**Вступ**

***Мета і задачі дослідження.*** В дипломної роботі поставлено мету: на основі ринкових досліджень, теоретичних і методичних основ регулювання ринку цінних паперів і актуального для України зарубіжного досвіду виявити специфіку правового врегулювання обігу цінних паперів, дати пропозиції щодо його розвитку.

**Методологічну основу дипломного дослідження** склали моделі загальної теорії наукового пізнання, методи системного економічного аналізу, заходи макро- і мікроекономічного аналізу, вітчизняні та зарубіжні концепції фінансового маркетингу і розвитку ринку цінних паперів.

 В Україні триває складний процес становлення і розбудови суверенної, демократичної, правової держави, інтеграції її в світову політичну і економічну системи. Та незалежність будь-якої держави передбачає не тільки політичну, а й еко­номічну самостійність. На сучасному етапі головним факто­ром стабілізації та піднесення економіки України є станов­лення ринкових відносин.

 У колишньому Радянському Союзі, у складі якого перебу­вала Україна, дійсно існував єдиний народногосподарський комплекс, що базувався на зв'язках і відносинах, притаманних командній економіці. Ні галузеві пропорції в промисловості та сільському господарстві, ні розміщення виробництва, ні постачання і розподіл не відповідали вимогам ринку. Для вирівнювання ситуації застосовувались методи штучного ці­ноутворення, обов'язкового планування завдань і поставок, примусового кооперування. Не випадково, що демонтаж пла­нових та адміністративних механізмів призвів до розриву ба­гатьох колишніх зв'язків і відносин.

Процеси ринкових реформ у суверенній Україні проходять дуже непросто. Особливо це відчутно в такій галузі ринкових відносин, як операції з цінними паперами. Якщо, наприклад, банківська справа не зникла разом з непом, хоч і перестала бути справою комерційною, то з ринком цінних паперів пов'язано лише те, що з 1929 року по 1957 рік випускались позики "за підпискою", за якими держава повністю так і не розрахувалась з народом, та що в 20-ті роки почався випуск позик, що вільно оберталися, з їх недосконалою лотерейною системою виплати 3-відсоткового доходу, за якої один виграє 10 тисяч карбованців, а інший тримає облігації роками і не одержує на свої інвестиції ні карбованця. Інших можливостей розпорядитися особистими збереженнями не було.

Сьогодні в Україні триває активний процес розвитку ранку цінних паперів (РЦП), формування його інфраструктури. Успішне досягнення цієї мети безпосередньо залежить від створення необхідної правової бази у сфері цінних паперів. Прийнятий 18 червня 1992 року Закон України "Про цінні папери і фондову біржу"1 став першим важливим кроком у цьому напрямку. Проте у ході становлення фондового ринку виникло багато злободенних питань, які не знайшли свого вирішення у згаданому Законі і потребували негайного зако­нодавчого врегулювання. Саме з цим пов'язана активна нормотворча діяльність у сфері ринку цінних паперів упродовж останніх років.

 **I. Правова сутність та природа ринку цінних паперів**

**1. Загальна економіко-правова характеристика ринку цінних паперів.**

Розвиток товарного виробництва на певному етапі призво­дить до появи у його учасників гострої потреби у додатковому капіталі, необхідному для подальшого розширення виробниц­тва. Цей капітал називається інвестиційним капіталом. Вико­ристовується інвестиційний капітал на придбання робочої сили, знарядь праці та інших елементів виробництва. В еко­номічній науці інвестиційний капітал іменується грошовим капіталом.

У ролі тих, хто потребує додаткового капіталу, головним чином, виступають держава та різні суб'єкти підприємницької діяльності. Інвестиційний капітал надходить до тих, хто його потребує, з двох джерел — власних і чужих коштів. Власними коштами для держави є надходження до державного бюджету, для підприємств — нерозподілений прибуток та амортизацій­ні відрахування. До категорії чужих коштів відносяться тим­часово вільні грошові кошти (збереження) інших держав, суб'єктів підприємницької діяльності та населення. Чужі збе­реження і будуть нас цікавити як об'єкт операцій з цінними паперами. Збереження перетворюються в інвестиції з моменту їх над­ходження до споживачів. Таке перетворення може бути *прямим* та *опосередкованим.* Збереження, наприклад, прямо перетворюються на інвестиції, коли підприємство використо­вує свій нерозподілений прибуток для придбання нових тех­нологій або коли уряд здійснює будівництво шляхів за раху­нок відповідної статті державного бюджету. Зрозуміло, що прямо перетворюватись на інвестиції мо­жуть лише власні кошти, а чужі повинні пройти певний опо­середкований шлях, який лежить через фінансовий ринок.

Під ***фінансовим ринком*** розуміється сукупність правових відносин грошового характеру, які виникають між його учас­никами в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал.

Метою утворення та функціонування фінансового ринку є акумулювання й ефективне розміщення заощаджень в еконо­міці, стан якої, у свою чергу, значною мірою зумовлений ефективністю переливу інвестиційних коштів від тих, хто має заощадження, до тих, у кого на даний момент є потреба в капіталі. Чим різноманітніша, з точки зору суб'єктів і розмі­рів, структура заощаджень та інвестицій, тим більшою є не­обхідність в існуванні фінансового ринку.

Фінансовий ринок, поряд з великою кількістю всіляких ринків, що взаємодіють між собою, є складовою частиною загального ринкового простору. Поняття фінансового ринку охоплює різноманітні ринки, котрі складаються з багатьох інститутів. Кожний ринок має справу з певним типом зобо­в'язань (цінних паперів), обслуговує певних його учасників 1 діє на певній території.

Всі ринки можна класифікувати за декількома критеріями.

За сферою поширення вирізняють *світові, національні, регі­ональні* та *місцеві* ринки'.

Ринки поділяють також на *первинні,* тобто такі, на яких нові випуски зобов'язань продаються та купуються вперше, і *вторинні —* такі, на яких відбуваються подальші продаж і купівля непогашених зобов'язань. Поділ на первинні та вто­ринні може бути здійснений для ринків, на яких обертаються зобов'язання у вигляді цінних паперів, а також деяких видів позик та інших фінансових активів.

Головною особливістю первинного ринку цінних паперів, наприклад, є те, що інвестори, придбаючи цінні папери, свої грошові кошти передають безпосередньо емітенту **цих** папе­рів, а не іншому інвестору, попередньому їх власнику.

Вторинний ринок цінних паперів, у свою чергу, призна­чений для обміну раніше випущених фондових інструментів2 між інвесторами. Так, наприклад, якщо вперше випущені акції продаються та купуються лише на первинному ринку, то всі їх подальші купівлі та продажі здійснюються на вто­ринному ринку1.

Вторинні ринки не збільшують обсягу фінансових активів, але їх існування підвищує ліквідність фондових інструментів і тим самим сприяє розвитку первинного ринку.

Представники економічних наук пропонують свої критерії класифікації ринків. Зокрема, Н.С. Рязанова пропонує таку класифікацію в залежності від виду матеріальних та фінан­сових активів, які обертаються на певному ринку:

а) *ринки матеріальних активів* та *ринки фінансових активів.* На ринках матеріальних активів, які називають також рин­ками відчутних або реальних активів, обертаються товари та інше майно, на фінансових ринках — частки капіталу (акції), облігації, векселі та інші вимоги на реальні активи;

б) *ринки спот; ринки ф'ючерсів.* На першому з них купівля та продаж мають здійснюватись на умовах "спот", тобто про­тягом декількох днів. На другому — до якоїсь певної дати в майбутньому. Значення ф'ючерсних ринків, до яких належать ринки опціонів, в економічних умовах України зростає;

в) *ринки грошей,* тобто кредитних зобов'язань тривалістю до одного року;

г) *ринки капіталів,* котрі є ринками довгострокових (понад один рік) кредитних зобов'язань і часток капіталу акціонер­них товариств;

д) *ринки споживчого кредиту,* де надаються позички на придбання споживчих товарів, на навчання та відпочинок тощо.

Слід відзначити, що деякі ринки, на яких обертаються до­сить однорідні матеріальні або фінансові активи, можуть вхо­дити до складу інших, більш об'ємних, ринків. Саме до такої категорії складних ринків і належить ***фінансовий ринок.***

Поняття "фінансовий ринок" є дуже широким, оскільки воно охоплює не тільки фінансові зв'язки, але і значну кіль­кість форм кредитних відносин.

Беручи до уваги форми обертання грошових ресурсів на фінансовому ринку, в його складі можна виділити ринок бан­ківських кредитів і ринок цінних паперів.

*Ринок банківських кредитів* являє собою сукупність право­відносин, що виникають з приводу надання кредитними установами платних позик, які мають бути повернені. Платні позики надаються без оформлення спеціальних документів, які можуть самостійно продаватися, придбаватися чи по­гашатися.

*Ринок цінних паперів* являє собою сукупність відносин цивільно-правового характеру, що опосередковують рух капі­талів у формі цінних паперів. Він доповнює у структурі фі­нансового ринку ринок банківських кредитів і тісно взаємодіє з ним.

Існує багато різновидів ринків, на яких можуть укладатися угоди щодо купівлі та продажу цінних паперів. Всі ці рин­ки являють собою складові частини єдиного ринку цінних паперів.

За способом організації торгівлі виділяють стихійний та організований фондові ринки.

Найбільш простою формою організації фондової торгівлі є стихійний ринок, схожий на звичайне ринкове місце, де про­даються і купуються товари. Тут продавці та покупці, спіл­куючись між собою, визначають рівень попиту та пропозиції на ті чи інші фондові цінності і укладають угоди безпосе­редньо один з одним. При цьому умови укладення угод, як правило, залишаються невідомими для інших учасників фон­дового ринку.

Організовані ринки, у свою чергу, існують у вигляді прос­тих і подвійних аукціонних ринків.

Торгівля на *простому* аукціонному фондовому ринку здій­снюється шляхом аукціону , під яким розуміється спосіб продажу товарів або цінних паперів на основі конкурсу покупців, за яким об'єкт торгівлі попередньо виставляється для огляду та озна­йомлення1. Прості аукціонні ринки функціонують тим успіш­ніше, чим більш монополізовані продавці і чим більшим є попит на певні фондові інструменти.

Окрім простих аукціонів, для торгівлі фондовими ціннос­тями можуть використовуватись і системи *подвійної* аукціон­ної торгівлі. В рамках таких систем змагання відбувається не тільки між покупцями — за право придбати окремі цінні папери, але й між продавцями — за право реалізувати їх. Подвійні аукціони найбільш повно відповідають природі рин­ку цінних паперів, на якому об'єкти угод, що укладаються, характеризуються високим ступенем однорідності.

Простий та подвійний аукціонні фондові ринки можуть функціонувати у вигляді онкольних ринків або безперервних аукціонів.

У рамках *онкольної* системи торгівлі протягом деякого часу відбувається накопичення заявок (доручень) на придбан­ня або продаж конкретних фондових інструментів за вказа­ну ціну. Тривалість періоду такого накопичення прямо зале­жить від ліквідності ринку — чим ринок ліквідні ший, тим період накопичення менший. Потім відбуваються торги, на яких, залежно від попиту та пропозиції, задовольняються заявки.

У випадку, коли цінні папери постійно користуються ста­більним попитом і постійно пропонуються, доцільною стає організація безперервних аукціонних ринків, у рамках яких доручення на купівлю або продаж фондових інструментів ви­конуються негайно після їх надходження. При цьому пріори­тетність виконання доручень визначається не тільки вка­заними в них межами цін та обсягом, але й черговістю над­ходжень. У випадку рівного цінового фактору в першочерго­вому порядку виконуються ті доручення, які були подані раніше1.

За місцем проведення торгів виділяють біржовий та позабіржовий ринки цінних паперів.

На *біржовому* ринку торгівля цінними паперами здійсню­ється на фондових біржах, порядок створення та діяльності яких встановлюється чинним законодавством України та внутрішніми документами самих бірж.

*Позабіржовий* ринок оперує з фондовими інструментами, які не допущені до торгів на фондовій біржі. Крім того, на позабіржовому фондовому ринку можуть обертатися цінні папери, які є предметом біржових операцій.

Як і будь-який інший ринок, ринок цінних паперів фор­мується виходячи з попиту і пропозиції, а також урівноважуючи їх ціни. Попит створюється державою та суб'єктами підприємницької діяльності, яким не вистачає власних до­ходів для фінансування інвестицій. Держава та бізнес висту­пають на ринку цінних паперів чистими позичальниками (більше змушені позичати у інших), а чистим кредитором є населення, у якого з різних причин доходи перевищують суму витрат.

Завданням ринку цінних паперів є створення умов та за­безпечення, по можливості, більш повного та швидкого пере­ливу збережень в інвестиції за ціною, яка задовольняла б обидві ці сторони.

Формування цивілізованого ринку цінних паперів в Украї­ні є центральною ланкою ринкових перетворень і сприятиме оздоровленню економіки України, інвестуванню її стрижне­вих галузей і об'єктів, прискоренню процесу приватизації дер­жавного майна.

Український ринок цінних паперів зараз перебуває на ста­дії формування та становлення. Незважаючи на об'єктивні труднощі, які виникають при цьому, зроблені кроки дають надію на те, що Україна поступово наближається до мети — створення ефективного і справедливого ринку цінних паперів, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки.

Разом з тим вже є перші, іноді досить негативні, уроки. Зокрема, такі прикрі розчарування, як протиправна діяльність деяких довірчих товариств і фінансових посередників на рин­ку цінних паперів. Причина цього — недосконалість законо­давчої бази і відсутність ефективного контролю з боку дер­жави за процесами, які відбуваються на ринку цінних паперів.

Слід відзначити, що становлення українського ринку цін­них паперів йде шляхом, який вже пройшов російський ринок цінних паперів. Вітчизняному фондовому ринку сьогодні при­таманні риси, якими Я.М. Міркін свого часу охарактеризував російський ринок, а саме:

невеликі обсяги і неліквідність;

неоформленість у макроекономічному розумінні;

нерозвиненість матеріально» бази, технологій торгівлі, регу­лятивної та інформаційної інфраструктури, реєстраційної, де­позитарної та клірингової мережі;

ослаблена роль державного регулювання, що пояснюється його роздробленою системою (7—8 державних органів прямо впливають на ринок і регулюють його);

високий ступінь усіх ризиків, пов'язаних з цінними папе­рами (доходного ризику, ризику ліквідності, політичного, за­конодавчого та інших ризиків); дуже високі технічні ризики (ризик неврегульованості розрахунків по цінних паперах, ри­зик переказу коштів тощо); високий рівень інфляції, падіння валютного курсу карбо­ванця призводять до негативного процента, що робить не­ефективними інвестиції в цінні папери порівняно з інвес­тиціями в реальні активи;

значні масштаби грюндерства, агресивна політика засну­вання нежиттєздатних компаній;

відсутність відкритого доступу до макро- та мікроекономічної інформації про реальний стан ринку цінних паперів;

відсутність крупних, з тривалим досвідом роботи, інвести­ційних інститутів, що заслуговують громадської довіри;

відсутність достатньої кількості кваліфікованих фахівців;

агресивність, гостра конкуренція за відсутності традицій ділової ринкової етики2.

Стихійно в Україні обрана змішана, проміжна модель рин­ку цінних паперів, на якому одночасно та з рівними правами присутні і комерційні банки, які мають всі права на операції з цінними паперами, і небанківські інститути. В українській практиці, по суті, склалась європейська модель універсаль­ного комерційного банку, на відміну від "американської" мо­делі, де банк має значні обмеження на операції з цінними паперами.

Моделі ринків цінних паперів інших країн являють собою значною мірою результат еволюції вказаних ринків, характер якої визначається багатьма факторами. З одного боку, це кон­кретні історико-національні особливості певної країни, а також особливості ментальності її населення. З іншого, РЦП являє собою складну сукупність правовідносин з приводу цінних паперів, яка від цих особливостей не залежить.

Слід відзначити, що український ринок цінних паперів починав формуватись в умовах існування у світі багатьох моделей РЦП. Нам необхідно було вирішити два завдання:

проаналізувати національні законодавства інших країн і здійснити детальне вивчення умов, які існують в Україні. Ці завдання могли бути розв'язані лише шляхом концептуаль­ного пошуку. В І993 році Українська фондова біржа та Українська асоціація торговців цінними паперами запропонували власні концепції подальшого розвитку РЦП в Україні. Така концепція розроблялась і на державному рівні.

Сьогодні пріоритетні напрямки подальшого розвитку рин­ку цінних паперів України визначені Концепцією функціо­нування та розвитку фондового ринку України, схваленою Постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. № 342/951.

Відповідно до концепції, для того, щоб фондовий ринок України став ефективним механізмом обігу цінних паперів, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів інвесторів, його створення та подальше функціонування повинні будуватися на принципах соціальної справедливості, надійності захисту інвесторів, урегульованості, контрольованості, ефективності, правової упорядкованості, прозорості, відкритості та конкурентності. Цілісність ринку забезпечується функціонуван­ням єдиної біржової системи, що діє під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію та клірингу (розрахунків) по цінних паперах. Принцип ціліс­ності потребує впровадження єдиних основних правил щодо ціноутворення на ринку цінних паперів на всій території України.

Концепцією також визначено основні засади системи ре­гулювання фондового ринку, забезпечення обігу цінних паперів, функціонування біржового та позабіржового ринків, основи оподаткування і страхування на фондовому ринку, а також його інформаційного, технічного та кадрового забезпечення.

Досить детально в концепції розроблені питання основних напрямків розвитку інструментарію фондового ринку, особливостей діяльності його суб'єктів та інститутів інфра­структури.

Забезпечення обороту фінансових ресурсів на фондовому ринку здійснюється через цінні папери та похідні від них фондові інструменти. Законодавчими та нормативними актами визначено перелік видів цінних паперів, що можуть обертатися на фондовому ринку України.

**2. Загальна правова характеристика окремих видів цінних паперів**

Перелік видів цінних паперів, які можуть випускатися і обертатися в Україні, визначається ст. З Закону України "Про цінні папери і фондову біржу". Відповідно до цього закону, до випуску та обігу в нашій державі допущені:

акції;

облігації внутрішніх республіканських і місцевих позик;

облігації підприємств;

казначейські зобов'язання республіки;

ощадні сертифікати;

векселі;

приватизаційні папери.

***Акцією,*** відповідно до ст. 4 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", визнається *цінний папір без уста­новленого строку обігу, що засвідчує часткову участь у ста­тутному фонді акціонерного товариства, підтверджує член­ство в акціонерному товаристві та право на участь в управ­лінні ним, дає право п власникові на одержання частини при­бутку у вигляді дивіденду, а також на участь в розподілі при ліквідації акціонерного товариства.*

Перший прототип акцій з'явився в СРСР після прийняття Радою Міністрів СРСР постанови від 15 жовтня 1988 р. № 1195 "Про випуск підприємствами і організаціями цінних паперів", яка дозволила випуск акцій підприємств та акцій трудових колективів підприємствам і організаціям, які перейшли на умови повного господарського розрахунку та самофінансування. Ініціатором перших акцій трудового ко­лективу в Україні було Львівське ВО "Електрон". Незважа­ючи на те, що експеримент виявився безперспективним, що цінні папери, випущені згідно з цією постановою, справед­ливо критикуються, їх поява була першим кроком у напрямку створення ринку цінних паперів. На 1 липня 1991 р. тільки в реєстр Міністерства фінансів СРСР було внесено вже біль­ше 240 акціонерних товариств із загальною сумою статутного фонду 19,4 млрд. рублів.

Проте справедливим буде зазначити, що правова харак­теристика акції в законодавстві СРСР не була чітко визна­чена, і це обумовлено як суб'єктивними, так і об'єктивними причинами. Так, прийняті тоді нормативні акти фактично не закріпили основні функції цього поняття:

а) акція не являла собою одиницю (частку), на які поді­ляється статутний фонд акціонерного товариства;

б) акція не виконувала функції особливого виду обігового цінного паперу. Як і будь-який інший цінний папір, акція має служити основній меті — принесенню прибутку в різних фор­мах. Вказана мета акції була обмежена можливістю одержан­ня дивіденду, незважаючи на те, що не його розмір, а очіку­ваний ріст курсу акцій нерідко стає основною причиною їх придбання. Відсутність у акції функції обігового цінного па­пера істотно заважала формуванню первинного ринку цінних паперів та унеможливлювала існування вторинного ринку);

в) акція не була документом, в якому закріплений ком­плекс прав акціонера.

Всі ці недоліки законодавства стали нездоланною пере­шкодою для активізації процесів акціонування державних підприємств і тимсамим були однією з причин, що гальму­вали економічні реформи в країні. Законодавство України про цінні папери, прийняте в останні роки, повернуло акції притаманні їй ознаки класичного цінного паперу.

Зараз в Україні робиться все для того, щоб ефективно використати десятиріччями вироблений механізм традицій­ного акціонерного товариства і привести умови випуску та обігу цих цінних паперів у відповідність до міжнародних стандартів.

Зокрема, згідно з п. 2 постанови Верховної Ради України "Про порядок введення в дію Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18 червня 1991 р., випуск акцій трудових колективів та акцій підприємств (організацій) в Україні припинений з 1 січня 1992 р. Усі емітовані до того часу акції трудових колективів і акції підприємств (організа­цій) можуть обертатися протягом п'яти років, починаючи з 1 січня 1992 р., відповідно до умов їх випуску.

До закінчення вказаного строку підприємства (організації), що випустили такі акції, повинні купити їх або замінити іншими цінними паперами, передбаченими Законом "Про цін­ні папери і фондову біржу".

*Відповідно до ст. 4 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", акції можуть бути* іменними *та* на пред'яв­ника, привілейованими *та* простими. В іменній акції вказується ім'я особи, якій вона належить. Іменна акція може передаватись власником іншій особі на правах власності. У цьому випадку здійснюється переда­вальний запис і до акції вноситься ім'я її нового власника. Обіг іменної акції фіксується у реєстрі власників іменних цінних паперів, що ведеться акціонерним товариством або незалежним реєстратором. До реєстру має бути внесено відо­мості про кожну іменну акцію, включаючи відомості про власника, час придбання акції, а також кількість таких акцій у кожного з акціонерів.

