0458>
- [4] Zetsche, D. (2020). *The Alternative Investment Fund Managers Directive*. Kluwer Law International.
- [5] Šiková, Z. (2021). Implementation of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers into Czech Legal System. *Financial Law Review*, 21(1), 47–61. Retrieved from <https://doi.org/10.4467/22996834FLR.21.004.13287>

- [6] Domina, M. (2020). The Alternative Investment Fund Managers Directive: Ten Years After. *European Company Law Journal*, 17(4), 108–114. Retrieved from <https://doi.org/10.54648/eucl2020017>
- [7] Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No. 1060/2009 and (EU) No. 1095/2010. (2011). *Official Journal*, L 174, 1–73.
- [8] Schmies, C. (2024). Third country relations and the equivalence regime: Treatment of collective investment schemes. *European Business Organization Law Review*, 25(1), 167–181. Retrieved from <https://doi.org/10.1007/s40804-024-00313-w>
- [9] Domina, M. (2021). The Regime of Depositary Under the Alternative Investment Fund Managers Directive 2011: French and Luxembourg Perspectives. *European Company Law Journal*, 18(2), 60–67. Retrieved from <https://doi.org/10.54648/EUCL2021008>
- [10] Pukavskiy, Y. A. (2025). Definition of alternative investment funds as a separate category of collective investment undertakings in the process of European integration of Ukraine. *Current issues of protection of human rights and freedoms under martial law: Materials of the International Scientific and Practical Conference* (pp. 108–111). Lviv.
- [11] On Collective Investment Undertakings: Law of Ukraine (2012, July). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>
- [12] Sofinska, I. D., & Pukavskiy, Y. A. (2025). Legal narratives of harmonization of terminology in the field of collective investment: comparative analysis of Ukrainian legislation and European Union law. *Bulletin of Lviv Polytechnic National University. Series «Legal Sciences»*, 12, 2(46), 302–311. Retrieved from <https://doi.org/10.23939/law2025.46.302>
- [13] On Approval of the Regulation on the Composition and Structure of Assets of a Collective Investment Institution: Decision of the National Securities and Stock Market Commission No. 175 (2013, September). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1689-13#Text>
- [14] On Securities and Stock Market: Law of Ukraine (2006, February). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
- [15] Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European Venture Capital Funds. (2013). *Official Journal*, L 115, 1–17.
- [16] Hurtova, K. M. (2024). Theory and practice of the adaptation of Ukrainian legislation to EU legislation. *Kyiv Law Journal*, 4, 162–168. Retrieved from <https://doi.org/10.32782/klj/2023.4.23>
- [17] Zadnipriana-Korinna, M. Y. (2023). Current aspects of harmonization of national legislation and legislation of the European Union. *Almanac of international law*, 29, 44–51. Retrieved from <https://doi.org/10.32841/ILA.2023.29.05>

Юрій Андрійович Пукавський

Аспірант

Навчально-науковий інститут права, психології та інноваційної освіти

Національний університет «Львівська політехніка»

79013, вул. Степана Бандери, 12, Львів, Україна

email: yurii.a.pukavskiy@lpnu.ua

Yurii A. Pukavskyi

PhD Student

Institute for Law, Psychology, and Innovative Education

Lviv Polytechnic National University

79013, 12 Stepan Bandera St., Lviv, Ukraine

email: yurii.a.pukavskyi@lpnu.ua

Рекомендоване цитування: Пукавський Ю. А. Альтернативні інвестиційні фонди: регулювання у праві Європейського Союзу та перспективи імплементації в Україні. *Вісник Національної академії правових наук України*. 2026. Том 33 № 3. С. 386–410. <https://doi.org/10.31359/1993-0909.2026.33.3.386>.

Suggested Citation: Pukavskyi, Y. A. (2026). Alternative Investment Funds: Regulation in European Union Law and Prospects for Implementation in Ukraine. *Journal of the National Academy of Legal Sciences of Ukraine*, 33(3), 386–410. <https://doi.org/10.31359/1993-0909.2026.33.3.386>.

Дата першого надходження статті до видання: 12.05.2026

Дата прийняття статті до друку після рецензування: 18.06.2026

Дата публікації (оприлюднення): 30.09.2026



Ця робота ліцензується відповідно до
Creative Commons Attribution 4.0 International License