Власником акції на пред'явника вважається кожна особа, яка володіє нею. У книзі реєстрації вказується загальна кіль­кість таких акцій на пред'явника. Вони обертаються вільно.

Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у роз­поділі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації.

Привілейовані акції можуть випускатися із фіксованим, у процентах до їх номінальної вартості, щорічно виплачуваним дивідендом. Виплата дивіденду провадиться у розмірі, зазна­ченому в акції, незалежно від розміру одержаного товарист­вом прибутку у відповідному ропі.

У випадку ліквідації акціонерного товариства за рахунок його майна спочатку задовольняються претензії кредиторів, потім претензії власників привілейованих акцій і, нарешті, претензії держателів простих акцій.

За обсягом своїх прав власники привілейованих акцій за­ймають проміжне місце між власниками облігацій та влас­никами простих акцій. Однак при цьому важливо пам'ятати, що правові статуси держателів облігацій і держателів акцій далеко не однакові.

Держателі облігацій — це кредитори, які, придбавши вказані цінні папери, лише позичили акціонерному товариству певні кошти на строк і на умовах, зазначених в облігації, а держателі акцій е співвласниками акціонерного товариства. У випадку ліквідації товариства або його банкрутства зако­нодавство України в першу чергу захищає інтереси креди­торів (власників облігацій) і лише після цього — інтереси власників інших цінних паперів товариства.

В обмін на переваги при отриманні дивідендів власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управ­лінні товариством, якщо інше не передбачено його статутом. Крім того, привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10 відсотків статутного фонду акціонерного товариства. Доцільність встановлення цього десятивідсоткового бар'єру є досить спірною, оскільки він значно обме­жує можливості акціонерного товариства в залученні додат­кових коштів, необхідних для господарської діяльності, шля­хом випуску привілейованих акцій, який є привабливим і для інвесторів (значні переваги й гарантії), і для товариств (не розпорошується контрольний пакет акцій, який дає право управління товариством). Такого обмеження не існує, наприклад у Росії, де сьогодні ринок привілейованих акцій характеризується більш низькою їх ціною порівняно з простими при рівній номінальній вартості (у 2—10 разів у різних емітентів); значною кількістю фінансових посередни­ків, що бажають придбати привілейовані акції; досить швид­ким ростом ліквідності привілейованих акцій4.

Прості акції дають їх власникам, крім прав на одержання дивідендів і на участь у розподілі майна акціонерного това­риства у разі його ліквідації, також право на участь в управ­лінні товариством. Однак при цьому слід підкреслити, що можливості акціонерів в управлінні товариством мають певні обмеження. Акціонери, наприклад, не мають права безпосе­реднього втручання в оперативне управління товариством, а можуть реалізовувати свої права тільки на загальних зборах, через одержання звітів тощо.

Акція повинна містити такі реквізити: фірмове наймену­вання товариства та його місцезнаходження; найменування цінного паперу — "акція"; її порядковий номер, дату випуску;

вид акції та її номінальну вартість; ім'я власника (для іменної акції); розмір статутного фонду акціонерного товариства на день випуску акцій; кількість акцій, що випускаються; строк виплати дивідендів; підпис голови правління акціонерного товариства або іншої уповноваженої на це особи; печатку акціонерного товариства.

До акції може додаватись купонний лист на виплату диві­дендів, хоч це не є обов'язковою вимогою українського зако­нодавства і світова практика знає чимало прикладів, коли випускались безкупонні акції.

Основною формою оплати акцій є грошова — в гривнях, а у випадках, передбачених статутом, — у вільноконвертованій валюті або шляхом передачі майна. Акціонерне това­риство, що створюється, може прийняти внесок у вигляді споруд, господарського обладнання та інвентарю, а також у вигляді нематеріальних активів — права на оренду майна, на користування земельними ділянками, інтелектуальної влас­ності та ін. Нарешті, акціонерне товариство приймає внесок у вигляді цінних паперів. У цьому разі, засновникам необхід­но звернути увагу на їх склад: серед них не повинно бути цінних паперів, по яких особа, що підписалася, несе майнову відповідальність.

Саме тому в Законі України "Про цінні папери і фондову біржу" доцільно визначити, за рахунок яких цінних паперів можуть бути придбані акції.

За умов нестабільного характеру вітчизняного ринку цін­них паперів це можуть бути лише державні цінні папери та деякі види приватних, зокрема такі, що пройшли лістинг на фондових біржах.

Чинне в Україні законодавство досить детально визначає умови та розміри випуску акцій і в період становлення нових форм підприємництва, в умовах слабкої нормативної бази та відсутності масового досвіду і гарантій для рядових держате­лів акцій особливу увагу приділяє забезпеченню стабільності в діяльності акціонерних товариств.

Акціонерне товариство випускає акції в розмірі його ста­тутного фонду або на всю вартість майна державного під­приємства. Збільшення статутного фонду товариства, відпо­відно до ст. 7 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" та ст. 38 Закону України від 19 вересня 1991 р. "Про господарські товариства", можливе лише у випадку, якщо всі раніше випущені акції повністю оплачені за вартістю не ниж­че номінальної. Збільшення статутного фонду здійснюється шляхом випуску нових акцій, обміну облігацій на акції або збільшення номінальної вартості акцій. Випуск акцій для покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю ак­ціонерного товариства, заборонено.

Приймаючи рішення про емісію акцій, емітент повинен враховувати, що їх випуск має певні позитивні та негативні сторони. До переваг можна віднести такі обставини:

на відміну від облігацій, по яких емітент зобов'язаний ви­плачувати фіксований процентний доход незалежно від результатів діяльності, сума дивідендів по акціях визначається вищим органом управління акціонерним товариством з урахуванням результатів роботи за рік та фінансового стану емітента;

 за допомогою акцій кошти залучаються на невизначено довгий строк.

Проте випуск акцій пов'язаний і з певними проблемами для емітента:

продаж акцій збільшує коло осіб, які мають право голосу на загальних зборах акціонерів, що робить управління това­риством більш складним;

випуск акцій змушує товариство розподіляти частину своїх доходів на користь більш широкого кола учасників акціонер­ного товариства.

Відповідно до ст. 22 Закону України "Про пінні папери і фондову біржу", акціонерне товариство має право на випуск акцій з моменту реєстрації цього випуску в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

Особливості такої реєстрації визначаються Тимчасовим положенням про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск, затвердженим на­казом ДКЦПФР від 20 вересня 1996 р. № 210. Це Тимчасове положення містить повний перелік документів, які мають бути подані до ДКЦПФР для реєстрації випуску акцій та інформації про випуск акцій, а також визначає порядок і строки здійснення реєстрації.

Якщо подані для реєстрації акції пропонуються для від­критого продажу, тобто призначені для розміщення між юри­дичними особами та громадянами, коло яких заздалегідь визначити неможливо, то емітент зобов'язаний подати до ДКЦПФР для реєстрації також інформацію про випуск таких акцій. Відомості, що містяться в інформації про випуск акцій, не можуть бути давністю понад шість місяців і мають відпо­відати реальній дійсності, бути придатними для оцінки гос­подарсько-фінансового стану емітента. Інформація про ви­пуск акцій має бути підписана емітентом і торговцем цінними паперами (якщо емітент користується послугами останнього).

Крім того, інформація підлягає обов'язковому опублікуван­ню в друкованих органах Верховної Ради та Кабінету Мініс­трів України, а також в офіційному виданні фондової біржі. До інформації мають бути включені:

а) характеристика емітента, а саме: фірмове найменування, місцезнаходження, дата заснування, предмет діяльності, за­свідчені ревізором (аудитором) бухгалтерський баланс і розрахунки фінансових результатів (прибуток, збитки) за останні три фінансові роки (або за кожний завершений фінансовий рік з моменту створення, якщо цей строк менше трьох років) та інші відомості;

б) опис ділової активності емітента, засвідчений аудитором, перш за все інформаційні відомості про виробництво, реалізацію, наукові дослідження та інвестиції;

в) дані про емісію цінних паперів;

г) перелік і результати попередніх емісій цінних паперів а також розподіл цінних паперів по видах;

д) кількість іменних акцій, випущених емітентом, у тому числі акцій, що знаходяться у власності керівних працівників;

е) строк погашення (для облігацій).

ДКЦПФР може відмовити в реєстрації інформації у випадках:

1) наявності в інформації відомостей, що дозволяють зро­бити висновок про невідповідність умов випуску цінних папе­рів чинному законодавству;

2) неповноти інформації про випуск цінних паперів порівняно з вимогами Комісії (пункти 8—12 Тимчасового по­ложення);

3) невідповідності поданої у реєструючи орган інформації, яка характеризує фінансово-економічний стан емітента, таким вимогам:

а) емітент повинен бути беззбитковим протягом останніх трьох завершених фінансових років або з моменту створення, якщо цей строк менше трьох років;

6) емітент не повинен мати простроченої заборгованості кредиторам і по платежах у бюджет;

в) емітент повинен мати повністю сплачений статутний фонд на момент прийняття рішення про випуск облігацій.

Для реєстрації випуску цінних паперів у ДКЦПФР емітент подає такі документи:

1) заяву про реєстрацію випуску цінних паперів;

2) засвідчену копію протоколу рішення про випуск цінних паперів, оформленого згідно зі статтями 6 і 11 Закону Украї­ни "Про цінні папери і фондову біржу", для реєстрації, від­повідно, акцій і облігацій підприємств;

3) нотаріально засвідчену копію статуту емітента або змін до нього, пов'язаних із збільшенням (зменшенням) статутного фонду. Зразок бланка цінного папера, сертифіката акції, якщо випуск здійснювався в паперовій формі;

4) баланс, звіт про фінансові результати та їх викорис­тання, довідку про фінансовий стан, підтверджені аудитором (аудиторською фірмою), за останній завершений фінан­совий рік;

5) копію свідоцтва про державну реєстрацію товариства.

Не пізніше ніж через сім днів після закінчення строку відкритого продажу акцій емітент подає до ДКЦПФР за­свідчений аудиторською організацією звіт про наслідки ви­пуску цінних паперів.

Слід зазначити, що реєстрація випуску акцій або інфор­мації про випуск акцій, що провадиться ДКЦПФР, не може розглядатися як гарантія вартості цих цінних паперів (ст. 22 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу").

Відповідними наказами ДКЦПФР також затверджені інші нормативні документи, що регулюють питання державної реєстрації випуску акцій при здійсненні їх емісії у процесі приватизації та корпоратизації державних підприємств, а та­кож збільшенні статутного фонду шляхом індексації основних фондів.

До таких документів необхідно віднести:

1) Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених із держав­них підприємств у процесі приватизації, та інформації про їх випуск.

Відповідно до цього Тимчасового положення реєструється перший випуск (емісія) акцій відкритих акціонерних това­риств, створених із державних підприємств у процесі прива­тизації, та інформація про їх випуск. Емітентом акцій у цьому випадку виступає відкрите акціонерне товариство, створене з державного підприємства в процесі приватизації.

Такі акції допускаються для розміщення:

серед працівників підприємства на пільгових умовах, передбачених ст. 25 Закону України "Про приватизацію май­на державних підприємств", — з моменту реєстрації випуску акцій;

для відкритого (вільного) продажу — не раніш як через 30 календарних днів після опублікування інформації про їх випуск;

2) Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі корпоратизації підприємств, та інформації про їх випуск.

Відповідно до цього Тимчасового положення реєструється перший випуск (емісія) акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі корпоратизації підприємств відпо­відно до Указу Президента України від 15 червня 1993 р. № 210/93 "Про корпоратизацію підприємств", та інформація про їх випуск.

Ці акції можуть бути представлені для розміщення:

серед працівників підприємства на пільгових умовах, пе­редбачених ст. 25 Закону України "Про приватизацію майна державних підприємств" і п. 9 Указу Президента України "Про корпоратизацію підприємств", — з моменту реєстрації інформації про випуск акцій;

шляхом відкритого (вільного) продажу — не раніш як через 30 календарних днів після опублікування інформації про ви­пуск акцій;

3) Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених відповідно до Указу Президента України від 26 листопада 1994 р. № 699 "Про заходи щодо забезпечення прав громадян на викорис­тання приватизаційних майнових сертифікатів", та інформації про їх випуск.

Акції цих емітентів допускаються для розміщення:

серед осіб, які мають згідно з чинним законодавством України пільга на придбання акцій об'єкта, що приватизує­ться, — з моменту реєстрації випуску акцій;

для відкритого продажу — після опублікування інформації про їх випуск;

4) Тимчасове положення про порядок збільшення статут­ного фонду акціонерного товариства у зв'язку з індексацією основних фондів.

Це Тимчасове положення не поширюється на акціонерні товариства, статутний фонд яких визначений з урахуванням результатів індексації основних фондів.

Відповідно до Тимчасового положення, акціонерне това­риство, яке провело індексацію балансової вартості основних фондів, має право збільшити статутний фонд на суму, що не перевищує суми індексації балансової вартості основних фон­дів, зменшену на суму індексації зносу (далі — сума індексації основних фондів) шляхом додаткового випуску акцій або збільшення номінальної вартості акцій.

Для збільшення статутного фонду у зв'язку з індексацією акціонерне товариство:

приймає рішення про збільшення статутного фонду на су­му індексації основних фондів шляхом додаткового випуску акцій або збільшення номінальної вартості акцій;

реєструє в Державній комісії з цінних паперів та фондо­вого ринку і публікує в установленому порядку інформацію про додатковий випуск акцій або збільшення номінальної вартості акцій чи випуск нових акцій;

вносить зміни до статуту, пов'язані із збільшенням статут­ного фонду, і реєструє такі зміни в установленому порядку;

на підставі документів, що засвідчують реєстрацію випуску акцій та зміни статуту, відображає у бухгалтерському обліку збільшення статутного фонду;

розподіляє акції додаткового випуску серед акціонерів або обмінює раніше випущені акції на акції нового номіналу.

Рішення про збільшення статутного фонду акціонерного товариства на суму індексації основних фондів приймається загальними зборами акціонерного товариства у порядку, ви­значеному статтями 40—44 Закону України "Про господар­ські товариства".

Якщо сума індексації не перевищує однієї третини статут­ного фонду акціонерного товариства, то збільшення його статутного фонду може бути здійснено за рішенням прав­ління за умови, якщо таке передбачено статутом акціонерного товариства.

Акції додаткового випуску розподіляються серед акціоне­рів пропорційно їх частці у статутному фонді акціонерного товариства. Обмеження терміну отримання акціонерами акцій додаткового випуску не допускається.

Якщо на момент прийняття рішення про додатковий ви­пуск акцій відбулася зміна власника акцій, то всі права і зобов'язання щодо отримання акцій додаткового випуску переходять до нового акціонера.

Реєстрація додаткового випуску акцій та інформації про додатковий випуск акцій здійснюється у порядку, передбаче­ному Тимчасовим положенням про порядок реєстрації ви­пуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск, яке затверджено наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20 вересня 1996 р. № 210, за винятком п. 9 вказаного Тимчасового положення.

Варто відзначити, що для акціонерних товариств, акції яких перебувають у загальнодержавній власності, особливості збільшення статутного фонду шляхом індексації визначають­ся Положенням про порядок здійснення додаткового випуску акцій у зв'язку з проведенням індексації основних фондів і збільшенням статутного фонду відкритих акціонерних това­риств, акції яких перебувають у загальнодержавній власності, затвердженим постановою Кабінету Міністрів України від 20 липня 1996 р. № 810.

Випуск акцій у процесі індексації основних фондів має свої особливості, а саме: незважаючи на те, що всі випущені акції розподіляються серед акціонерів товариства пропорційно кількості акцій, власниками яких вони є, тобто коло осіб, середяких вони розміщуються, відоме заздалегідь, законодав­ство вимагає обов'язкової реєстрації в ДКППФР також інформації про випуск таких акцій. Це пояснюється, насам­перед, намаганням захистити інтереси інвесторів, які можуть придбати ці акції на вторинному ринку.

Зменшення статутного фонду акціонерного товариства здійснюється шляхом зниження номінальної вартості акцій або зменшення їх кількості шляхом викупу у їх власників частини акцій з метою їх анулювання.

Придбана акція сама по собі ще не дає її власнику гаран­тованого прибутку. Дивіденди по акціях виплачуються за під­сумками року за рахунок прибутку, що залишається в розпо­рядженні акціонерного товариства після сплати встановлених законодавством податків та інших платежів у бюджет. Проте в умовах ринкової економіки такого прибутку може і не бути.

Історія акціонерної справи знає немало випадків, коли дивіденди по акціях не виплачувались зовсім. Статистичний аналіз, проведений на початку нашого століття проф. Л.І. Петражицьким, показує, що "в 1878 році тільки 52% існуючих ком­паній з акціонерним капіталом, який становив приблизно 65% усього акціонерного капіталу, платили дивіденди; в 1883 році були спроможні платити дивіденди 66% компаній з 88% ак­ціонерного капіталу; в 1887 році ці цифри знову зменшилися до 59% і 80%... Дивіденд і чистий прибуток, в середньому, рідко піднімалися вище 5%"1.

У період становлення ринкових відносин в Україні та ін­ших країнах СНД розмір виплачуваних по акціях дивідендів ще зовсім недавно становив нерідко від 100 до 1000 відсотків річних. Цю ситуацію пов'язували з активними інфляційними процесами і тотальним дефіцитом в економіках цих країн. Сьогодні, навпаки, лише окремі акціонерні товариства у змозі виплачувати дивіденди по своїх акціях. Більш надійним щодо отримання доходу є такий вид класичного цінного папера на фондовому ринку, закріпленого в законодавстві, як ***облігація.***

Випуск та обіг облігацій в Україні передбачено главою З Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", згідно зі ст. 10 якого облігація визначається як *цінний папір, що засвідчує внесення* п *власником грошових коштів і затверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений у ньому строк з вимогою фік­сованого процента (якщо інше не передбачено умовами ви­пуску).* Іншими словами, облігація є цінним папером з фіксо­ваним доходом і капіталом1. Облігації випускаються емітен­том для залучення грошових коштів, які необхідні для вирі­шення завдань, що стоять перед ним.

Історія цінних паперів Російської імперії (складовою частиною якої була Україна) пам'ятає три виграшні обліга­ційні позики: дві державні (1864 і 1866 рр.) та одну банківсь­ку — Державного Дворянського земельного банку (1889 р.) Крім відсотка, власник одержував шанс виграшу великих гро­шових призів. Такі облігації, маючи номінал 100 руб., на ринку цінних паперів йшли за курсом до 1000 руб.2.

Радянська влада регулярно використовувала державні облігаційні позики з метою залучення коштів для потреб на­родного господарства. Такі позики були започатковані в пері­од непу, активно випускались наприкінці 30-х та в 40-і роки і продовжувались аж до 1982 року. В них також була вико­ристана система виграшів. Вказані облігації випускалися на пред'явника і фактично могли передаватися від одного влас­ника до іншого. Однак через примусово-добровільний поря­док їх придбання, а також ілюзорність шансів на виграш будь-якого призу і навіть на повернення внесених коштів облігації державних позик СРСР не мали значної вартості як цінні папери, і їх обіг був майже повністю заморожений. У 1990 році для покриття бюджетного дефіциту в СРСР були випущені облігації Державної внутрішньої позики для підприємств та облігації Державної цільової безпроцентної позики для фізичних осіб. Розміщення цих цінних паперів було безуспішним, оскільки не відповідало реаліям економічного становища країни в цілому, а також підприємств та громадян зокрема.

Проблеми, пов'язані з виконанням зобов'язань по обліга­ціях СРСР щодо своїх громадян, врешті змушена вирішувати Україна. Указом Президента України від 15 червня 1994 р. № 306/94 "Про першочергові заходи щодо компенсації гро­мадянам України втрат від знецінення цінних паперів і гро­шових заощаджень" передбачалось викупити у населення облігації Державної цільової безпроцентної позики 1990 року. Викуп інших цінних паперів колишнього СРСР має про­вадитись поступово, у міру вишукування відповідних коштів.

Сьогодні чинне законодавство України передбачає випуск облігацій двох видів: 1) облігації внутрішніх республікан­ських і місцевих позик; 2) облігації підприємств.

Рішення про випуск облігацій внутрішніх республікан­ських і місцевих позик приймаються, відповідно, Кабінетом Міністрів України і місцевими радами народних депутатів.

*Облігації підприємств* можуть бути випущені лише після реєстрації цього випуску в ДКЦПФР. Якщо облігації пропо­нуються для відкритого продажу, емітент зобов'язаний подати до ДКЦПФР для реєстрації також інформацію про випуск таких облігацій. Реєстрація випуску облігацій та інформації про випуск облігацій здійснюється в порядку, визначеному Тимчасовим положенням про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск, затвердженим наказом ДКЦПФР від 20 вересня 1996 р.

№ 210.

Облігації можуть випускати підприємства всіх передбаче­них законодавством України форм власності, об'єднання під­приємств, акціонерні та інші товариства. Облігації не дають їх власникам права на участь в управлінні цими суб'єктами господарської діяльності. Зокрема, держателі облігацій не ко­ристуються правами власників акціонерного товариства, якими наділені власники акцій. Однак власники облігацій мають певні переваги перед акціонерами.

По-перше, до того, як акціонерне товариство нарахує диві­денди по акціях, воно повинне забезпечити виплату відсотків по облігаціях, які включаються у витрати підприємства.

По-друге, у разі банкрутства акціонерного товариства в першу чергу виконуються його зобов'язання перед держате­лями облігацій та іншими кредиторами, і лише потім активи, що залишилися, розподіляються між акціонерами.

Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму, що становить не більше 25 відсотків від розміру статутного фонду і лише після повної оплати всіх випущених акцій. Таке обмеження щодо випуску облігацій, встановлене Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" (ст. 11), ба­читься дещо непослідовним, оскільки стосується лише акціо­нерних товариств і не поширюється на інших емітентів облі­гацій підприємств, наприклад, на підприємства, товариства з обмеженою відповідальністю та інші.

Тому ч. 6 ст. 11 Закону України "Про цінні папери і фон­дову біржу" буде більш правильним викласти в такій редакції:

"Емітенти можуть випускати облігації підприємств на суму, що становить не більше 25 відсотків від розміру статутного фонду, і лише після повної його сплати".

У разі невиконання чи несвоєчасного виконання емітентом своїх зобов'язань по облігаціях стягнення відповідних сум провадиться примусово судом або арбітражним судом.

Облігації можуть випускатися іменними і на пред'явника, процентними і безпроцентними (цільовими), що вільно обер­таються або з обмеженим колом обігу.

Оплачуються облігації всіх видів у гривнях, а у випадках, передбачених умовами їх випуску, — в іноземній валюті. Не­залежно від виду валюти, якою проведено оплату облігацій, їх вартість виражається у гривнях. В Україні, наприклад, облігації з подвійним, ще карбованцевим і валютним номіна­лами (1 250 *000* крб. і 5 000 дол. США), випускались "Україн­ською фінансовою групою", яка гарантувала власникам своїх облігацій 15 відсотків річних у ВКВ та зобов'язувалась вику­пити їх через два роки після випуску1.

Термін, на який випускаються облігації, законодавством України не обмежений. Водночас однією з основних обставин, які визначають рівень доходності по облігаціях, є величина періоду їх обігу. Звичайно, за нормальної економічної ситуа­ції облігації, що випускаються на великі строки, приносять більші відсотки порівняно з облігаціями, які випущені на більш короткий термін. У розвинутих країнах зростає тенден­ція випуску довгострокових (більше 5 років) облігацій. Наприклад, Німеччина має намір випустити облігації строком на 30 років. Італія це вже зробила. Австрія випустила в листо­паді 1993 року євробонди строком на 30 років, а Іспанія збирається випустити облігації на 15 років. У США компанії Уолт Дісней та Кока Кола випустили в 1994 році облігації строком на 100 років.

Кошти від розміщення облігацій направляються на цілі, визначені при їх випуску.

Аналіз стану українського фондового ринку з позиції обігу на ньому облігацій дозволяє зробити висновок про те, що вітчизняні емітенти віддають перевагу емісіям акцій і поки що не звертаються активно до випуску облігацій як засобу залучення коштів інвесторів. Це пояснюється в першу чергу тим, що акція за своєю природою є менш ризиковим для емітента цінним папером, ніж облігація.

Випуск облігацій, рівно як і отримання банківського кре­диту, не в усіх випадках є виправданим для емітента, оскільки такий спосіб залучення вільних коштів інвесторів має певні недоліки.

По-перше, розмір коштів, які можна одержати на ринку облігацій, дуже обмежений. Структура пасивів у балансі емітента може не дозволити значно збільшити розміри своїх боргів.

По-друге, емітенти облігацій змушені докладати значних зусиль для забезпечення високої прибутковості від вкладення залучених коштів для того, щоб повернути їх у встановлений строк, а також виплатити відсотки. Це іноді ставить їх у скрутне становище.

Емісія облігацій може здійснюватись практично всіма суб'єктами підприємницької діяльності (юридичними особа­ми), за винятком інвестиційних фондів та інвестиційних ком­паній, яким це заборонено п. 17 Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Проте емітенти дуже рідко вдаються до цього засобу залучення коштів.

Так, у 1995 році жодне з приватизованих підприємств не випускало облігацій, а у 1996 році їх було випущено на суму лише 758 тис. гривень. Причини цього — у проблематичності повернення позиченого капіталу за умов масових неплатежів, високої інфляції та неможливості прогнозувати її динаміку на довгостроковий період, нестійкості фінансової кон'юнктури. Цю тенденцію підтверджують дані Міністерства статис­тики України: обсяг емісій облігацій за 1994 рік склав 52 159 млн. крб., а за 9 місяців 1995 року — 4 499 млн крб.

Дещо інша картина з *облігаціями внутрішньої державної позики,* які користуються великим попитом на фондовому ринку, але штучні обмеження щодо правил їх придбання ко­мерційними банками стають перешкодою на шляху їх ефективного обігу та отримання значних коштів державою.

Незважаючи на це за рахунок реалізації облігацій внут­рішньої державної позики у 1995 році держава за станом на 1 грудня 1995 р. отримала 25,9 трлн крб. неемісійних коштів, які були спрямовані на часткове покриття дефіциту держав­ного бюджету. Ціни, за якими купувались державні облігації, на протязі року коливались, і якщо на перших трьох аукціо­нах ці коливання пояснювались, насамперед, відсутністю належного досвіду учасників ринку державних цінних паперів, то в подальшому — темпами інфляції в країні. Так, наприклад, влітку 1995 року, коли інфляція скоротилась до 4—5 відсотків на місяць, середньозважена ціна, за якою ку­пувались державні облігації, була значно вища за їх номінал (100 млн крб.), а саме — 112,6 млн крб. на 4-му аукціоні, 110,8 млн крб. на 6-му і 110 млн крб. на 8-му. Фактична доходність облігацій, придбаних на цих аукціонах, була в межах 70 відсотків річних2.

Підвищення темпів інфляції у вересні та жовтні 1995 року призвело до зниження цін на державні облігації. Так, по­чинаючи з 17-го аукціону, середньозважені ціни були постій­но нижче за номінал. Відповідно зросла доходність цих облі­гацій, яка, наприклад, на останньому, 23-му, аукціоні досягла 101,9 відсотка річних3.

В умовах політичної та економічної нестабільності емітен­тів може зацікавити випуск облігацій на засадах їх погашення через великий строк, що за наших умов є досить ризиковим для інвесторів. Адже ці папери стають привабливими для інвестора лише в тому випадку, коли відсотки по них пере­вищують рівень інфляції. Передбачити інфляційний рівень в Україні, скажімо, на рік уперед, є питанням проблематичним. Ця обставина викликає застійні явища на ринку облігацій України, який можуть оживити тільки активізація реформу­вання економіки країни, її стабілізація, а також зважена мо­нетарна політика уряду та Національного банку.

Подальшим кроком на шляху активізації випуску облігацій в Україні є законодавче закріплення ще одного їх виду — *конвертованих облігацій,* тобто облігацій, які після завершен­ня певного строку обігу конвертуються (обмінюються) на звичайні акції.

Цьому виду облігацій необхідно приділити особливу увагу, і адже досвід інших країн свідчить, що такі цінні папери досить популярні й привабливі для інвесторів. Так, наприклад, у Німеччині Дойчебанк уже давно практикує випуск конверто­ваних облігацій строком на 10 років. У 1994 році випуск конвертованих облігацій здійснили чотири російських комер­ційних банки, а за дев'ять місяців 1995 року в Росії зареєстро­вано п'ять завершених випусків конвертованих облігацій ко­мерційних банків1.

Однією з базових умов досягнення політичної, економічної та соціальної стабільності в державі є здійснення вивіреної бюджетної політики, у тому числі прийняття та додержання бездефіцитного державного бюджету. Країни з розвинутою ринковою економікою як один із засобів для досягнення цієї мети використовують випуск казначейських цінних паперів.

В Україні правові засади існування цього виду цінних паперів встановлені Законом України "Про цінні папери і фондову біржу".

**Казначейськими зобов'язаннями** визнаються цінні папери на пред'явника, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення та засвідчують внесення їх власни­ками грошових коштів до бюджету і дають право на одер­жання фінансового доходу (ст. 15 Закону).

В Україні можуть випускатись такі види казначейських зобов'язань: а) довгострокові — від п'яти до десяти років;

б) середньострокові — від одного року до п'яти років; в) ко­роткострокові — до одного року.

Кошти від реалізації казначейських зобов'язань спрямову­ються на покриття поточних видатків державного бюджету. Виплата доходу по казначейських зобов'язаннях здійснюється відповідно до умов їх випуску. Рішення про випуск довгострокових і середньострокових казначейських зобов'язань приймається Кабінетом Міністрів України.

Рішення про випуск короткострокових казначейських зо­бов'язань приймається Міністерством фінансів України.

У рішенні про випуск казначейських зобов'язань визнача­ються умови їх випуску.

Випуск деяких видів казначейських паперів, як свідчить практика багатьох країн, може сприяти вирівнюванню нерів­номірності податкових надходжень, що набуло значного по­ширення в Україні, і тим самим нейтралізувати причину ка­сової незбалансованості державного бюджету. Казначейство (міністерство фінансів) Великобританії, наприклад, випускає іменні податково-депозитні сертифікати, які можуть бути, за бажанням їх держателів, або в будь-який час повернені назад, або використані при сплаті податків. В останньому випадку за сертифікатами сплачуються підвищені відсотки, завдяки чому стимулюється інтерес платників до попереднього вне­сення податкових платежів і зменшується можливість касо­вих розривів між доходами та витратами бюджету.

Доцільно також звернутися до досвіду США, де практи­кується випуск казначейських паперів декількох класичних видів. Залежно від строку та умов випуску казначейські пінні папери в США випускаються у вигляді казначейських вексе­лів (на 3, 6 і 12 місяців), казначейських нот (на 2, 3, 4, 5, 7 і 10 років) і казначейських облігацій (на 20—30 років).

Неважко зрозуміти, що такий досить широкий асортимент та висока ліквідність казначейських цінних паперів роблять їх дуже привабливими для інвесторів. Це дає можливість Урядові США ефективно здійснювати управління державним бюджетом шляхом оперативного випуску цікавих для фондо­вого ринку інструментів.

Цей досвід заслуговує детального вивчення і може бути використаний для вдосконалення системи казначейських цінних паперів в Україні. Тим більше, що у нас, відповідно до Порядку застосування векселів Державного казначейства, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 27 червня 1996 р. № 6892 вже здійснено перші випуски спеціального виду казначейських цінних паперів — векселів Державного казначейства. *Казначейські векселі* випускаються з вексельними сумами 5000 та 10 000 гривень. Відсотки на вексельну суму не нара­ховуються. Векселедавцем і платником за казначейськими векселями виступає Головне управління Державного казна­чейства. Казначейські векселі видаються на пред'явника, 1 термін платежу за ними не повинен перевищувати одного року.

Казначейські векселі можуть використовуватися їх держа­телями для:

погашення кредиторської заборгованості за згодою відпо­відних кредиторів. Розрахунки казначейськими векселями здійснюються за вексельними сумами;

продажу юридичним особам, які є резидентами відповідно до законодавства України;

застави з метою забезпечення зобов'язань перед резиден­тами відповідно до законодавства про заставу;

зарахування до сплати податків до державного бюджету за бажанням векселедержателя. Воно може бути здійснено у будь-який момент до настання терміну платежу за казна­чейським векселем.

Погашення казначейських векселів здійснюється Головним управлінням Державного казначейства шляхом:

перерахування на рахунок пред'явників казначейських векселів грошових коштів у розмірі відповідних вексельних сум;

зарахування казначейських векселів до сплати їх держате­лями податків до державного бюджету.

Головне управління Державного казначейства щомісяця публікує інформацію про обсяг випуску казначейських вексе­лів, терміни їх погашення, обсяги погашення векселів гро­шовими коштами та шляхом зарахування їх до сплати по­датків до державного бюджету.

Таким чином, в Україні здійснено перші кроки в напрямку розширення переліку видів казначейських цінних паперів, що, безумовно, в подальшому зробить ринок казначейських папе­рів більш активним і ліквідним.

Наступним видом цінних паперів, допущеним до обігу в Україні, є ***ощадний сертифікат.***

Ощадним сертифікатом визнається *письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого стро­ку депозиту і відсотків по ньому* (ст. 18 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу").

Ощадні сертифікати видаються строкові (під певний дого­вірний відсоток на визначений строк) або до запитання, імен­ні та на пред'явника.

Підприємства та громадяни, які бажають придбати ощад­ний сертифікат банку, здійснюють оплату в розмірі номіналь­ної або курсової його вартості.

Початком відліку терміну володіння сертифікатом є дата його продажу покупцеві. За кожні повні, наприклад, 12 (6 або 3) місяців володіння сертифікатом до запитання банк нараховує договірний відсоток від величини номіналу цінного паперу, про що банк може робити позначки на зво­ротній стороні бланку.

В Україні ощадні сертифікати існують, як правило, у папе­ровій формі. Наші сусіди по СНД, наприклад Росія, пішли в цьому напрямку значно далі. У 1992 році Всеросійський Біржевий Банк здійснив випуск таких сертифікатів у вигляді металевих монет, що, у свою чергу, надає їм ще й нуміз­матичної цінності. Зараз цим банком опрацьовуються питан­ня емісії срібних сертифікатів.

На українському ринку цінних паперів ощадні сертифікати донедавна були одними з найбільш ліквідних цінних паперів, адже вони гарантували їх власникам високі і, що головне, стабільні доходи, оскільки вони забезпечуються всім майном банку, який випустив ці папери. Зараз активність комер­ційних банків щодо випуску ощадних сертифікатів значно знизилась.

Національний банк України, у свою чергу, став активніше звертатись до випусків ощадних сертифікатів. Відповідно до Положення про депозитний (ощадний) сертифікат Націо­нального банку України, затвердженого постановою Прав­ління Національного банку України № 203 від 5 грудня 1994 р., ощадний сертифікат Національного банку України е одним із інструментів регулювання обсягів грошової маси в обігу і призначений для розміщення виключно через комер­ційні банки. Випуск таких сертифікатів здійснюється у папе­ровій формі.

Ощадні сертифікати Національного банку України можуть бути строковими або до запитання, іменні та на пред'явника. Умови випуску строкових сертифікатів передбачають повернення власникам сертифікатів суми депозиту та виплату від­сотків по них у вказаний у сертифікаті термін. У разі пред'яв­лення строкового сертифіката для оплати раніше визначеного терміну його власнику сплачується знижений порівняно з вказаним у сертифікаті відсоток. Сума зниження визнача­ється умовами випуску сертифікатів.

Власники ощадних сертифікатів Національного банку України, крім отримання відсотків по них, мають право здійснювати не заборонені чинним законодавством операції з ними на ринку цінних паперів України (переуступка іншим комерційним банкам, продаж або застава при одержанні кре­дитів Національного банку України).

Викуп ощадних сертифікатів Національного банку України здійснюється відповідно до умов їх випуску. Проте Націо­нальний банк залишає за собою право приймати рішення про достроковий викуп своїх ощадних сертифікатів. У цьому ви­падку власники сертифікатів отримують відповідні доплати.

У той час, коли роль ощадних сертифікатів на вітчизняно­му ринку цінних паперів безумовно зменшилась, активність обігу деяких інших паперів значно зросла. Це, в першу чергу, стосується ще одного виду класичного цінного папера — ***векселя.***

Векселем визнається *цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселедержателю)* (ст. 21 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу").

Вексель з'явився в Російській імперії набагато пізніше, ніж він остаточно затвердився в Європі як засіб платежу та доходний цінний папір. Офіційно вексельний обіг у Російській імперії було введено Вексельним статутом 1729 року1.

Вексельний обіг у нашій країні був дуже поширений у період непу, але у зв'язку з відміною в 30-ті роки комерцій­ного кредиту та заміни його прямим банківським кредитом він був зведений нанівець. Однак юридичне векселі зберег­лись, більш того, вони завжди використовувались у зовнішній торгівлі.

Після прийняття Закону України "Про цінні папери і фон­дову біржу" та постанови Верховної Ради України від 17 червня 1992 р. "Про застосування векселів у господарському обороті України" в нашій державі був запроваджений вексельний обіг з використанням простого і переказного векселів відповідно до Женевської конвенції 1930 року.

Кабінет Міністрів України і Національний банк України постановою від 10 вересня 1992 р. № 5281 підтвердили, до затвердження Порядку випуску та обігу векселів, дію в Україні Положення про переказний і простий вексель, яке було затверджене 7 серпня 1937 р. постановою ЦВК та РНК СРСР № 104/1341.

В Україні можуть випускатися та обертатися простий і переказний векселі.

*Простим* визнається вексель, за яким зобов'язання без­умовної сплати вказаної в ньому суми грошей бере на себе особа, яка видала вексель (векселедавець). Простий вексель містить такі реквізити: найменування "вексель", яке включене безпосередньо в текст на мові, якою цей документ складений;

просте і нічим не обумовлене обіцяння сплатити визначену суму; зазначення строку платежу; зазначення місця, де має бути здійснений платіж; найменування того, кому або за на­казом кого платіж повинен бути здійснений; зазначення дати і місця складення векселя; підпис того, хто видає документ (векселедавця).

Простий вексель, строк платежу в якому не вказано, роз­глядається як такий, що підлягає оплаті за пред'явленням. У разі відсутності особливого зазначення місце складення до­кумента вважається місцем платежу і разом з тим місцем проживання векселедавця.

*Переказним* визнається вексель, за яким зобов'язання сплати вказаної в ньому суми, покладається на третю особу, якій векселедавець дає просту і нічим не обумовлену про­позицію сплати цієї суми кредитору (векселедержателю).

Отже, в переказному векселі, як і в простому, міститься абстрактне зобов'язання векселедавця сплатити певну суму векселедержателю. Не можна погодитися з Г.Ф. Шершеневичем щодо того, що це зобов'язання є умовним3, оскільки векселедавець бере на себе зобов'язання оплатити вексель без будь-яких умов. У практичній діяльності функції платників найчастіше виконують банки, де векселедавці зберігають на рахунках свої грошові кошти. Проте, які б правовідносини не об'єднували векселедавця з платником, переказний вексель виключає їх поєднання в одній особі.

Переказний вексель містить такі реквізити: найменування "вексель", яке включене безпосередньо в текст на мові, якою цей документ складений; простий і нічим не обумовлений наказ сплатити визначену суму; найменування того, хто по­винен платити (платника); зазначення строку платежу; зазна­чення місця, де має бути здійснений платіж; найменування того, кому або за наказом кого платіж повинен бути здійс­нений; зазначення дати і місця складення векселя; підпис того, хто видає документ (векселедавця).

Слід мати на увазі, що вексельний обіг ефективний при значному наповненні ринку товарами. Тільки за таких обста­вин продавець починає шукати покупця та створює для нього найбільш вигідні умови. У процесі становлення ринку та під­вищення динамічності нашої економіки вексель знову опи­няється в центрі уваги з цілого ряду причин:

по-перше, він за своєю природою є цінним папером, який дозволяє оперативно вирішувати багато складних господар­ських і фінансових проблем;

по-друге, комерційні банки та підприємницькі структури вже накопичили певний досвід проведення господарських операцій з використанням векселів;

по-третє, вексель розглядається урядом України як один з головних засобів проведення взаємозарахунків боргів під­приємств і виходу з платіжної кризи;

по-четверте, якщо взяти до уваги значну кількість нор­мативних актів, які регулюють порядок випуску та викорис­тання векселів, то можна стверджувати, що в Україні вже створена мінімально необхідна правова база для цього, яка, однак, вимагає дуже детального доопрацювання та доповнен­ня, у тому числі з точки зору її узгодження з чинним за­конодавством.

Першим підтвердженням зростання ролі векселя на фінан­совому ринку України можна вважати прийняття Указу Президента України від 14 вересня 1994 р. № 530/94 "Про випуск в обіг векселів для покриття взаємної заборгованості суб'єктів підприємницької діяльності України"'. Відповідно до цього Указу, з метою створення умов для подолання пла­тіжної кризи, підвищення майнової відповідальності суб'єктів підприємницької діяльності України Національний банк України повинен був забезпечити проведення до 10 жовтня 1994 р. взаємного заліку заборгованості суб'єктів підприєм­ницької діяльності на день підписання Указу. За результа­тами цього заліку необхідно було до 1 листопада 1994 р. оформити прострочену заборгованість (у тому числі заборго­ваність за банківськими кредитами) простими векселями на користь кредиторів з терміном платежу 28 лютого 1995 р.

Передача цих векселів могла здійснюватись векселедержателем шляхом індосаменту іншим суб'єктам підприємницької діяльності України в рахунок погашення заборгованостей та інших зобов'язань у заставу, а також для здійснення інших операцій у відповідності із законодавством України. З настан­ням строку платежу за таким векселем його в установле­ному порядку пред'являють векселедавцю або індосантам до платежу.

Другим кроком у напрямку підвищення ролі векселів стало прийняття у травні 1995 року спільної постанови Кабінету Міністрів України та Національного банку України "Про про­ведення заліку щодо взаємної заборгованості суб'єктів під­приємницької діяльності України та оформлення простроче­ної заборгованості векселями", за якою передбачалось про­вести на беземісійній основі залік взаємної заборгованості суб'єктів підприємницької діяльності всіх форм власності з подальшим оформленням простроченої заборгованості (у то­му числі заборгованості за банківськими позиками) вексе­лями на користь кредиторів. У грудні 1995 року була прий­нята ще одна спільна постанова Кабінету Міністрів і На­ціонального банку України щодо проведення заліку взаємної заборгованості та оформлення її векселями.

З метою подальшого розширення сфери обігу векселів у господарському обороті України Указом Президента України від 26 липня 1995 р. "Про розширення сфери обігу векселів" були зняті обмеження щодо суми зобов'язання за одним век­селем, встановлені Указом Президента України від 2 листо­пада 1993 р. "Про сплату державного мита за вексельні бланки" у розмірі ста мільйонів карбованців, визначення якої було віднесено до компетенції господарюючих суб'єктів. Досить широко використовуються векселі і в зовнішньо­економічних відносинах, зокрема, відповідно до Закону України від 15 вересня 1995 р. "Про операції з давальницькою сировиною у зовнішньоекономічних відносинах".

Необхідно зазначити, що згідно з чинним законодавством України:

використовувати векселі, а також виступати векселедав­цями, акцептантами, індосантами і авалістами можуть тільки юридичні особи — суб'єкти підприємницької діяльності, що визнаються такими відповідно до чинного законодавства;

векселі можуть видаватись лише для оплати за поставлену продукцію, виконані роботи та надані послуги, за винятком векселів Міністерства фінансів, Національного та комерцій­них банків;

вексельний бланк може заповнюватись друкованим та недрукованим способами;

сума платежу за векселем обов'язково вказується цифрами та літерами;

вексель підписують керівник і головний бухгалтер юри­дичної особи та завіряють печаткою.

Для подальшого розвитку ринку векселів в Україні, на нашу думку, доцільно здійснити певні заходи, спрямовані на захист прав векселедержателів, оскільки саме ці суб'єкти век­сельного обігу зараз є найменш захищеними. На сьогодні в Україні не здійснюється будь-яка державна реєстрація випу­щених векселів. Не існує також обмежень щодо випуску векселів одним суб'єктом підприємницької діяльності. Така ситуація може призвести до випуску в обіг нічим не гаран­тованих векселів.

Щоб уникнути такої ситуації, на нашу думку, варто вико­ристати досвід Сполучених Штатів Америки, де ринок векселів не розвивався до початку 80-х років, поки не були зроблені важливі нововведення.

По-перше, запроваджена процедура державної реєстрації певних категорій векселів, яка отримала назву "реєстрація на полиці". Вона передбачає реєстрацію кожного випуску векселів із терміном обігу більше 270 днів Комісією з цінних паперів, яка дозволяє за визначених умов реєструвати безпе­рервні програми випусків векселів один раз. Із запроваджен­ням такого порядку оформлення векселів, що випускаються безперервно, стало для емітента значно простішим. Крім того, в рамках однієї програми випуску "реєстрація на полиці" забезпечує можливість випуску різних видів векселів. По-друге, впроваджена процедура встановлення кредитних рейтингів пропонованих випусків. Емітенти векселів при про­веденні "реєстрації на полиці" звертаються до рейтингового агентства, яке надає відповідний рейтинг новому випуску век­селів на визначену суму. Це дозволяє інвесторам постійно одержувати необхідну інформацію про рейтинг векселів, які вони бажають придбати.

По-третє, здійснені заходи, спрямовані на створення лік­відного вторинного ринку векселів. Ліквідний вторинний ринок, на якому провадиться котирування цін на векселі, має існувати для того, щоб кожний інвестор знав: векселі, якими він володіє, можуть бути продані в будь-який час.

За активізації вексельного обігу на фондовому ринку України явно визначилися прогалини у вітчизняному зако­нодавстві, яке регулює порядок випуску та обігу зазначених цінних паперів. У першу чергу на законодавчому рівні необ­хідна регламентація умов та розмірів оподаткування операцій з векселями, встановлення відповідальності за правопорушен­ня, пов'язані з вексельним обігом, а також обмеження випуску векселів сумою сплаченого статутного фонду, резервного фонду або вартості чистих активів, або процентного співвід­ношення цих величин.

Існує думка щодо введення обов'язкового попереднього де­понування емітентом векселів певних коштів для подальшого погашення (спеціальні вексельні резерви)2. З позиції захисту прав векселедержателів цей спосіб вбачається найбільш надійним.

Таким чином, можна зробити висновок про необхідність проведення в Україні комплексної реформи вексельного за­конодавства, метою якої має стати захист прав векселедержателя, з одного боку, та підвищення відповідальності векселе­давця, з іншого, і яка повинна включати, насамперед:

 прийняття Закону України "Про вексельний обіг в Україні";

внесення змін до Цивільного кодексу України та Закону України "Про банкрутство" щодо порядку задоволення вимог кредиторів за векселями та розгляд питання про виділення таких вимог в окрему чергу;

внесення змін до Арбітражно-процесуального та Цивільно-процесуального кодексів України щодо введення прискореної процедури розгляду позовів по векселях.

Без здійснення вказаних заходів справне функціонування вексельного обігу в Україні вбачається досить проблематич­ним, а існуючі прогалини в законодавстві можуть призвести до значних зловживань, що, у свою чергу, підірве довіру до векселя як цінного папера.

Поряд з класичними видами цінних паперів (акціями, облі­гаціями, векселями та іншими), в Україні одержали нор­мативне закріплення нові, специфічні, види фондових ціннос­тей — приватизаційні папери та інвестиційні сертифікати.

***Приватизаційні папери*** з'явились в Україні після прийняття Верховною Радою пакету законів, спрямованих на врегулювання процесу приватизації державного майна: "Про приватизацію майна державних підприємств", "Про прива­тизацію невеликих державних підприємств (малу привати­зацію)", "Про приватизаційні папери".

Під приватизацією державного майна розуміється відчу­ження майна, що перебуває в загальнодержавній і комуналь­ній власності, на користь фізичних і недержавних юридичних осіб. Для забезпечення повноправної участі громадян України в приватизації законодавством передбачено випуск особли­вого виду державних цінних паперів — приватизаційних папе­рів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду та земельного фонду.

Відповідно до ст. 1 Закону України "Про приватизаційні папери" випускаються приватизаційні папери трьох видів — майнові сертифікати, житлові чеки та земельні бони.

Право на отримання у власність приватизаційних паперів мають усі громадяни України, які постійно проживали або переїхали на постійне проживання в Україну до 1 січня 1992 р.

З метою захисту майнових інтересів рядових громадян передбачено випуск лише іменних приватизаційних паперів. Приватизаційні папери не підлягають вільному обігу, а їх продаж або відчуження іншим способом є недійсним. При­ватизаційні папери не можуть бути використані для здійснення розрахунків або як застава для забезпечення платежів чи кредитів. Дивіденди або відсотки з приватизаційних папе­рів не нараховуються.

Вказані цінні папери можуть бути обмінені на документи, що засвідчують право власності на придбані об'єкти при­ватизації, особисто громадянами або через фінансових по­середників (інвестиційні фонди і компанії та довірчі товариства).

Громадянам України створюється можливість для необме­женого вибору сфер приватизацій, їм надається право за­стосовувати приватизаційні папери одного виду в різних сферах приватизації шляхом забезпечення їх взаємного кон­вертування.

Іменна форма приватизаційних паперів, з одного боку, значно знизила темпи приватизації та формування вітчизня­ного ринку цінних паперів, ускладнила процес реєстрації та перереєстрації прав власності на цінні папери. З іншого боку, вона, певною мірою, мала гарантувати право громадян України на участь у приватизації державної власності.

Незважаючи на це, в 1994—1995 рр. в Україні виник "чор­ний ринок" приватизаційних майнових сертифікатів, де гро­мадяни, які не бажають ставати корпоративними власниками приватизованих підприємств, продають свої сертифікати, причому незалежно від ціни, яку за них пропонують. Отже, порушується чинне законодавство і стихійно формується "тіньовий" фондовий ринок у той час, як організаційно офор­млений ринок перебуває у кризі'.

Оскільки вторинний обіг приватизаційних майнових сертифікатів в Україні неможливий, а також відсутні біржо­вий курс і офіційно визнані механізми позабіржового ціно­утворення, темпи використання населенням сертифікатів від­стали від темпів приватизації в цілому.

На початкових етапах приватизації приватизаційні майнові сертифікати існували лише у формі безготівкових депози­тів — рахунків у відділеннях Ощадного банку України.

Депозитний рахунок відкривався в установі банку тільки за пред'явлення платіжного доручення, виданого органом приватизації або посередницькою організацією для проведен­ня розрахунку за об'єкт приватизації. Президент України Указом від 21 квітня 1994 р. "Про введення в готівковий обіг приватизаційних майнових сертифікатів установив, що пла­тежі за придбані об'єкти приватизації здійснюються з прива­тизаційних депозитних рахунків або, за бажанням громадян України, готівковими приватизаційними майновими серти­фікатами. З 1 січня 1995 р. єдиною формою такого платежу стали готівкові приватизаційні майнові сертифікати, строк видачі яких подовжено до 31 грудня 1997 р. По закінченні цього строку вони будуть вважатись недійсними.

Приватизаційні житлові чеки, відповідно до постанови Ка­бінету Міністрів України від 26 квітня 1993 р. № 305 "Про випуск в обіг приватизаційних житлових чеків", спочатку існували у вигляді приватизаційних депозитних рахунків, які відкривали громадянам України у відділеннях Ощадного банку України. Згідно з Тимчасовим положенням про поря­док використання житлових чеків у вигляді депозитних рахунків для приватизації майна державних підприємств, за­твердженим наказом Фонду державного майна України від 11 травня 1996 р. № 2283, громадяни у відповідності із зако­нодавчими актами України мають право на використання житлових чеків для придбання майна державних підприємств у порядку і на умовах, передбачених для приватизаційних майнових сертифікатів у вигляді депозитних рахунків.

Указом Президента України від 8 серпня 1995 р. № 713 "Про заходи щодо введення у готівковий обіг іменних житло­вих чеків" було зроблено перший крок до випуску житлових чеків у готівковій формі. Іменні житлові чеки у готівковій формі використовуються громадянами України, які мають право на їх одержання, під час приватизації державного житлового фонду. Вони можуть також використовуватись для приватизації частки майна державних підприємств, земельно­го фонду. При цьому приватизаційні майнові сертифікати та приватизаційні житлові чеки використовуються з коефі­цієнтом 1 (1 гривня вартості приватизаційного майнового сертифіката дорівнює 1 гривні вартості житлового чека), вста­новленим постановою Верховної Ради України від 31 січня 1996 р. "Про затвердження коефіцієнта конверсії приватиза­ційних майнових сертифікатів і житлових чеків". Незважаючи на нерівномірні темпи сертифікатна прива­тизація в Україні прямує до завершення. Надалі приватиза­ційний процес відбуватиметься із залученням коштів грома­дян, отже інвестиційні потоки в приватизовані об'єкти спря­мовуватимуться через інститути та інфраструктуру фондово­го ринку.

Особливістю української моделі приватизації, яка може негативно позначитися на становленні фондового ринку, є функціонування фінансових посередників тільки як інституційних інвесторів, а не як брокерів. Комісійна торгівля, яка у більшості країн має назву брокерської діяльності, всіляко підтримується органами державного регулювання національ­них фондових ринків, у той час, як операції посередників за власний рахунок (так звана дилерська діяльність) дещо стри­муються як такі, що збільшують ризики. В Україні спосте­рігається щодо цього диспропорція, яку необхідно щонай­скоріше подолати з метою досягнення хоча б відносної рівно­ваги ринку. Комісійні операції мають стати престижними та вигідними, інакше інтереси дрібного інвестора захистити буде майже неможливо.

Ще одним видом нових фондових інструментів, що з'яви­лися на українському ринку цінних паперів лише у 1994 році, **є *інвестиційні сертифікати.***

Інвестиційним сертифікатом визнається *цінний папір, який випускається інвестиційним фондом або інвестиційною ком­панією і дає його власникові право на отримання доходу у вигляді дивідендів.*

Правовий статус інвестиційних сертифікатів нормативне закріплений у Положенні про інвестиційні фонди та інвес­тиційні компанії, затвердженому Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії".

Інвестиційні сертифікати можуть бути іменними та на пред'явника. Випускаються вони з метою залучення коштів інвесторів для здійснення спільного інвестування і не дають їх власникові права участі в управлінні юридичною особою, що випустила їх.

Якщо емітентом інвестиційних сертифікатів є акціонерне товариство (інвестиційна компанія може бути створена також у формі товариства з обмеженою відповідальністю), то номі­нальна вартість одного сертифіката має дорівнювати номінальній вартості однієї акції, що належить засновникам цього акціонерного товариства.

Щоб випустити інвестиційні сертифікати, емітент повинен укласти договір з інвестиційним керуючим, аудитором або аудиторською фірмою, а також депозитний договір з депо­зитарієм, провести реєстрацію випуску інвестиційних серти­фікатів згідно з Тимчасовим порядком випуску інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду та інвестиційної компанії, затвердженим наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29 листопада 1996 р. № 297, а також опублікувати інвестиційну декларацію та інформацію про ви­пуск інвестиційних сертифікатів.

Інвестиційні фонди мають право здійснювати загальну емі­сію інвестиційних сертифікатів на суму, розмір якої не пови­нен перевищувати 15-кратного розміру їх статутних фондів.

Інвестиційні фонди поділяються на відкриті і закриті.

*Відкриті* фонди створюються на невизначений строк і здійснюють викуп своїх інвестиційних сертифікатів у строки, встановлені інвестиційною декларацією інвестиційного

фонду.

*Закриті* фонди створюються на визначений строк і здійс­нюють розрахунки щодо інвестиційних сертифікатів після закінчення строку діяльності інвестиційного фонду.

Інвестиційні сертифікати закритих фондів можуть обмі­нюватись на приватизаційні папери, якщо ці фонди отримали у встановленому Фондом державного майна України порядку дозвіл на комерційну діяльність з приватизаційними папе­рами. Такі фонди мають право здійснювати додаткову емісію інвестиційних сертифікатів у 50-кратному розмірі обсягу прийнятих для розміщення приватизаційних паперів у поряд­ку, який затверджується Фондом державного майна України та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Механізм та особливості випуску інвестиційних сертифіка­тів різними видами інвестиційних фондів та взаємного фонду інвестиційної компанії буде більш детально розглянутий далі при аналізі діяльності цих суб'єктів ринку цінних паперів України.

Доходність по інвестиційних сертифікатах, випущених в Україні, може коливатися в дуже широких межах залежно від прибутку, одержаного їх емітентами від інвестування за­лучених коштів у цінні папери інших емітентів, а також придбання нерухомого майна, часток і паїв, що належать дер­жаві в майні господарських товариств, у процесі приватизації. Загалом, активність вітчизняного ринку інвестиційних сертифікатів безпосередньо залежить від активності процесів приватизацій в Україні і пропозиції для продажу приваб­ливих цінних паперів новостворених емітентів.

Інвестиційні сертифікати вже зайняли досить важливе місце на нашому фондовому ринку, і серед них часто зустрі­чаються папери, які заслуговують на увагу інвесторів та інших учасників ринку цінних паперів. Наприклад, досить привабливий тип інвестиційних сертифікатів, які розповсюд­жувались за вільно конвертовану валюту, випустив інвести­ційний фонд "Ініс-інвест". У поєднанні з добре організованою і продуманою рекламою та високими дивідендами (40 від­сотків річних) забезпеченість цих паперів нерухомістю (сертифікати номінальною вартістю $170 забезпечені одним квадратним метром нерухомості) зробила їх свого часу одними з найбільш ліквідних на позабіржовому ринку цінних паперів.

Необхідно зазначити, що незважаючи на досить велике поширення й активний обіг, правовий статус інвестиційних сертифікатів в" Україні визначений не досить чітко. Так, Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" не відносить інвестиційний сертифікат до виду цінних паперів, що можуть випускатись і обертатись в Україні. Правове рег­ламентування обігу інвестиційних сертифікатів на рівні Указу Президента України багато науковців і практиків вва­жають недостатнім.

Щоб уникнути вказаного протиріччя, необхідно шляхом внесення змін до Закону України "Про цінні папери і фон­дову біржу" закріпити за інвестиційним сертифікатом статус пінного папера.

Доцільно також розширити перелік видів цінних паперів, визначений цим Законом, ще одним цінним папером — чеком, яким має визнаватись цінний папір, що містить нічим не обумовлене розпорядження чекодавця банку здійснити спла­ту вказаної в чеку суми чекодержателю.

Чеки можуть бути на пред'явника і ордерними.

Право, засвідчене чеком на пред'явника, передається шля­хом звичайного вручення папера новому держателю. Передача права за ордерним чеком відбувається шляхом виконання безпосередньо на чеку або на приєднаному до нього листку передавального надпису.

Окрім розглянутих вище видів цінних паперів, існують ***інструменти фондового ринку,*** які поєднують у собі еле­менти декількох видів цінних паперів або являють собою настільки специфічні документи, що їх неможливо віднести до тієї чи іншої категорії. Такі інструменти одержали назву *похідних* або спеціальних.

До спеціальних (похідних) фондових інструментів ринку цінних паперів належать опціони, варранти, ф'ючерси та інші.

Важливе місце на ринку похідних фондових інструментів займають ***опціони*** (опціонні угоди).

Опціон являє собою договір, у відповідності з яким один із його учасників набуває право купівлі або продажу будь-якого товару за фіксованою ціною протягом певного періоду часу, а інший учасник за грошову премію зобов'язується забезпечити у разі необхідності реалізацію цього права, тобто бути готовим продати або купити цінні папери за обумовленою договором ціною.

Опціонні угоди можуть бути укладені з приводу будь-якого товару. На ринку цінних паперів опціони пов'язані з торгів­лею різними видами цінних паперів.

Опціон може бути двох типів: опціон покупця та опціон продавця. *Опціон покупця* являє собою контракт, який дає його власнику право придбати певні цінні папери протягом визначеного часу за фіксованою ціною. *Опціон продавця* дає право продажу цінних паперів протягом визначеного часу за фіксованою ціною.

Особа, яка отримала право і має прийняти рішення, є по­купцем опціону, оскільки вона повинна сплачувати за це право. Особа, яка продала право покупцю і таким чином має прореагувати на рішення покупця, є підписником опціону.

***Варант*** являє собою *сертифікат, який дає право його власникові купити один цінний папір за фіксованою ціною у визначений термін.* Варанти випускаються в обіг не самостій­но, а як складова частина інших цінних паперів для того, щоб зробити їх більш привабливими.

Після випуску цінного папера з варантом останній, як правило, відокремлюється від цього папера і починає обер­татися самостійно. При цьому вартість цього папера змен­шується на величину вартості варанта. Умовами випуску може бути передбачена можливість або негайного відокрем­лення варанта від цінного папера одразу після його первин­ного розміщення, або можливість такої операції через певний час. Деякі варанти не можуть бути відокремлені від паперів, разом з якими вони випущені. Такі варанти не мають власної ринкової вартості.

Ціна, за якою варант може бути обмінений на новий цін­ний папір, називається ціною виконання варанта. Як правило, в момент випуску варанта ринкова вартість цінного папера, в який він може бути обернений, є вищою за ціну виконання варанта. **Ф'ючерс** — *це* різновид термінових угод на купівлю або продаж стандартної кількості визначених цінних паперів у зазначений день та за визначеною ціною.

Завдяки тому, що ф'ючерсні угоди стандартизовані (вони передбачають стандартизацію базового активу та строків виконання)1, продавці та покупці можуть передавати один одному свої зобов'язання щодо поставки чи купівлі певних цінних паперів, на яких базується угода.

Для гарантування виконання ф'ючерсних угод продавці та покупці заздалегідь депонують певну суму грошей у третьої нейтральної сторони (розрахункової палати), яка гарантує дотримання кожною стороною своїх зобов'язань за угодою. На відміну від опціону, розрахунок після закінчення ф'ючерсної угоди є обов'язковим. При цьому покупець (продавець) ф'ючерсної угоди на цінні папери має право на відмову від її виконання виключно за наявності згоди іншої сторони.

До похідних (спеціальних) фондових інструментів необ­хідно віднести також такі документи, як *коносамент* і *склад­ське свідоцтво.*

На сьогодні законодавство України не передбачає обігу похідних фондових інструментів на вітчизняному ринку цін­них паперів, що відчутно гальмує розвиток ринку в цілому. Ці питання потребують оперативного законодавчого вирішен­ня. Зокрема, в новій редакції Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" необхідно дати визначення понять похідних фондових інструментів і регламентувати особливос­ті їх випуску та обігу.

# П СУБ'ЄКТИ ПРАВОВІДНОСИН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**1. Правовий статус емітентів цінних паперів**

Відповідно до ст. 2 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" ***емітентом цінних паперів*** визнається *юридична особа, яка від свого імені випускає цінні папери та приймає на себе виконання обов'язків, визначених умовами їх випуску.*

Емітентами цінних паперів в Україні виступають держава, органи місцевого самоврядування та юридичні особи. Юри­дичними особами (емітентами), які здійснюють випуск цін­них паперів в Україні, є державні підприємства, що пере­творюються на акціонерні товариства, а також діючі та ново­створювані суб'єкти підприємницької діяльності.

Емітенти цінних паперів є споживачами інвестиційного ка­піталу, який вони одержують шляхом випуску цінних папе­рів. Споживачами капіталу можуть бути й окремі громадяни (фізичні особи), яким він може знадобитися, наприклад, для житлового будівництва або придбання коштовних товарів. Звичайно фізичні особи одержують капітал шляхом позик (особисті позики, позики під заставу майна та ін.). Врахову­ючи, що громадяни, відповідно до законодавства України, не є емітентами, далі мова про них у цій ролі не йтиме.

Серед цінних паперів у першу чергу виділяють ті, емі­тентом яких є держава. По-перше, тому, що історично — це перший вид фондових цінностей. По-друге, держава вва­жається найбільш крупним та надійним емітентом.

У країнах з розвинутою ринковою економікою та цивілі­зованим ринком цінних паперів держава є одним з най активніших емітентів цінних паперів. В Україні донедавна держава не виявляла значної активності на ринку цінних паперів як емітент. Однак розвиток ринкових відносин зму­сив її активізувати свою діяльність у цій галузі економіки.

Державні цінні папери можуть випускатися центральним урядом, органами влади на місцях, окремими, відносно неза­лежними, державними установами, а також організаціями, які користуються державною підтримкою. Тому окремі цінні папери, випущені приватними юридичними особами, можуть мати, певною мірою, характер державних паперів, якщо дер­жава гарантує доходність по них.

Саме державні цінні папери можуть стати основою для формування розвинутого вітчизняного фондового ринку в разі їх розміщення на умовах, що визначаються ринковою кон'юнктурою.

Загальна господарська та політична нестабільність обов'яз­ково спричинить значне коливання курсу державних цінних паперів. Це зробить їх одним із найпривабливіших товарів для фондової біржі.

Держава, як правило, випускає цінні папери з метою залу­чення коштів для:

фінансування поточного бюджетного дефіциту;

погашення раніше розміщених позик;

забезпечення касового виконання державного бюджету;

вирівнювання нерівномірності надходження податкових платежів;

забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами;

фінансування цільових програм, які здійснюються місце­вими органами влади;

підтримки соціальне важливих установ та організацій.

Випуск цінних паперів є більш ефективним методом фінансування бюджетного дефіциту порівняно з практикою позики грошей в Національному банку та залучення коштів від емісії грошей. Дійсно, використання кредитних ресурсів Національного банку значно зменшує його можливості регу­лювання позикового ринку, і тому в усіх країнах з ринковою економікою встановлені значні обмеження на доступ уряду до цих ресурсів. Покриття дефіциту бюджету через емісію грошей призводить до надходження в обіг не забезпечених реальними активами платіжних засобів і обумовлює інфляцію та розлад грошового обігу. Уряд України, наприклад, у 1996 році за рахунок випуску внутрішніх державних позик планував профінансувати дефіцит державного бюджету в розмірі 150 трлн крб., тобто на 32,5 відсотка.

На ринку цінних паперів України функції випуску дер­жавних цінних паперів виконує Міністерство фінансів, а Національний банк виступає в ролі генерального агента з їх реалізації.

Перший в Україні аукціон по розміщенню облігацій внут­рішньої державної позики (ОВДП), випущених відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 23 серпня 1994 р. "Про випуск облігацій внутрішньої державної позики 1995 року - відбувся у березні 1995 року. Вже 10 червня 1995 р. Кабінет Міністрів України прийняв постанову "Про другий випуск облігацій внутрішньої державної позики 1995 року"3, відповідно до якої передбачалось здійснити ви­пуск державних облігацій загальним обсягом 25 трлн крб., що становило 7,54 відсотка від дефіциту державного бюджету.

Первинне розміщення ОВДП відбувалось на щотижневих аукціонах, в яких брали участь виключно банки. Як показав час, ОВДП приносять стабільний прибуток. Інвесторів при­ваблює їх висока надійність та можливість (для банків) вико­ристання державних облігацій у складі обов'язкових резервів.

На сьогодні ринок державних цінних паперів перетворився на найбільш активний сектор ринку цінних паперів України. Стали більш різноманітними й цінні папери, що емітуються державою. Так, наприклад, відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1996 р. № 469 "Про випуск безвідсоткових (дисконтних) облігацій внутрішньої держав­ної позики 1996 року", з 6 травня 1996 р. були випущені дисконтні облігації внутрішньої державної позики з терміном погашення 28, 63, 91, 182, 273 дні та один рік.

Окремо варто зупинитись на питанні випуску державних цінних паперів зовнішньої позики, позаяк воно належно не врегульоване чинним законодавством України, незважаючи на те, що в цьому напрямку велась і ведеться досить ціле­спрямована робота.

Першою спробою нормативного врегулювання випуску облігацій зовнішньої позики став Указ Президента України від 7 квітня 1994 р. "Про державні товарні облігації мате­ріальних ресурсів України", яким було затверджене відпо­відне Положення. Цей Указ врегульовував порядок випуску державних товарних облігацій, які передбачалось розміщу­вати на іноземних фінансових ринках, однак випуску зазна­чених в Указі облігацій здійснено не було.

На сьогодні існують цінні папери (облігації) державної зовнішньої позики України 1995 року, випущені Міністер­ством фінансів України з метою проведення реструктуризації заборгованості України російському акціонерному товариству "Газпром" за поставку природного газу відповідно до Указу Президента України від 5 жовтня 1995 р. № 912/95 "Про випуск облігацій зовнішньої позики України 1995 року". Облігації цієї позики випущені на пред'явника і можуть віль­но обертатися на території України та за її межами. За на­стання строків їх погашення вони викуповуються Мініс­терством фінансів України, яке є фінансовим агентом уряду України.

Порядок формування та погашення зовнішнього боргу України передбачається врегулювати окремими законами України, які зараз опрацьовуються.

Особливо слід підкреслити, що, відповідно до ст. 92 Кон­ституції України, порядок утворення і погашення державного внутрішнього і зовнішнього боргу, а також порядок випуску та обігу державних цінних паперів, їх види і типи встанов­люються виключно законами України. Таким чином, визна­чення правового поля подальших випусків державних цінних паперів зовнішньої позики України можливе лише шляхом прийняття нових або внесення змін та доповнень до чинних законодавчих актів. Емісію цінних паперів, крім центральних органів, можуть здійснювати також і *місцеві органи влади.* Необхідність у цьому виникає тоді, коли витрати місцевих органів переви­щують їх доходи або коли починається здійснення великого інвестиційного проекту.

Місцеві органи влади як споживачі капіталу стоять на дру­гому місці після центрального уряду. На сьогодні муніци­пальні облігації випущені в Києві, Дніпропетровську, Хар­кові, Львові, Авдіївці та інших містах України. Умови роз­міщення цих облігацій є досить різноманітними.

Так, облігації внутрішньої місцевої позики Київської міської ради народних депутатів (ОВМП) випущені в обіг у безготівковій електронній формі зі строком обігу три—вісім місяців у серпні 1995 року. Розміщення проводилось зі скид­кою до номіналу (дисконтом). Первинне розміщення відбу­лось на Українській фондовій біржі.

У вересні 1995 року міська Рада м. Авдіївки здійснила емісію облігацій першої місцевої позики. Термін обігу облігацій був визначений у два місяці, а ставка доходу по них - 80% річних.

Вартість цінних паперів, випущених місцевими органами влади (муніципальних цінних паперів), визначається плато­спроможністю їх емітента та ринком.

Платоспроможність місцевих органів влади, тобто спро­можність виплачувати проценти, а також додержуватись тер­мінів виплати самого боргу, залежить від багатьох факторів. Б. І. Альохін, наприклад, виокремив такі з них:

а) борг місцевих органів у розрахунку на душу населення. Чим він менший, тим привабливішими є цінні папери цього емітента;

б) розмір надходжень з центрального бюджету;

в) матеріальне багатство місцевості, на яку поширюється юрисдикція цього органу влади (забезпеченість природними ресурсами, рівень індустріалізації, обсяги сільськогосподарсь­кого виробництва тощо)".

Досвід інших країн, зокрема Росії, свідчить, що привабли­вість муніципальних цінних паперів може бути значно збіль­шена такими способами:

їх погашенням частками у статутних фондах підприємств, що приватизуються (така модель використовувалась при випуску муніципальних цінних паперів у Новосибірську, Курську, Москві);

їх використанням як засобу платежу, в тому числі при сплаті податку на прибуток, що спрямовується до місцевого бюджету (Нижній Новгород);

можливістю їх обміну на акції приватизованих підпри­ємств, часткою в статутному фонді яких володіє орган, що управляє муніципальною власністю (Москва);

можливістю їх використання для розрахунків з кредиторами;

можливістю їх використання як застави для одержання кредитів тощо.

Поряд з державою та муніципальними органами влади як емітенти на ринку цінних паперів важливе місце посідають різноманітні *суб'єкти підприємницької діяльності — юридичні особи,* які залежно від форми власності можуть бути дер­жавними або приватними (можлива також і змішана форма власності). Щ емітенти здійснюють емісію цінних паперів для розширення виробництва або проведення іншої комерційної діяльності шляхом випуску боргових зобов'язань (облігацій) або акцій. З цією метою можуть випускатись також ощадні сертифікати (банками) та векселі.

Досить активно пропонуються на українському фондовому ринку цінні папери та їх похідні, випущені російськими емі­тентами. В основному йде торгівля нафтовими контрактами та акціями підприємств, що зв'язані з паливно-енергетичним комплексом. Проте вітчизняним інвесторам необхідно мати на увазі, що придбання облігацій, акцій, інших цінних папе­рів, випущених будь-якими емітентами іноземних держав, деномінованих в іноземних валютах, класифікується Націо­нальним банком України як українські інвестиції в економіку інших країн, що, у свою чергу, вимагає одержання індивіду­альних ліцензій Національного банку України.

Емітент цінних паперів зобов'язаний не рідше одного разу на рік інформувати громадськість про своє господарсько-фінансове становище та результати діяльності шляхом опублікування річного звіту.

Річний звіт публікується не пізніш, як через дев'ять місяців року, наступного за звітним, і надсилається держателям імен­них акцій та ДКЦПФР.

У річному звіті мають міститись такі дані про емітента:

а) інформація про результати господарювання за поперед­ній рік;

б) підтверджені аудитором (аудиторською фірмою) річний баланс та довідка про фінансовий стан;

в) основні відомості про додатково випущені цінні папери;

г) обґрунтування змін у персональному складі службових осіб. З метою більш точного визначення курсової вартості цін­них паперів, випущених емітентом, законодавство України вимагає від нього протягом двох днів надіслати фондовій біржі і реєструючому органу, а також опублікувати в офіцій­ній газеті фондової біржі інформацію про зміни, що відбулися в його господарській діяльності, а саме:

а) зміни прав на цінні папери;

б) зміни у персональному складі службових осіб;

в) арешт банківських рахунків емітента;

г) початок дій щодо санації (здійснення комплексу заходів, спрямованих на оздоровлення фінансового стану емітента);

д) реорганізації, зупинення або припинення діяльності емітента;

е) знищення не менш ніж 10 відсотків майна емітента внаслідок надзвичайних обставин;

 є) пред'явлення позову до емітента в розмірі, що перевищує 10 відсотків статутного фонду або суми вартості |. основних і оборотних коштів емітента;

 ж) одержання кредиту або емісію цінних паперів у розмірі, що перевищує 50 відсотків статутного фонду або вартості основних та оборотних коштів емітента.

Емітент у зв'язку з опублікуванням недостовірних відо­мостей про нього, які можуть вплинути на вартість цін­них паперів або розмір доходу по них, зобов'язаний протягом | двох робочих днів ужити заходів щодо виправлення цих

відомостей.

ДКЦПФР встановлює перелік, терміни подання, а також форму подання їй емітентами документів, що містять інформацію про них.

Так, відповідно до Тимчасового положення про надання регулярної та особливої інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій, за­твердженого наказом ДКЦПФР від 23 грудня 1996 р. № 330, емітенти, у яких сумарна номінальна вартість кожного виду випущених цінних паперів більше, ніж 500 000 неоподатко­вуваних мінімумів доходів громадян, встановлених на дату реєстрації останнього випуску, повинні подавати у цент­ральний апарат ДКЦПФР річний та піврічний звіти згідно з вимогами, встановленими вказаним положенням.

Крім того, такі емітенти цінних паперів зобов'язані двічі на рік (за підсумками діяльності за рік та за півроку, від­повідно) публікувати у друкованих засобах масової інфор­мації, які мають тираж не менше 10 000 примірників, ін­формацію щодо діяльності емітента та відповідні пояснення до неї.

Емітенти, у яких сумарна номінальна вартість кожного виду випущених цінних паперів не більше 500 000 неоподат­ковуваних мінімумів доходів громадян, встановлених на дату реєстрації останнього випуску, повинні подавати у терито­ріальні відділення лише річний звіт. Вони також зобов'язані не рідше одного разу на рік публікувати у друкованих засобах масової інформації, які мають тираж не менше 10 000 при­мірників, інформацію щодо діяльності емітента та відповідні пояснення до неї.

Примірник друкованого органу з інформацією, що була опублікована емітентом, подається до ДКЦПФР разом з від­повідним звітом.

Емітент несе відповідальність за неподання, несвоєчасне подання або подання завідомо недостовірної інформації згід­но з Законом України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні".

Відповідно до ст. 11 цього Закону, за неподання, несвоє­часне подання або подання завідомо недостовірної інформації, ДКЦПФР може накласти на емітента цінних паперів штраф у розмірі до 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

 **Правовий статус інвесторів на ринку цінних паперів в Україні**

Особливе місце серед учасників ринку цінних паперів посі­дають ***інвестори***, тобто *суб'єкти інвестиційної діяльності, що прийняли рішення про вкладення власних, позикових і залучених грошових, майнових та інтелектуальних цінностей.*

Саме інвестори акумулюють капітал, який у процесі їх інвестиційної діяльності дає поштовх і є основою для існу­вання ринку цінних паперів у цілому.

В юридичній та економічній літературі поширені такі по­няття, як "інвестиції", "інвестиційний цикл", "інвестиційний процес", "інвестиційний комплекс", "інвестиційне виробни­цтво" та ін. Термін "інвестиції", який дав початок наведеним поняттям, раніше у вітчизняній літературі використовувався, як правило, у значенні "капітальні вкладення"2.

З прийняттям Закону України "Про інвестиційну діяль­ність3 поняття "інвестиції" одержало своє законодавче за­кріплення. Відповідно до ст. 1 цього Закону *інвестиціями* визнаються всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та іншої діяль­ності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. Такими цінностями можуть бути: грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме та нерухоме майно (будівлі, спо­руди, обладнання та інші матеріальні цінності); майнові права, що випливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, які оформлені у вигляді техніч­ної документації, навиків та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але не за­патентованих ("ноу-хау"); права на користування землею, во­дою, ресурсами, будівлями, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права та цінності.

Здійснюючи інвестиції, інвестор завжди має перед собою певну мету, якої він розраховує досягти шляхом інвестування.

Основними інвестиційними цілями, як правило, є:

забезпечення, по можливості, найбільш надійного захисту збережень від обезцінення;

одержання високого поточного доходу;

бажання вигідно розмістити кошти з розрахунком на пер­спективу;

у короткий термін одержати максимальний приріст вкла­дених коштів;

намір забезпечити одночасне досягнення вказаних цілей у різних комбінаціях з неоднаковими пріоритетами, що нада­ються кожній з них.

Мотиви, які обумовлюють бажання інвестора досягти пев­них інвестиційних цілей, різноманітні і залежать від багатьох індивідуальних обставин. Незважаючи на це, є можливість прослідкувати певні закономірності з урахуванням вікових особливостей інвестора, особливостей його темпераменту, ма­теріального стану, соціального статусу та ряду інших факто­рів. Так, наприклад, у молодому віці можна прослідкувати бажання швидко розбагатіти та одержати максимальний при­ріст на вкладений капітал. Багато людей середніх років бу­дують свої інвестиційні плани на довгу перспективу, а особи похилого віку, як правило, прагнуть обмежитися стабільним поточним доходом.

У свою чергу, результати інвестування прямо пов'язані із ступенем їх ризикованості. Спектр ризиків, які інвестор вва­жав би можливим для себе понести в процесі інвестиційної діяльності, є дуже широким. Основні ризики при інвестуванні пов'язані з можливістю:

повної втрати всіх вкладених коштів;

 втрати певної частини збережень;

обезцінення вкладених у цінні папери коштів при збере­женні номінальної вартості паперів;

невиплати повністю або частково доходу по придбаних цінних паперах, який очікувався;

затримки в одержанні доходів.

Ряд досліджень, що протягом останніх років були прове­дені на Заході, засвідчили, що бажання людей ризикувати визначається трьома основними факторами: особливостями їх характеру, віком і матеріальним становищем.

Скептично настроєні, обережні люди, які бажають уник­нути нервових потрясінь, як правило, не хочуть ризикувати, у той час як особи з холеричним темпераментом часто йдуть на сумнівні, з точки зору надійності, заходи. Меншою схиль­ністю до ризиків характеризуються особи похилого віку, а молоді набагато частіше згодні здійснювати ризикові операції. Таким чином, не завжди високий ризик є перешкодою для інвесторів.

Для здійснення інвестиційної діяльності необхідно мати предмет інвестування, тобто певні активи, які згідно з зако­нодавством України можуть бути інвестовані.

Всі активи інвестора, які він може використати в інвести­ційній діяльності, з точки зору їх ліквідності можна розпо­ділити на три групи:

перша група — це поточні активи, до яких належать акти­ви, що знаходяться у високоліквідній формі. До їх числа входять: готівкові грошові кошти, а також кошти на поточних і депозитних банківських рахунках;

друга група — фінансові активи, до складу яких входять належні інвестору на праві власності цінні папери та інші інструменти фондового ринку, кошти, вкладені у страхові поліси, частки у статутних фондах некорпорованих під­приємств тощо;

третя група — майнові активи, які охоплюють різні види рухомого та нерухомого майна, що належить інвестору на праві власності, а також майнові права.

Інвестори на ринку цінних паперів з метою зниження ризикованості інвестицій та збільшення доходу від них, як правило, вкладають свої кошти одночасно в декілька видів цінних паперів. Тобто, загальною особливістю діяльності всіх інвесторів на фондовому ринку є формування ними власного портфеля цінних паперів (інвестиційного портфеля), який являє собою сукупність фондових інструментів різних видів, з різними умовами випуску, підібраних з метою одержання найвищого доходу за найнижчого ризику.

На аналізі особливостей формування інвестиційного порт­феля в умовах українського ринку цінних паперів доцільно зупинитись більш детально.

Одним із доволі складних питань при формуванні інвести­ційного портфеля є вибір серед великої кількості цінних папе­рів, що є в обігу на фондовому ринку України, найбільш привабливих для вкладення капіталу. Вирішення цього питання ускладнюється тим, що за наших умов досить важко використати методику формування інвестиційного портфеля, яка впроваджена в країнах з розвинутою економікою. Це пояснюється, по-перше, малим часом існування фондового ринку в Україні і, як наслідок, недостатнім розвитком його інфраструктури та, по-друге, недоступністю вичерпної інфор­мації про діяльність більшості емітентів. Тому при виборі фондових інструментів для наповнення інвестиційного портфеля учасники вітчизняного ринку цінних паперів, як пра­вило, використовують три основні критерії — ліквідність, доходність і ступінь ризику.

Під *ліквідністю цінного папера* розуміється його власти­вість бути легко оберненим у грошові кошти. На жаль, проб­лема ліквідності, а точніше, повна відсутність останньої для переважної частини цінних паперів, що пропонуються на на­шому фондовому ринку, є дуже гострою. Головною причиною такого стану ми вважаємо недостатній розвиток, а якщо точ­ніше, практичну відсутність активного вторинного ринку. В умовах, що склались, ліквідність цінних паперів забезпе­чується переважно самим емітентом або торговцями цінними паперами, які діють на підставі договору з емітентом.

Останнім часом серед спеціалістів поширилась думка, що така ліквідність, певною мірою, є штучною, адже вона базується не на ринкових засадах і містить у собі потенційну небезпеку для власників цінних паперів, оскільки емітент або торговець у будь-який час може припинити її під­тримувати.

*Доходність* цінних паперів характеризує їх здатність приносити доход у вигляді дивідендів, відсотків і росту кур­сової вартості. Теоретично оцінка доходності цінного папера, в першу чергу, величини можливого прибутку, може бути зроблена на основі аналізу фінансового стану, поточного прибутку емітента, перспективності галузі, в якій він працює, динаміки зміни доходності цих паперів за останній час. Проте я*к* провести такий аналіз у сучасних умовах досить важко, оскільки більшість вітчизняних емітентів не вважають за по­трібне розголошувати інформацію про свій фінансовий стан, напрямки використання фінансових активів тощо. Більше того, ще донедавна в Україні та інших країнах СНД була широко розповсюджена практика попереднього, ще на етапі розміщення акцій, зазначення майбутніх дивідендів, що, в кращому випадку, є некоректним, оскільки вказаний деякими акціонерними товариствами попередній дивіденд під час фор­мування інвестиційного портфеля слід розглядати лише як довідковий. Зараз, відповідно до ст. 23 Закону України від З липня 1996 р. "Про рекламу"1 у рекламі цінних паперів за­бороняється повідомляти розміри очікуваних дивідендів, а також інформацію про майбутні прибутки, крім фактично виплачених за підсумками не менш як одного року.

Розглянемо особливості формування на нашому ринку ще одного джерела доходів по цінних паперах — росту курсової вартості. Теоретично, курсова вартість цінного папера повинна складатись на вторинному ринку, залежно від балан­су попиту і пропозиції на них. На фондовому ринку України внаслідок відсутності розвинутого вторинного ринку, як вже було сказано вище, котировка, тобто визначення курсу цін­ного папера, здійснюється торговцями цінними паперами, або ж самим емітентом. У зв'язку з цим дуже часто курсова вартість, а точніше — її швидкий ріст на певному етапі, обу­мовлена не успішною господарською діяльністю емітента і, як наслідок, високим інтересом до його цінних паперів, а бажанням емітента або торговця цінними паперами за допо­могою штучно викликаного росту курсової вартості стимулю­вати інтерес потенційних покупців до конкретних паперів.

Досить важливим для професійного формування ін­вестиційного портфеля є ще один показник — *ступінь ризику.* Якщо рівнятися на західні стандарти оцінки якості цінних паперів, то через недоступність до об'єктивної інформації про господарську діяльність емітентів, а також бажання переваж­ної кількості вітчизняних емітентів вкладати кошти у високодохідні, пов'язані із значним ризиком проекти, більша частина цінних паперів на фондовому ринку України має бути віднесена до категорії високо ризикових. Існує декілька методів боротьби з ризиками, зокрема диверсифікація ризиків, хеджирування, перенесення збитків на іншу особу, розподіл ризику між великою кількістю осіб, використання спеціальних механізмів торгівлі цінними папе­рами та виконання угод. На розвинутих ринках цінних па­перів використовуються всі перелічені механізми управління ризиками, кожний — в конкретних умовах2.

При складанні інвестиційного портфеля, оцінюючи цінні папери за критерієм ризику, в першу чергу необхідно врахо­вувати солідність та величину емітента, ступінь відкритості та доступу до інформації про його господарську діяльність, виконання ним зобов'язань за попередніми випусками цінних паперів, а також час, протягом якого він працює на фондо­вому ринку.

Законодавством України з метою захисту прав інвесторів встановлені певні обмеження для деяких учасників ринку цінних паперів, спрямовані на примусову диверсифікацію ризиків.

Так, наприклад, відповідно до п. 17 Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, інвестиційному фонду не дозволяється мати у своїх активах більш ніж 10 від­сотків цінних паперів одного емітента та інвестувати понад 5 відсотків своїх активів у цінні папери одного емітента, крім інвестування в облігації внутрішніх державних позик, казна­чейські зобов'язання держави та інші цінні папери, одержання доходів за якими гарантовано Урядом України. Якщо цінні папери придбаються за приватизаційні папери, то інвести­ційні фонди та інвестиційні компанії мають право тримати у своїх активах до 25 відсотків цінних паперів одного емітента.

У ролі інвесторів на вітчизняному ринку цінних паперів можуть виступати:

держава;

фізичні особи — громадяни України, іноземні громадяни та особи без громадянства;

юридичні особи України та інших держав. Держава здійснює функції інвестора на ринку цінних паперів через свої органи виконавчої влади. При цьому треба зазначити, що держава, яка практично завжди діє в умовах гострого дефіциту бюджету, дуже рідко вдається до інвести­ційної діяльності. Це робиться, як правило, для досягнення певних стратегічних політичних або економічних цілей.

Сьогодні, коли загальний спад виробництва та інфляція фактично заморозили державні інвестиції в економіку України, особлива увага приділяється масовому інвестору — фізичним особам. Активізація діяльності саме цієї категорії інвесторів може стати вагомим внеском у розвиток вітчизняної економіки.

Масовий інвестор в Україні вже отримав певний, досить негативний, досвід інвестиційної діяльності. Наші співвіт­чизники вже навчились співвідносити обіцяні їм дивіденди від володіння акціями з темпами інфляції, переконавшись з власної практики, що не всі інвестиції здатні зберегти кошти від обезцінення, не кажучи вже про їх примноження. Зараз більшість цінних паперів не є джерелом доходів для їх власників. Інфляція обезцінює дивіденди та зростання курсо­вої вартості акцій. Тому потенційні інвестиції вкладаються у вільно конвертовану валюту, нерухомість та інші матеріальні активи.

Не можна не враховувати і морально-психологічного ас­пекту. Ринкову психологію, відповідний спосіб життя, нову економічну філософію неможливо нав'язати чи ввести якимись директивами чи указами. Вони мають формуватись, у першу чергу, об'єктивними умовами. Створенню таких умов, безперечно, сприятиме розширення ринку цінних папе­рів. Крім того, активізація масових інвесторів на фондовому ринку в ситуації, яка склалась зараз в економіці України, залежить також ще від двох факторів: кредитно-грошової політики уряду і Національного банку та ходу приватизації. Не вдаючись у деталі, можна стверджувати, що чим жорст­кіша кредитно-грошова політика і успішніша приватизація, тим менше у потенційних інвесторів коштів для купівлі цінних паперів і, як наслідок цього, менша їх активність.

Інші категорії інвесторів на ринку цінних паперів також не виявляють значної активності. Юридичні особи — інвесто­ри, які в результаті кризи неплатежів опинилися в скрутній ситуації, йдуть на інвестиції дуже обережно. Винятками є, як правило, інвестиції з метою одержання впливового пакета акцій або з метою зміцнення ділових зв'язків. Іноземні інвестори, правовий статус яких визначено Зако­ном від 19 березня 1996 р. "Про режим іноземного інвесту­вання", не поспішають вкладати значні інвестиції в Україну незважаючи на певні пільги, які надані їм законодавством. Іноземні інвестори, як було зазначено у Доповіді Спеціальної проблемної групи по правовій реформі в незалежних держа­вах, яка була створена Комісією Європейських Співтова­риств у 1992 році з метою визначення напрямків надання допомоги республікам колишнього СРСР у формуванні пра­вових основ ринкової економіки, віддають перевагу ясним і стабільним економічним та правовим умовам перед недовго­вічними стимулами та пільгами.

Аналіз здійснення інвестиційної діяльності різними кате­горіями інвесторів з точки зору особливостей її механізму дає змогу поділити всіх інвесторів на два види:

1) *індивідуальних* інвесторів, до яких належать фізичні осо­би, а також юридичні особи, для котрих інвестиційна діяль­ність не є єдиним або одним із основних видів діяльності;

2) *інституційних* інвесторів, які набувають і реалізують фондові цінності крупними пакетами.

Інституційні інвестори, здійснюючи діяльність по залучен­ню коштів індивідуальних інвесторів, які потім вкладаються у цінні папери інших емітентів, мають великий вплив на функціонування ринку цінних паперів та його активність. Це пояснюється тим, що вони:

по-перше, сприяють зниженню вартості операцій з цінними паперами за одночасного зростання їх кількості (ефект мас­штабу);

по-друге, об'єднують заощадження індивідуальних інвесто­рів для здійснення великих інвестицій на первинному ринку цінних паперів. Окремо взяті невеликі заощадження не­достатні для масштабних інвестицій. Об'єднавши незначні кошти, їх власники посередньо можуть реалізовувати досить великі інвестиції;

по-третє, диверсифікують ризик, що досить важко зробити самостійно окремим власникам заощаджень;

по-четверте, трансформують строк погашення первинного цінного папера, в який інвестовано кошти, у різні терміни погашення посередніх зобов'язань. Останні можуть бути при­вабливіші для кінцевого кредитора.

В економічно розвинутих країнах інституційні інвестори користуються довірою рядових інвесторів. Вона базується на тривалій історії в цілому конструктивних і здорових взаємо­відносин двох сторін і на законодавстві, яке передбачає жорсткий контроль за діяльністю цих фінансових інститутів. Недавно, що в останні десятиріччя активність інституційних інвесторів перебувала на дуже високому рівні, росла кількість пенсійних фондів, страхових компаній та інших установ, що акумулюють особисті збереження громадян.

Інституційними інвесторами на ринку цінних паперів України є:

інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, що створили взаємні фонди;

страхові компанії;

пенсійні фонди.

***Інвестиційні фонди*** на українському інвестиційному рин­ку відіграють дуже важливу роль. Відмінними рисами цих інвестиційних інститутів є здійснення портфельних інвести­цій, диверсифікація ризиків та кваліфіковане управління ін­вестиціями.

Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії через їх взаєм­ні фонди здійснюють "спільне інвестування", яким визнається діяльність, що ведеться в інтересах і за рахунок засновників та учасників інвестиційного фонду шляхом випуску інвести­ційних сертифікатів і проведення комерційної діяльності з цінними паперами, тобто вони випускають власні цінні папери — інвестиційні сертифікати і одержані від їх випуску грошові кошти інвестують у цінні папери інших емітентів. В Україні цей вид інституційних інвесторів з'явився, на­самперед, як один із засобів прискорення процесу приватизації.

Відкриті інвестиційні фонди створюються на невизначений строк і випускають інвестиційні сертифікати, які не підля­гають вільному продажу, беручи на себе зобов'язання перед учасниками щодо їх викупу.

Закриті фонди випускають інвестиційні сертифікати без узяття зобов'язань про їх викуп. Вони створюються на визна­чений строк і здійснюють розрахунки щодо інвестиційних сертифікатів після закінчення строку своєї діяльності. Саме закриті інвестиційні фонди мають право здійснювати діяль­ність з приватизаційними паперами і зобов'язані викупову­вати інвестиційні сертифікати, придбані власниками прива­тизаційних паперів в обмін на них, після закінчення строку використання приватизаційних паперів.

Закритий інвестиційний фонд, що обслуговує власників приватизаційних паперів, може бути перетворено у відкритий фонд, але, за загальним правилом, лише після закінчення терміну використання приватизаційних паперів.

Для здійснення випуску інвестиційних сертифікатів ін­вестиційний фонд повинен укласти договір з інвестиційним керуючим, аудитором або аудиторською фірмою, а також депозитний договір з депозитарієм, провести реєстрацію інвестиційних сертифікатів, опублікувати інвестиційну декла­рацію та інформацію про випуск інвестиційних сертифікатів.

Управління активами інвестиційного фонду від імені фон­ду без доручення, підготовку проектів інформаційних пові­домлень про випуск інвестиційних сертифікатів здійснює інвестиційний керуючий, яким є торговець цінними папе­рами, з котрим укладено угоду про управління інвестиційним фондом. При цьому слід зазначити, що, відповідно до п. 13 Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, за інвестиційним керуючим закріплено коло повноважень, які в інших акціонерних товариствах віднесені до компетенції правління.

Враховуючи винятковий статус інвестиційного керуючого, його повноваження та обов'язки доцільно врегулювати на законодавчому рівні більш конкретно, адже Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії чітко не визначає обов'язки інвестиційного керуючого, і якщо, наприклад, він не входить до складу засновників, то стан справ фонду багато в чому залежатиме від його доброї волі.

Депозитарієм інвестиційного фонду визнається юридична особа, яка здійснює відповідальне зберігання активів, обслу­говування операцій з активами фонду та облік руху активів на підставі депозитного договору. Депозитарій може здійсню­вати обслуговування операцій з цінними паперами шляхом бухгалтерських записів за допомогою комп'ютерної техніки. Депозитарій не може бути засновником, інвестиційним керу­ючим, а також кредитором інвестиційного фонду.

Депозитарієм інвестиційного фонду або інвестиційної ком­панії може бути лише комерційний банк, який внесений до Республіканської книги реєстрації банків, валютних бірж та інших фінансово-кредитних установ і який має право здійс­нювати касове обслуговування клієнтів.

Умови здійснення комерційним банком функцій депози­тарію передбачені Інструкцією про надання дозволу на здій­снення діяльності як депозитарію інвестиційного фонду або інвестиційної компанії, затвердженою наказом Міністерства фінансів України від 19 квітня 1994 р. № 34.

Як уже зазначалось вище, крім інвестиційних фондів, спільне інвестування в Україні можуть здійснювати також ***інвестиційні компанії*** в особі їх взаємних фондів.

Інвестиційна компанія для здійснення діяльності щодо спільного інвестування зобов'язана заснувати взаємний фонд, провести реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів, опублікувати інвестиційну декларацію та інформацію про випуск інвестиційних сертифікатів. Взаємний фонд є філією інвестиційної компанії, що створюється за рішенням її вищого органу. Цей орган затверджує також Положення про інвести­ційну декларацію взаємного фонду.

Інвестиційна компанія може засновувати відкриті та закри­ті взаємні фонди, які здійснюють діяльність щодо спільного інвестування в порядку, встановленому законодавством України для інвестиційних фондів.

Законодавство України передбачає також і певні обмежен­ня щодо діяльності інвестиційних фондів і взаємних фондів інвестиційних компаній. Зокрема, Положенням про інвести­ційні фонди та інвестиційні компанії (п. 17) з метою зни­ження ризику фінансових операцій і тим самим захисту кош­тів рядових інвесторів, вкладених у цінні папери фонду, ін­вестиційним фондам у процесі здійснення інвестиційної ді­яльності заборонено:

випускати облігації та векселі;

придбавати більш як 10 відсотків цінних паперів одного емітента та інвестувати понад 5 відсотків своїх цінних паперів у одного емітента, крім інвестування в облігації внутрішніх державних позик, зобов'язання державної скарбниці та в інші цінні папери, одержання доходів за якими гарантовано уря­дом України; тримати в цінних паперах менш як 70 відсотків активів інвестиційного фонду;

купувати інвестиційні сертифікати іншого інвестиційного фонду та інвестиційної компанії;

займатись представницькою діяльністю з приватизаційни­ми паперами;

брати банківський кредит, крім випадків використання цього кредиту для викупу відкритим фондом своїх інвести­ційних сертифікатів;

здійснювати інвестиції в цінні папери, емітентом яких є афілійована особа інвестиційного фонду;

видавати майнові гарантії, забезпечені майном фонду, для третіх осіб, укладати договори застави;

придбавати цінні папери повних та командитних товариств.

Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії сьогодні до­сить активно працюють на українському ринку цінних паперів. Це пояснюється, насамперед, тим, що в Україні вже створено мінімально необхідну нормативну базу для діяль­ності цих інвестиційних інститутів на ринку цінних паперів. Однак, на нашу думку, Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, незважаючи на його прогресивність у цілому, містить у собі значну кількість недоробок та поло­жень, які на практиці можуть значно уповільнити та усклад­нити процеси створення й активного функціонування цього виду інституційних інвесторів в Україні.

Зокрема, у Положенні про інвестиційні фонди та інвести­ційні компанії не визначено:

процедуру ліквідації інвестиційних фондів і взаємних фон­дів інвестиційних компаній, порядок розрахунків з учасни­ками (за який час до закриття фонд повинен повідомити про це і який державний орган; форма такого повідомлення);

період, протягом якого повинен бути здійснений викуп інвестиційних сертифікатів;

за рахунок яких активів повинен бути здійснений викуп (грошові кошти, цінні папери) та ін.

Зараз ведеться активна робота над розробкою проекту за­кону України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні ком­панії". Цим законопроектом пропонується принципово нова як 25 відсотками інвестиційних сертифікатів, схема створення та діяльності інвестиційних фондів та інвестиційних компаній в Україні. Зокрема, пропонується встановити, що інвестиційні компанії можуть створюватись у формі відкритих акціонерних товариств, а також вводиться інститут пайового інвестиційного фонду.

Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії являють собою приклад чистих інституційних інвесторів, тобто ство­рюються з єдиною метою — для здійснення інвестиційної діяльності.

Для інших інституційних інвесторів — страхових компаній та пенсійних фондів, інвестування не є основним видом ді­яльності. Операції з цінними паперами не є для цих інвесто­рів єдиним джерелом доходу, вони — лише засіб капіталізації, який забезпечує основну діяльність.

Перші приватні ***страхові компанії*** почали створюватись в Україні після прийняття Декрету Кабінету Міністрів України від 10 травня 1993 р. № 47 "Про страхування"1. Зараз діяль­ність страхових компаній регулюється Законом України від 7 березня 1996 р. "Про страхування"2.

Для страхових компаній основним джерелом формування інвестиційних коштів є комісійні за страхування майнових інтересів громадян та юридичних осіб, пов'язаних з життям, здоров'ям, працездатністю та пенсійним забезпеченням за­страхованої особи (особистим страхуванням); з володінням, користуванням та розпорядженням майном (майнове страху­вання); з відшкодуванням страхувальником заподіяної ним шкоди особі або майну громадянина, а також шкоди, запо­діяної юридичній особі (страхування відповідальності) (ст. 4 Закону "Про страхування").

У практичній діяльності страхові компанії, звичайно, поді­ляються за принципом спеціалізації. Можна виокремити дві основні групи страхових компаній: із страхування життя та загального страхування.

Страхові компанії періодично отримують внески своїх клієнтів в обмін на виплати при настанні страхового випадку. За рахунок фондів, сформованих з попередніх внесків, стра­хові компанії створюють резерви, котрі разом із частиною власного капіталу інвестують у фінансові активи.

Закон України "Про страхування" дає чіткий перелік кате­горій активів, у які можуть бути розміщені, з врахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності та диверсифікованості, страхові резерви страхових компаній. Відповідно до ст. 30 Закону України "Про страхування", страхові резерви, крім інших, можуть бути розміщені в цінні папери, що передба­чають одержання доходів, і в цінні папери, що емітуються державою.

У країнах зі стабільною ринковою економікою компанії із страхування життя, як правило, вкладають свої кошти у дов­гострокові цінні папери, оскільки, страхуючи на випадок смерті, вони значною мірою можуть прогнозувати тенденції настання страхових випадків. В основному, такі компанії здійснюють значні вклади в цінні папери з фіксованими до­ходами, до яких належать, наприклад, державні та корпо­ративні облігації. Вкладення коштів в акції для цього виду страхових компаній становить незначну частину всіх їх ін­вестицій.

Компанії із загального страхування більше вкладають нако­пичені кошти в державні цінні папери і менше — в корпо­ративні облігації та акції, їхня роль в інвестуванні під­приємництва порівняно незначна.

Сьогодні, незважаючи на прийняття Закону України "Про страхування", одним із основних завдань, яке необхідно вирішити в галузі страхового бізнесу, є законодавче врегулю­вання здійснення страховими компаніями інвестицій у цінні папери.

Необхідно, на нашу думку, законодавче визначити пра­вовий статус страхових компаній як суб'єктів фондового ринку, порядок придбання ними цінних паперів інших емі­тентів, правові засади управління інвестиційною діяльністю страхових компаній тощо.

Створення повноцінної нормативної бази має стати по­штовхом для активізації діяльності страхових компаній на ринку цінних паперів України в якості інституційного інвес­тора. Поки що страхові компанії з'являються на вітчизняному фондовому ринку, переважно, лише як емітенти.

У той час як нормативна база діяльності страхових ком­паній вже в цілому сформована, недержавні ***пенсійні фонди*** в Україні функціонують в умовах повної відсутності будь-яких нормативних актів у сфері недержавного пенсійного за­безпечення.

У розвинутих країнах пенсійні фонди відіграють важливу роль у житті суспільства. Зростання тривалості життя людей, частий ранній вихід на пенсію, прагнення до фінансової не залежності у пенсійному віці, інфляція, спеціальні податкові стимули — все це призвело до того, що останнім часом поміт­но зросла роль пенсійних фондів як джерела інвестиційного капіталу. Через такі фонди профспілки, роботодавці й самі працівники прагнуть забезпечити додаткові вигоди на випадок виходу на пенсію. Протягом своєї трудової діяльності громадяни здійснюють внески до пенсійних фондів. Сюди ж надходять внески роботодавців. Накопичені кошти фонд ін­вестує. У разі виходу громадянина на пенсію пенсійний фонд виплачує йому накопичену від його внесків суму або забез­печує щорічний доход.

Вкладники недержавних пенсійних фондів, на відміну від державного пенсійного забезпечення, отримують ряд переваг:

по-перше, кошти, вкладені в недержавний пенсійний фонд, не знеособлюються в процесі їх обігу. В будь-який час вклад­ник може одержати інформацію, куди, в якому обсязі та з якою рентабельністю вкладені й працюють його гроші;

по-друге, на відміну від системи державного пенсійного забезпечення, приватні пенсійні фонди можуть здійснювати виплати особам, які досягай пенсійного віку, незалежно від терміну придбання полісу та суми виплачених внесків, оскільки такі фонди, обертаючи кошти всіх вкладників, виплачують пенсії тільки тим, хто досяг пенсійного віку.

Інвестиційною діяльністю більшості пенсійних фондів ке­рують професійні фінансові посередники на ринку цінних паперів. Акумульовані пенсійними фондами кошти інвесту­ються, як правило, у довгострокові цінні папери.

Пенсійні фонди на Заході є другим за обсягом після стра­хових компаній інвестором в облігації корпорацій та най­більшим інституційним інвестором в їх акції. У Великобри­танії, наприклад, пенсійні фонди володіють майже половиною всіх акцій компаній у межах країни та значною часткою акцій іноземних компаній. У США пенсійним фондам належить більш ніж четверта частина всіх акцій компаній та більше половини всіх облігацій, що належать компаніям1.

В Україні донедавна існував єдиний Державний пенсійний фонд. Це пояснювалось, насамперед, абсолютною відсутністю законодавства про недержавні пенсійні фонди, яке регулювало б основні засади їх створення та функціонування. Однак налагоджений впродовж десятиліть механізм справляння виплат з громадян та юридичних осіб у Державний пенсійний фонд почав давати збої. Пенсійне законодавство України останніх років значно збільшило кількість категорій пра­цівників, які мають право на достроковий вихід на пенсію та інші пенсійні пільги, тим самим автоматично зменшивши кількість платників до фонду і збільшивши кількість пен­сіонерів.

Незважаючи на невеликі розміри пенсій Державний пен­сійний фонд зараз переживає часи постійного дефіциту кош­тів. Поява приватних пенсійних фондів дозволила б значно зменшити соціальну напругу в суспільстві, а також активізу­вати ринок цінних паперів України.

Світовий досвід підказує, що недержавні (приватні) пен­сійні фонди, які працюють спільно з аналогічними держав­ними структурами, дають змогу зробити політику пенсійного забезпечення більш гнучкою та цілеспрямованою.

В Україні зараз ведеться робота над підготовкою законо­проекту "Про недержавні пенсійні фонди в Україні". Від­повідно до нього, недержавні пенсійні фонди створювати­муться у вигляді повних, командитних товариств, товариств з додатковою відповідальністю та закритих акціонерних товариств і зможуть займатись діяльністю, пов'язаною ви­ключно з організацією недержавного пенсійного забезпечення громадян.

Активи пенсійних фондів можуть розміщуватись в акції, облігації та інші цінні папери, допущені до обігу в Україні. Проте в законопроекті містяться положення, які в подальшо­му можуть негативно вплинути на успіх інвестиційної діяль­ності недержавних пенсійних фондів. Зокрема, передбача­ється надати фондам можливість самим управляти власною інвестиційною діяльністю на ринку цінних паперів. Необ­хідно враховувати, що пенсійні фонди інвестуватимуть кошти вкладників, і не можна гарантувати, що така діяльність здій­снюватиметься кваліфіковано і в інтересах вкладників.

Якісне управління операціями з цінними паперами може здійснити лише професійний фінансовий посередник на рин­ку цінних паперів. Тому доцільно до законопроекту включити положення щодо управління активами недержавних пенсій­них фондів, в яких визначити порядок, механізми, органі­зацію управління активами фонду інвестиційним керуючим, а також його повноваження та обов'язки.

 **3. Правовий статус фінансових посередників в Україні**

Переливання інвестиційних коштів від інвесторів до емі­тентів здійснюється завдяки фінансовим посередникам, які безпосередньо займаються підприємницькою діяльністю на ринку цінних паперів, і є третім видом суб'єктів ринку цінних

паперів.

Законодавство України не дає однозначного чіткого визна­чення поняття підприємницької діяльності з цінними папе­рами. У законодавчих актах для позначення цієї діяльності використовуються різні терміни. Зокрема, в Законі України "Про цінні папери і фондову біржу" - "посередницька діяль­ність по випуску і обігу цінних паперів", "комерційна діяль­ність по цінних паперах", "комісійна діяльність по цінних паперах" (ст. 26), в Законі України "Про приватизаційні папери" — "посередницька та представницька діяльність по обігу цінних паперів" (ст. 7), в Декреті Кабінету Міністрів України "Про довірчі товариства" - "представницька діяль­ність з цінними паперами" (ст. 4), в "Концепції розвитку фон­дового ринку" - "посередницька діяльність по випуску та обігу цінних паперів", "довірчі операції з цінними паперами". За всім їх розмаїттям залишається нез'ясованим питання щодо співвідношення цих термінів.

Крім того, Законом України від 30 жовтня 1996 р. "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" ви­значено поняття ***професійної діяльності*** на ринку цінних паперів, якою визнається *підприємницька діяльність по пере­розподілу фінансових ресурсів за допомогою цінних паперів та по організаційному, інформаційному, технічному, консульта­ційному та іншому обслуговуванню випуску та обігу цінних паперів, що є, як правило, виключним або переважним видом діяльності.*

Відповідно до ст. 4 Закону України "Про державне регу­лювання ринку цінних паперів в Україні" на ринку цінних паперів існують такі види професійної діяльності:

торгівля цінними паперами — здійснення цивільно-право­вих угод щодо цінних паперів, які передбачають оплату цін­них паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів (бро­керська діяльність) або від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам (дилерська діяльність), крім випадків, передбачених законодавством; депозитарна діяльність — діяльність з надання послуг щодо зберігання цінних паперів та/або обліку прав власності на цінні папери, а також обслуговування угод з цінними паперами;

розрахунково-клірингова діяльність — діяльність з визна­чення взаємних зобов'язань щодо угод з цінними паперами та розрахунків за ними;

діяльність з управління цінними паперами — діяльність, що здійснюється від свого імені за винагороду на підставі відповідного договору протягом визначеного терміну щодо управління переданими у володіння цінними паперами, які належать на правах власності іншій особі, в інтересах цієї особи або визначених цією особою третіх осіб;

діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів — збір, фіксація, обробка, зберігання та надання даних, що складають систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їх емітентів і власників;

діяльність по організації торгівлі на ринку цінних папе­рів — надання послуг, що безпосередньо сприяють укладенню цивільно-правових угод з цінними паперами на біржовому та організаційно оформленому позабіржовому ринку цінних паперів.

З усіх видів суб'єктів підприємницької діяльності на ринку цінних паперів до ***фінансових посередників*** належать ті з них, що здійснюють діяльність по випуску та обігу цінних паперів, діяльність з управління цінними паперами та пред­ставницьку діяльність з цінними паперами.

Фінансовими посередниками на фондовому ринку України виступають торговці цінними паперами, банки та довірчі товариства.

**Торговцями цінними паперами** визнаються суб'єкти під­приємницької діяльності, створені у формі акціонерних това­риств, статутний фонд яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, або інших товариств, для яких операції з цін­ними паперами становлять виключний вид їх діяльності.

Відповідно до ст. 26 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", торговці цінними паперами вправі здійсню­вати таку діяльність по випуску та обігу цінних паперів:

а) діяльність по випуску цінних паперів;

б) комісійну діяльність по цінних паперах;

в) комерційну діяльність по цінних паперах.

Діяльністю по випуску цінних паперів визнається *виконан­ня торговцем цінними паперами за дорученням, від імені і за рахунок емітента обов'язків по організації передплати на цінні папери або їх реалізації іншим особам.*

Комісійною (брокерською) діяльністю по цінних паперах визнається *купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені, за рахунок і за дорученням іншої особи.*

Комерційною (дилерською) діяльністю по цінних паперах визнається *купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені та за свій рахунок.*

Торговці цінними паперами одержують право на здійснен­ня операцій з цінними паперами на всій території України з моменту отримання дозволу ДКЦПФР. Такий дозвіл ви­дається Управлінням регулювання ринку цінних паперів ДКЦПФР згідно з "Порядком видачі дозволу на здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів як виключної діяльності", затвердженим наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13 вересня 1996 р. № 203-а.

Торговці цінними паперами можуть отримати дозвіл на здійснення всіх або окремих видів діяльності по випуску та обігу цінних паперів.

Для отримання дозволу товариство подає до ДКЦПФР такі документи:

а) заяву про видачу дозволу;

б) копію рішення про державну реєстрацію товариства;

в) нотаріально засвідчену копію статуту;

г) нотаріально засвідчену копію установчого договору;

д) список усіх засновників, акціонерів, учасників товарис­тва, на яких припадає до 5 відсотків включно статутного фонду;

е) список усіх засновників, акціонерів, учасників товарис­тва, на яких припадає понад 5 до 10 відсотків включно ста­тутного фонду;

є) список усіх засновників, акціонерів, учасників товариства, на яких припадає понад 10 відсотків статутного фонду;

ж) список усіх підприємств, організацій, господарських то­вариств, фірм, банків та інших юридичних осіб як в Україні, так і за її межами, в яких товариство виступає засновником, акціонером, учасником з виділенням таких, що в них на товариство припадає понад 5 відсотків статутного фонду;

з) список керівного складу товариства (керівник, його за­ступники, головний бухгалтер);

й) список працівників товариства, які будуть безпосередньо займатися операціями по випуску та обігу цінних паперів.

До списку додаються копії дипломів про вищу економічну освіту або свідоцтв про закінчення курсів підготовки спе­ціалістів з питань здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів;

і) перелік усіх відділень, філій, представництв товариства, які наділяються повноваженнями стосовно здійснення опера­цій з цінними паперами, із зазначенням їх повних наймену­вань, місцезнаходження, а також відомостей відповідно до підпунктів "з)" та "й)";

к) висновок аудитора (аудиторської фірми) про сплату ста­тутного фонду товариства, який повинен містити відомості про: номер і дату договору між аудитором (аудиторською фірмою) і товариством на виконання аудиторських послуг;

серію і номер ліцензії на аудиторську діяльність, дату і номер рішення Аудиторської палати України про видачу ліцензії аудитору (аудиторській фірмі); документи, на підставі яких зроблено висновок про сплату статутного фонду (назва доку­мента, його номер і дата складання); загальний обсяг статут­ного фонду відповідно до установчих документів; поділ ста­тутного фонду на долі (паї, акції) по кожному засновнику, акціонеру, учаснику, виражені в абсолютній сумі та у від­сотках; форма внесення вкладу (грошові кошти, матеріальні цінності, нематеріальні активи, цінні папери із зазначенням їх емітента) та обсяг сплаченої частини статутного фонду по кожному засновнику, акціонеру, учаснику, виражений в абсо­лютній сумі та у відсотках; для акціонерних товариств також вказується загальна кількість випущених акцій, їх номінальна вартість, розподіл по видах і категоріях, дата і номер сві­доцтва про реєстрацію випуску акцій у відповідному органі реєстрації.

До висновку аудиторської фірми (аудитора) про сплату статутного фонду товариства додається копія акта прийому-здачі аудиторського висновку;

л) відомості про санкції за господарські правопорушення, накладеш на товариство органами державної влади, судом, арбітражем або третейським судом протягом трьох років до моменту подання заяви або з моменту створення, якщо цей термін менше трьох років, із зазначенням дати накладення санкції, органу, що наклав санкцію, причин накладення санкції, виду та розміру санкції, ступеня виконання санкції до моменту подання заяви;

м) відомості про наявність техніки, необхідної для здій­снення діяльності по випуску та обігу цінних паперів — засобів зв'язку (телефон, факс, телефакс) і обробки інфор­мації (комп'ютер);

н) для акціонерних товариств — копію свідоцтва про реєстрацію випуску акцій;

о) копію платіжного доручення про внесення плати за ви­дачу дозволу в розмірі 50 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Дозвіл на здійснення усіх або окремих (крім комісійної) видів діяльності може бути видано торговцям цінними папе­рами, які мають внесений статутний *фонд.* у розмірі не менш як 1000 неоподатковуваних мінімумів, а на здійснення комі­сійної діяльності по цінних паперах — не менше 200 неопо­датковуваних мінімумів.

При здійсненні виключної діяльності по випуску та обігу цінних паперів допускаються окремі види діяльності, пов'я­зані з обігом цінних паперів, насамперед діяльності по над­анню консультацій власникам цінних паперів.

Дозвіл на здійснення будь-якого виду діяльності по ви­пуску та обігу цінних паперів не може одержати торговець цінними паперами, який безпосередньо або побічно володіє майном іншого торговця цінними паперами вартістю понад 10 відсотків статутного фонду, в тому числі безпосередньо — вартістю понад 5 відсотків статутного фонду іншого торговця.

Торговець цінними паперами, який має дозвіл на здійснен­ня будь-якого виду діяльності по випуску та обігу цінних паперів, не може безпосередньо або побічно володіти майном іншого торговця цінними паперами вартістю понад 10 від­сотків статутного фонду, в тому числі безпосередньо — вар­тістю понад 5 відсотків статутного фонду іншого торговця.

Якщо частка юридичної особи, яка не має дозволу на здійснення діяльності по обігу цінних паперів, або грома­дянина в статутному фонді кількох торговців цінними папе­рами перевищує 5 відсотків по кожному торговцю, то останні не можуть здійснювати торгівлю цінними паперами один з одним.

Особливості здійснення торговцями операцій з цінними паперами визначаються Правилами здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по Цінних паперах, затвердженими наказом Державної комісії з Цінних паперів та фондового ринку від 23 грудня 1996 р, Правила дають більш детальне визначення комісійної та комерційної діяльності по цінних паперах. Зокрема, комісій­ною діяльністю по цінних паперах (брокерською діяльністю) визнається здійснення цивільно-правових угод щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів.

Комерційною діяльністю по цінних паперах (дилерською діяльністю) визнається здійснення цивільно-правових угод щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам, крім випадків, передбачених законодавством.

Усі торговці цінними паперами зобов'язані дотримува­тись певних правил при здійсненні діяльності по цінних паперах.

При виконанні операцій з цінними паперами під час здійснення комісійної діяльності за договорами з клієнтами торговці зобов'язані, насамперед:

діяти в інтересах клієнта (домагатися найкращого виконан­ня замовлень клієнта, враховуючи умови, зазначені в до­говорі, кон'юнктуру ринку цінних паперів, умови здійснення розрахунково-клірингових операцій та надання депозитар­них послуг, ризик вибору контрагента та інші фактори ризику);

попереджати клієнтів (крім випадків володіння інформа­цією, що становить комерційну таємницю) про ризики конк­ретної угоди з цінними паперами;

узгоджувати з клієнтом рівень можливого ризику щодо виконання операцій купівлі-продажу або обміну цінних паперів, у тому числі щодо ліквідності цінних паперів, що придбаватимуться;

надавати клієнту інформацію щодо курсів цінних паперів;

виконувати договори та замовлення клієнтів у порядку їх надходження, якщо інше не передбачено договором;

у першу чергу виконувати операції з цінними паперами за договорами та замовленнями клієнтів, а потім власні операції з такими ж цінними паперами;

у разі наявності у торговця зацікавленості, яка перешкод­жає йому виконати замовлення клієнта на найбільш вигідних умовах, торговець цінними паперами зобов'язаний негайно повідомити про це клієнта. Якщо в результаті невиконання торговцем обов'язків, за­значених у цьому пункті, заподіяно збитків клієнту, торговець зобов'язаний відшкодувати клієнту збитки за свій рахунок згідно з чинним законодавством.

На наступний робочий день після проведення операцій з цінними паперами на виконання договору або замовлення клієнта торговець зобов'язаний повідомити клієнта про здійснення операцій з цінними паперами письмово, а в разі, якщо це передбачено договором, також й іншим способом:

про розмір винагороди, отримуваної від клієнта при здійсненні угоди;

про вартість розрахунково-клірингових та інших послуг, пов'язаних з обслуговуванням договорів клієнта, оплата яких здійснюється за рахунок клієнта;

про розмір прямих і непрямих винагород, комісійних та заохочень у грошовій або іншій формі, одержуваних від інших фізичних або юридичних осіб у зв'язку з виконанням опе­рації, що є предметом договору між торговцем та клієнтом;

про ціну купівлі чи продажу цінних паперів;

про те, чи були цінні папери, придбані для клієнта, у влас­ності торговця.

Законодавством України встановлені також певні обме­ження щодо діяльності торговців цінними паперами. Так, від­повідно до ст. 28 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" торговець цінними паперами не може здійснювати торгівлю:

а) цінними паперами власного випуску;

б) акціями того емітента, в якого він безпосередньо або побічно володіє майном у розмірі понад 5 відсотків статут­ного фонду.

Відповідно до цієї статті *безпосереднім* володінням майна визнається володіння часткою у статутному фонді будь-якого товариства, *побічним* володінням — володіння часткою у ста­тутному фонді такого товариства, яке є учасником в іншому товаристві.

Правилами здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах тор­говцям заборонено:

розголошувати комерційну таємницю клієнтів, за винятком випадків надання такої інформації на вимогу уповноваженим державних органів відповідно до чинного законодавства;

давати клієнтам беззастережні запевнення в отриманні до ходу по цінних паперах (чи його певного розміру) або з відсутності збитків від інвестування в цінні папери, робити заяви, які можуть бути розцінені як гарантії зазначеного;

при виконанні договору на обслуговування здійснювати операції за рахунок та в інтересах клієнта без його письмового замовлення;

використовувати грошові кошти й цінні папери клієнтів для здійснення власних операцій;

здійснювати операції з цінними паперами клієнтів не в інтересах клієнта, а виключно з метою отримання винагороди;

задовольняти вимоги кредиторів за рахунок цінних паперів і грошових коштів, що належать клієнтам;

передовіряти виконання замовлень третім особам, якщо це не передбачено договором з клієнтом;

здійснювати комісійну та комерційну діяльність по цінних паперах, щодо яких не зареєстрована інформація про випуск та/або не здійснена реєстрація випуску в порядку, визначе­ному чинним законодавством;

здійснювати обмін одних цінних паперів на інші, якщо в обміні задіяні цінні папери, емітентом яких є торговець або його афілійовані особи;

забезпечувати касове обслуговування клієнтів, крім випад­ків здійснення касового обслуговування банком-торговцем;

надавати фінансові послуги і залучати кошти й майно фізичних та юридичних осіб, якщо це не пов'язано із здійсненням комісійної діяльності.

Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" вста­новлені також вимоги щодо ліквідності торговців цінними паперами. Так, відповідно до ст. 30 Закону, вартість угод, укладених торговцем цінними паперами з іншими торгов­цями цінними паперами, але не виконаних у даний момент (відкриті позиції), не може перевищувати п'ятикратного роз­міру власного статутного фонду торговця цінними паперами.

Якщо діяльність по випуску цінних паперів здійснюється одночасно з комерційною або комісійною діяльністю по цін­них паперах, вартість угод, укладених торговцем цінними паперами з іншими торговцями цінними паперами, але не виконаних на даний момент (відкриті позиції), не може пере­вищувати десятикратного розміру власного статутного фонду торговця цінними паперами.

Продажна або номінальна ціна цінних паперів, що є у власності (резерв) торговця цінними паперами, який критих позицій, разом узятих, одночасно не можуть пере­вищувати п'ятнадцятикратного розміру статутного фонду торговця цінними паперами. Обчислення слід провадити виходячи з найвищої продажної ціни або номінальної ціни.

Серед торговців цінними паперами, враховуючи особли­вості їх діяльності на фондовому ринку, можна виділити інвестиційні компанії, тобто торговців цінними паперами, які, поряд з іншими видами діяльності з цінними паперами, мо­жуть залучати кошти для спільного інвестування шляхом емі­сії цінних паперів та їх розміщення, а також торговців, які здійснюють виключно діяльність по випуску та обігу цінних

паперів.

Правові засади створення та функціонування інвестицій­них компаній в Україні визначені Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55 "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", яким було затверджено Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії (далі — По­ложення).

Відповідно до п. 18 Положення, інвестиційна компанія створюється у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю в порядку, встановленому для

цих товариств.

Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні ком­панії спрямоване, насамперед, на врегулювання діяльності інвестиційної компанії щодо створення взаємного фонду та умов і порядку здійснення нею спільного інвестування.

Інша діяльність інвестиційної компанії, пов'язана з опера­ціями з цінними паперами, здійснюється нею у відповідності до законодавства України, яке регулює діяльність торговців цінними паперами.

Таким чином, у діяльності інвестиційної компанії на фон­довому ринку можна виділити два основні напрямки:

1) діяльність безпосередньо як торговця цінними паперами;

2) діяльність по спільному інвестуванню.

Пріоритетною все-таки вважається діяльність інвестицій­ної компанії як торговця цінними паперами, оскільки спільне інвестування не є обов'язковим і може здійснюватись ком­панією лише за її бажанням.

Комерційна та комісійна діяльність з цінними паперами є сьогодні основним джерелом доходів інвестиційної компанії. Важливе місце у послугах інвестиційних компаній займає інутий ринок цінних паперів передбачає й управління інвести­ційними компаніями портфелями цінних паперів таких інституційних інвесторів, як страхові компанії та пенсійні фонди. Крім того, до професійних послуг цього торговця цінними паперами щодо управління інвестиційною діяльністю зверта­ються і громадяни.

Інвестиційні компанії, здійснюючи практично всі види діяльності з цінними паперами, а також спільне інвестування через взаємні фонди, є одними з найактивніших учасників вітчизняного фондового ринку.

Високий потенціал цих фінансових посередників, насампе­ред, обумовлений великими капіталами, якими вони воло­діють, що значно підвищує їх надійність і дає додаткові га­рантії клієнтам, професійністю їх співробітників, а також постійною аналітичною роботою і контролем за станом українського фондового ринку та зміною його кон'юнктури.

Враховуючи провідну роль, яку відіграють інвестиційні компанії на ринку цінних паперів, їх діяльність вимагає ґрун­товного законодавчого врегулювання. Складність вирішення цього питання полягає у двоякому характері діяльності цих фінансових посередників на фондовому ринку. Не зовсім ви­правданим бачиться регулювання діяльності одного суб'єкта підприємництва різними законодавчими актами, як це ро­биться сьогодні. На нашу думку, доцільніше було б визначити правовий статус інвестиційних компаній в Україні, загальні особливості здійснення їх діяльності як торговців цінними паперами, а також діяльності по спільному інвестуванню в окремому Законі України "Про інвестиційні компанії". В та­кому законі мають також міститись положення щодо особли­востей надання послуг інвестиційними компаніями громадя­нам та інституційним інвесторам по управлінню інвестицій­ною діяльністю останніх.

Загальні для всіх фінансових посередників та інституційних інвесторів особливості здійснення окремих видів діяль­ності інвестиційної компанії можуть регулюватись спеціаль­ним законодавством.

Крім інвестиційних компаній, на українському фондовому ринку працюють інші торговці цінними паперами, які спе­ціалізуються лише на діяльності з цінними паперами і не можуть здійснювати, згідно з чинним законодавством, діяль­ності по спільному інвестуванню. діяльності з цінними паперами на фондовій біржі та позабіржовому ринку.

Важливе значення для успішної діяльності на фондовому ринку, підвищення конкурентоспроможності торговця цінни­ми паперами має наявність у торговця власного брокерського місця на фондовій біржі. Це дозволяє йому безпосередньо брати участь у первинному розміщенні будь-яких цінних паперів, контролювати обіг цих паперів на вторинному ринку, а також оперативно реагувати на зміни стану ринку.

Крім торговців цінними паперами, на фондовому ринку України як фінансові посередники активно працюють ***банки,*** які відповідно до ст. З Закону України від 20 березня 1991 р. "Про банки і банківську діяльність" можуть виконувати такі операції з цінними паперами:

купівлю, продаж і зберігання платіжних документів, цінних паперів, а також операції з ними;

довірчі операції (залучення та розміщення коштів, управ­ління цінними паперами та інші) за дорученням клієнтів;

надання консультаційних послуг.

Банки можуть здійснювати діяльність по випуску та обігу цінних паперів відповідно до ст. 26 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу".

Особливості здійснення банками такої діяльності донедав­на визначались спільним документом Національного банку України та Міністерства фінансів України "Про умови здій­снення комерційними банками діяльності по випуску та обігу цінних паперів".

Комерційний банк може приступати до здійснення діяль­ності по випуску та обігу цінних паперів з моменту одержан­ня ним дозволу ДКЦПФР і повної сплати статутного фонду.

Комерційні банки, крім діяльності по випуску цінних папе­рів, комісійної та комерційної діяльності по цінних паперах, можуть здійснювати представницьку діяльність, а також інші види діяльності, пов'язані з вищезазначеними, насамперед по наданню консультаційних послуг у галузі операцій з цінними паперами, послуг по зберіганню, обліку і веденню розрахунків по операціях з цінними паперами.

Крім того, банки, здійснюючи свої безпосередні функції по кредитуванню, використовують цінні папери також як заставу або як забезпечення під звичайні кредитні операції. Ці види операцій з цінними паперами не є посередницькими. Комерційний банк здійснює функції торговця цінними паперами через окремий підрозділ. При цьому банк повинен забезпечити умови, за яких не допускається обмін інфор­мацією поміж підрозділом, що займається операціями з цінними паперами, і підрозділом, що обслуговує емітентів як клієнтів банку.

Сьогодні комерційні банки в Україні надають стандартні посередницькі послуги на фондовому ринку і не відрізня­ються особливою активністю від інших торговців цінними паперами. Проте потенційні можливості комерційних банків як учасників фондового ринку досить значні, але поки що не використовуються повністю.

Ще зовсім недавно комерційні банки надавали своїм клієнтам досить неординарні послуги, пов'язані з операціями з цінними паперами. Зокрема, в 1991—1992 рр. в результаті активізації процесів створення універсальних, товарних, сировинних та інших бірж багато українських підприємств придбали їх акції, не маючи змоги особисто брати участь у біржових торгах. Цінні папери передавались у довірче управ­ління банкам, які виходили на біржу з крупним пакетом акцій, що давав право на брокерське місце на біржі. Брокерсь­кі місця здавались в оренду, плата за яку надходила банкам, а ті, у свою чергу, розплачувались з підприємствами. Однак з часом біржовий ажіотаж спав, і ця, спочатку масова, послуга практично звелась нанівець. Сьогодні банки мають дуже невелику кількість таких договорів.

Варто згадати і про ситуацію, в якій опинились багато українських підприємств, що узяли участь у кампанії по акціонуванню російських підприємств. Вихід України з рубльової зони призвів до того, що наші підприємства одержали навіть не цінні папери, а лише певні зобов'язання. Українські банки шляхом співпраці з російськими банками, які акуму­лювали такі зобов'язання, надавали своїм клієнтам послуги по оберненню цих документів у грошові кошти. Такий вид довірчих операцій з цінними паперами також не був масовим, і надання цієї послуги не є стандартною для комерційних банків.

Останнім часом банки дещо зменшили обсяг послуг на українському ринку цінних паперів і зараз перебувають у стані очікування його активізації. Практично, в кожному ко­мерційному банку створено відділ по цінних паперах, інтен­сивно провадиться підготовка спеціалістів банків з фондових операцій. Таким чином, можна впевнено стверджувати, що комерційні банки не поступляться своїм місцем на ринку цінних паперів України і в подальшому складатимуть гідну конкуренцію іншим торговцям цінними паперами.

Контроль за діяльністю комерційних банків на ринку цінних паперів здійснюють ДКЦПФР і Національний банк України у межах їх повноважень, визначених Законами України "Про цінні папери і фондову біржу" та "Про банки і банківську діяльність".

Слід зазначити, що законодавство України, спрямоване на врегулювання діяльності комерційних банків узагалі і з цінними паперами зокрема, вимагає ґрунтовного доопрацю­вання. Так, Закон України "Про банки і банківську діяль­ність", встановлюючи види діяльності з цінними паперами, якими можуть займатись комерційні банки (ст. 3), зовсім не визначає порядок та умови здійснення такої діяльності.

На нашу думку, особливі умови здійснення комерційними банками діяльності на ринку цінних паперів мають бути визначені саме на законодавчому рівні.

Особливу увагу необхідно звернути на запобігання недобросовісному використанню банками внутрішньої інфор­мації емітентів, одержаної при обслуговуванні фінансової діяльності останніх. Вимагають також доопрацювання поло­ження закону щодо захисту інтересів клієнтів банків, у тому числі у зв'язку з діяльністю з цінними паперами.

Між тим справедливим буде зазначити, що поки що серед торговців цінними паперами до активно діючих структур можна віднести не більше половини. З одного боку, це пояс­нюється обмеженістю вибору цінних паперів, що пропонують­ся потенційним інвесторам, а з іншого — тим, що серед зареєстрованих торговців майже чверть складають банки, для яких операції з цінними паперами сьогодні менш прибуткові, ніж кредитування. Серед торговців, які активніше працюють на ринку, більшість поки що пропонують цінні папери влас­ного випуску або випущені комерційними структурами, з якими тісно пов'язані (переважно, це банки, страхові компа­нії, інвестиційні фонди, іноді — акціонерні товариства, що зайняті у сфері матеріального виробництва).

Досить болючою проблемою залишається і те, що зростан­ня кількості торговців цінними паперами далеко не відповідає росту рівня якості їх послуг, що можна пояснити, у першу чергу, нестачею кваліфікованих фахівців, спеціально підго­товлених для роботи на фондовому ринку.

Третім видом фінансових посередників на ринку цінних паперів України виступають ***довірчі товариства.***

На сьогодні основним документом, що регламентує діяль­ність довірчих товариств в Україні, є Декрет Кабінету Мініс­трів України від 17 березня 1993 р. № 23-93 "Про довірчі товариства"1.

Згідно з цим Декретом довірчим товариством визнається *товариство з додатковою відповідальністю, яке здійснює пред­ставницьку діяльність відповідно до договору, укладеного з довірителями майна щодо реалізації їхніх прав власників.* Май­ном довірителя є грошові кошти, цінні папери та документи, які засвідчують право власності довірителя (ст. 1).

Поняття представницької діяльності в Декреті "Про довірчі товариства" не визначено, однак таке визначення щодо діяль­ності з приватизаційними паперами міститься в Законі України "Про приватизаційні папери". Так, згідно зі ст. 7 Закону "Про приватизаційні папери" представницькою діяль­ністю визнається *діяльність, що здійснюється представниками від імені, за рахунок і на ім'я власників майна.* Таким чином, на фондовому ринку довірчі товариства здійснюють представницьку діяльність щодо обслуговування цінних паперів (у тому числі приватизаційних) довірителя відповідно до договору доручення, укладеного між довіри­телем та довірчим товариством. Згідно з Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затвердженим наказом ДКЦПФР від 1 квітня 1996 р. № 58, довірче товариство, якому цінні папери передані для здійснен­ня операцій з ними за дорученням і в інтересах власника, реєструється в системі ведення реєстру власників іменних цінних паперів як номінальний утримувач.

Такий вид діяльності з цінними паперами, на відміну від комісійної та комерційної, надає довірителям (фізичним та юридичним особам) значні переваги:

по-перше, цінні папери завжди залишаються у власності довірителя і мають бути повернені йому у випадку розірвання договору;

по-друге, доходи по цінних паперах довірителя сплачують­ся йому в повному обсязі, за винятком обумовленої в договорі винагороди довірчому товариству;

по-третє, довірче товариство може акумулювати крупні пакети акцій, оскільки на нього не розповсюджуються обме­ження, передбачені для інвестиційних фондів і компаній. Це дозволяє довірчим товариствам брати активну участь в управлінні акціонерними товариствами, діючи в інтересах довірителів.

Вказані переваги визначають привабливість самої ідеї довірчого управління, перш за все для дрібних вкладників, до яких на сьогодні належить більша частина населення України. Однак саме недостатній захист довірителів від шах­райської діяльності є основним недоліком чинного законодав­ства України у сфері довірчого управління. Незважаючи на те, що Декретом Кабінету Міністрів України "Про довірчі товариства" визначено, що засновники довірчого товариства відповідають за його зобов'язаннями своїми внесками до ста­тутного фонду, а при недостатності цих сум додатково на­лежним їм майном у п'ятикратному розмірі до внеску кож­ного учасника (ст. 2), що вартість активів, прийнятих у довір­че управління, не повинна сумарно перевищувати частки довіреної особи у статутному фонді довірчого товариства та відповідно її особистої додаткової відповідальності (ст. 3), права довірителів майже не захищені. Практично, після можуть бути частково або повністю вилучені засновниками, цінні папери, внесені до статутного фонду, можуть виявитися неліквідними і не дозволять компенсувати втрат вкладників, вартість активів, прийнятих у довірче управління, може істот­но перевищувати статутний фонд товариства і навіть п'яти­кратну відповідальність його учасників тощо. Тому, перш за все на законодавчому рівні, необхідно кон­кретизувати умови формування та збереження статутного фонду довірчого товариства, забезпечити постійний контроль за співвідношенням статутного фонду та активів, що прийняті в управління, а також створити відкриту для контролю систе­му обліку довірчих операцій у довірчому товаристві.

Відповідно до Декрету "Про довірчі товариства" порядок контролю за ними встановлюється трьома відомствами — Фондом державного майна України, Національним банком України і Міністерством фінансів України (ст. 5).

Законодавством України однозначно передбачено лише лі­цензування Фондом державного майна України діяльності довірчих товариств з приватизаційними паперами. Право на таку діяльність довірчі товариства набувають після отриман­ня відповідної ліцензії Фонду державного майна України в порядку, передбаченому Інструкцією про умови ліцензування представницької діяльності з приватизаційними паперами, за­твердженою наказом Фонду державного майна України від 25 листопада 1993 р. № 5141.

Оскільки Фонд державного майна відповідає лише за опе­рації довірчих товариств з приватизаційними паперами, він ліцензує тільки цей вид діяльності. Але в результаті вкладен­ня приватизаційних паперів у розпорядженні довірчого това­риства опиняються акції приватизованих підприємств, а та­кож, у подальшому, і грошові доходи довірителів. Цю діяль­ність по управлінню цінними паперами довірителів також необхідно ліцензувати.

На практиці цього не відбувається, і довірчі товариства продовжують працювати на підставі ліцензії про представ­ницьку діяльність з приватизаційними паперами.

Якщо згадати ще про проблеми ліцензування операцій по довірчому управлінню майном, у тому числі нерухомістю, які також у нас не вирішені, то бачиться доцільним запроваджен­ня загальної ліцензії у сфері довірчого управління, яка відігравала б роль перепустки на відповідний ринок. Якщо довірче товариство одержить загальну ліцензію, то надалі воно обов'язково має одержати спеціальні ліцензії на зайнят­тя довірчими операціями з окремими видами майна.

Варто зупинитися ще на одному важливому питанні, яке не знаходить однозначного вирішення в законодавстві України. Мається на увазі можливість довірчих товариств займатись іншими видами підприємницької діяльності, крім операцій по довірчому управлінню чужим майном. На нашу думку, зайняття діяльністю, не пов'язаною з довірчим управ­лінням, значно ускладнить здійснення надійного контролю за довірчими товариствами з боку відповідних державних орга­нів. Тому необхідно на законодавчому рівні встановити, що предметом безпосередньої діяльності довірчих товариств мають бути лише операції по довірчому управлінню та ряд інших, технологічно пов'язаних з ними функцій, наприклад, відповідне консультування, навчання, видавнича діяльність та ін.

Таким чином, на сьогодні в Україні виникла нагальна по­треба у прийнятті нових законодавчих актів, які б регулювали діяльність довірчих товариств, оскільки чинне законодавство, зокрема Декрет Кабінету Міністрів України "Про довірчі товариства", вже не відповідає вимогам сьогодення. Саме недосконалість законодавства про довірчі товариства призве­ла до численних фінансових скандалів в Україні, які в сукуп­ності набувають характеру тенденції, що ставить під сумнів існування довірчих товариств взагалі, оскільки позбавляє їх довіри потенційних вкладників. Крім того, на державному рівні також здійснені певні кроки щодо обмеження сфери діяльності довірчих товариств. Зокрема, Постановою Верхов­ної Ради України від 22 грудня 1995 р. № 491/95 "Про усунення зловживань у процесі залучення суб'єктами під­приємницької діяльності грошових коштів громадян" довір­чим товариствам заборонено у процесі своєї діяльності залу­чати грошові кошти громадян. Цією ж постановою встанов­лено, що до введення в дію Закону України про довірчі това­риства, а також до затвердження порядку ліцензування діяль­ності довірчих товариств, типового договору довірчого това­риства з довірителем майна та типового договору довірчого товариства з комерційним банком державна реєстрація новостворених довірчих товариств не здійснюється. Зараз триває розробка нового законодавства України з регулювання діяльності довірчих товариств. У Верховній Раді на розгляді знаходяться проекти законів України "Про довірчі товариства" та "Про довірче управління майном". Проектами цих законів враховано багато недоліків чинного законодавст­ва, а також передбачено створення центрального органу дер­жавної виконавчої влади, до компетенції якого віднесено ліцензування та контроль за діяльністю довірчих товариств.

Нове законодавство про довірчі товариства не повинно обмежуватись лише регламентуванням діяльності цих това­риств, а має охопити весь комплекс правових питань, пов'я­заних з довірчим управлінням активами фізичних та юри­дичних осіб. Особливий наголос треба зробити на захисті майнових інтересів вкладників довірчих товариств.

На завершення аналізу діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів України варто зупинитися більш конкретно на діяльності цих посередників з приватизацій­ними паперами, оскільки саме з цими фондовими інструмен­тами вони працюють найбільш активно.

Ліцензування діяльності фінансових посередників з прива­тизаційними паперами здійснює Фонд державного майна Украї­ни. Передбачено ліцензування представницької, комерційної та посередницької діяльності з приватизаційними паперами.

Станом на 1 січня 1996 р. Фондом державного майна України було видано 366 ліцензій довірчим товариствам на здійснення представницької діяльності з приватизаційними паперами, 252 дозволи інвестиційним фондам та інвестиційним компа­ніям на здійснення комерційної діяльності з приватизацій­ними паперами, 31 ліцензія торговцям цінними паперами на здійснення посередницької діяльності з приватизаційними паперами, 22 ліцензії комерційним банкам на здійснення посередницької діяльності з приватизаційними паперами.

Слід зазначити, що більш ніж 59% фінансових посеред­ників, що мають ліцензії Фонду державного майна України, сконцентровано у п'яти регіонах України — м. Києві, Хар­ківській, Дніпропетровській, Донецькій та Одеській областях. Близько 26% ліцензованих посередників зосереджено у Київ­ській області та м. Києві.

Проте, незважаючи на наявність такої досить значної кіль­кості посередників, які беруть участь у розміщенні серед на­селення акцій підприємств, що приватизуються, та здійснюють операції на фондовому ринку, ефективність посе­редницької діяльності залишається ще низькою. Особливо актуальною для фінансових посередників зали­шається проблема вкладення закумульованих приватизацій­них сертифікатів у ефективні підприємства, що дозволить посередникам виплачувати дивіденди своїм довірителям чи учасникам.

Певна кількість посередників на сьогодні не працює у зв'язку з анулюванням чи призупиненням дії їх ліцензій.

**4. Правові засади функціонування біржового та позабіржового ринків цінних паперів в Україні**

Операції з цінними паперами можуть здійснюватись на організованій біржі цінних паперів та позабіржовому ринку.

***Фондова біржа*** являє собою *організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами.* Іншими словами, фондова біржа — це, перш за все, місце, де знаходять один одного продавець та покупець цінних паперів, де ціни на останні визначаються попитом та пропозицією на них, а сам процес купівлі-прода­жу регламентується правилами і нормами, тобто це певним чином організований ринок цінних паперів. Фондова біржа, об'єднуючи професійних учасників ринку цінних паперів в одному приміщенні, створює умови для підвищення ліквід­ності ринку в цілому.

Виникнення першої біржі пов'язують з містом Брюгге в Нідерландах, де в XV ст. біля будинку купця Ван дер Буреє збиралися купці з різних країн для обміну торговою інфор­мацією, придбання іноземних векселів та здійснення інших торгових операцій без пред'явлення конкретного предмета ку­півлі-продажу1.

З появою в ХУ-ХУІ ст. бірж у найбільших містах Європи там почали діяти спеціальні біржові посередники. В той час термін "брокер" використовувався лише на Лондонській то­варній біржі (створена в 1566 р.). Пізніше з'явилися й інші еквіваленти цього терміна: німецький "маклер", французький "куртьє" або "біржовий агент", російський "спекулянт". На перших біржах в одному місці здійснювалась торгівля як товарами, так і цінними паперами. Лише на початку XIX ст. в Європі починають формуватись самостійні фондові біржі.

Перша фондова біржа в Російській імперії була відкрита в Санкт-Петербурзі в 1703 році, а на Україні перша біржа була створена в Києві в 1865 році. До 1914 року в країні діяло вже 115 бірж, на яких, крім інших, здійснювались опе­рації з цінними паперами. З початком першої світової війни робота бірж була офіційно припинена. В серпні 1914 року була закрита Київська біржа і припинено котирування цінних паперів на Санкт-Петербурзькій біржі.

Біржова торгівля відродилась в СРСР лише в роки непу. Першу біржу радянського періоду було відкрито в Москві 29 грудня 1921 р. В 1922 році почали створюватись фондові відділи на товарних біржах, а також відособлені фондові біржі.

В Україні фондові біржові операції були регламентовані постановою РНК УРСР від 23 березня 1923 р.1, яка була прийнята на основі Постанови РНК РСФСР від 20 жовтня 1922 р.

Український фондовий ринок у ті роки посідав значне місце в структурі загальнодержавного ринку. Загальносоюз­ний обіг цінних паперів у 1925—1926 рр. складав 387,8 млн рублів, а частка центральної в Україні (в той час столичної) Харківської біржі складала 78,1 млн рублів. На Київський фондовий відділ припадало 1,1 відсотка загальносоюзного обігу.

За посередництвом фондових біржових операцій здійсню­валась торгівля іноземною валютою, в тому числі векселями та чеками в іноземній валюті, банкнотами Держбанку, дер­жавними цінними паперами, акціями та паями акціонерних та пайових товариств, належним чином зареєстрованих орга­нами радянської влади, а також благородними металами в злитках.

У 1930 році внаслідок ліквідації багатоукладності в еконо­міці країни та переходу до директивного розподілу, біржі, в тому числі й фондові, було закрито, і торгівля цінними папе­рами стала переслідуватись у кримінальному порядку.

Лише в 1991 році, після прийняття Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", фондова біржа знову отримала в Україні право на існування.

У цьому Законі визначено, що фондова біржа може бути створена у формі акціонерного товариства, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та здійснює свою діяльність відповідно до чинного законодавства (ст. 33).

Своєю діяльністю фондова біржа забезпечує:

перерозподіл на комерційній основі фінансових ресурсів між юридичними та фізичними особами шляхом організації купівлі-продажу фондових цінностей;

сприяння становленню й розвитку фондового ринку та на­лежне розповсюдження інформації про нього;

підвищення довіри інвесторів до вкладення на довгостро­ковій основі вільних грошових коштів у фондові цінності;

контроль за діяльністю учасників біржових торгів, захист їхніх інтересів та інтересів інвесторів.

Відмінною рисою фондової біржі є некомерційний харак­тер її діяльності. Основна мета діяльності біржі — створення належних умов для широкомасштабної та ефективної торгівлі цінними паперами — не сумісна з комерційними підходами до її роботи.

Доходи біржі обмежуються сумами, необхідними для за­безпечення її нормального функціонування та розвитку і практично не використовуються для виплати дивідендів суб'єктам, що внесли свої кошти в статутний фонд біржі. Щоб одержувати високий прибуток від роботи біржі, необхідно було б максимально збільшити збори з її членів та емітентів, що змусило б частину з них шукати інше місце для укладання угод. У статуті Московської міжнародної фондової біржі, на­приклад, прямо вказано (ст. 1.2), що "біржа не переслідує мету одержання власного прибутку і не виплачує доходів від своєї діяльності власникам акцій біржі"1. Таке саме положен­ня було внесено у березні 1994 року до Статуту Української фондової біржі. Основними статтями доходу фондової біржі є: акциз (податок на угоду), що стягується з членів біржі за кожне замовлення, виконане в торговому залі;

плата компаній за включення їх акцій у біржовий список;

щорічні внески компаній, які використовуються біржею на підтримання їхнього лістингу в належному стані;

плата компаній за зміни в лістингу, наприклад, у зв'язку із змінами в їхньому капіталі тощо;

вступні внески нових членів;

епізодичні внески членів біржі на покриття поточних збит­ків або створення необхідних резервів.

Таким чином, зацікавленість членів біржі в її діяльності не пов'язана з отриманням прибутку від вкладення в біржу ка­піталу. Участь у біржі породжена потребою в організації, яка могла б концентрувати у своїх стінах численні заявки, які поступають із зовні на придбання та продаж високоліквідних цінних паперів і забезпечувала б завдяки цьому можливість швидко укладати по них угоди за цінами, що відображують реальну кон'юнктуру досить представницького ринку. Тому до кола членів фондової біржі, як правило, входять тільки ті суб'єкти, які професійно займаються діяльністю з цінними паперами.

Відповідно до ст. 33 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" фондову біржу в Україні може бути створено не менш як 20 засновниками — торговцями цінними папе­рами, які мають дозвіл на здійснення комерційної і комісійної діяльності по цінних паперах. Таким чином, законодавство України визначає, що членами фондової біржі можуть бути тільки юридичні особи.

Питання про членство у фондовій біржі фізичних та юри­дичних осіб у різних країнах знаходить неоднакове вирішен­ня. В одних країнах (наприклад, у США, Великобританії) членами фондової біржі можуть бути виключно фізичні особи, в інших (у Японії, Канаді) — тільки юридичні особи, в третіх (у Німеччині, Італії) — і фізичні, і юридичні особи. При цьому, якщо допускається персональне членство в біржі фізичних осіб, то мається на увазі, що вони повинні бути акціонерами (пайщиками), директорами або співробітниками досить крупних фірм, які професійно займаються операціями з цінними паперами. Неоднозначне також вирішується питання про допуск до біржових операцій іноземних суб'єктів господарської діяль­ності. У більшості країн іноземним юридичним і фізичним особам, що відповідають певним вимогам, дозволено за­йматись операціями з цінними паперами на національних ринках. Водночас в окремих країнах (наприклад, у Канаді, Франції) іноземні особи не можуть бути членами біржі, а частка їх капіталу в статутному фонді фірм — членів біржі обмежується.

Українське законодавство не містить будь-яких заборон щодо участі іноземних суб'єктів у біржових операціях.

Питання про можливість участі в біржі комерційних банків також вирішується далеко не однозначно. В одних країнах (у США, Канаді) комерційним банкам заборонено бути членами біржі. В інших (Німеччина, Нідерланди, Швейцарія) комер­ційні банки, навпаки, становлять основне ядро біржової тор­гівлі. В Україні банки, відповідно до ст. 26 Закону "Про цінні папери і фондову біржу", після дотримання відповідних вимог можуть набувати статусу торговців цінними паперами. Таким чином, вони можуть безпосередньо виступати заснов­никами фондової біржі і брати участь у торгах.

Державну реєстрацію фондових бірж в Україні здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку у відповідності з Положенням про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяль­ності, затвердженим її наказом № 9 від 15 січня 1997 р.

Згідно з цим положенням статус фондової біржі можуть одержати юридичні особи, створені на умовах, визначених законодавством, як організаційно оформлені централізовані ринки та електронні торговельно-інформаційні мережі (ЕТІМ)1, на яких постійно здійснюється торгівля цінними паперами або похідними цінними паперами, якщо вони від­повідають вимогам щодо:

а) укладення біржових угод тільки між засновниками та членами біржі та/або ЕТІМ;

б) наявності процедури відбору цінних паперів або інших фінансових інструментів, що відповідає певним вимогам щодо умов їх випуску та обігу;

в) високого рівня концентрації попиту і пропозиції на цінні папери або похідні цінні папери;

г) визначення ринкових цін на цінні папери як базового показника для індикації стану фондового ринку та ринку похідних цінних паперів України;

д) надання інших, крім торговельних, послуг клієнтам тіль­ки через посередництво членів біржі;

е) наявності процедури відбору брокерів/ділерів і вимог щодо їх професійної кваліфікації;

є) наявності правил (регламенту) торгівлі та стандартних торговельних процедур;

і) централізації реєстрації угод і розрахунків щодо них, встановлення офіційного біржового курсу;

й) наявності систем нагляду за діяльністю членів біржі та брокерів/ділерів і дотримання ними норм професійної та ділової етики, а також дисциплінарних норм і санкцій на рівні, не нижчому від встановленого законодавством для сек­тора ринку, організатором торгівлі на якому є дана біржа;

к) наявності у керівників і провідних фахівців фондової біржі, безпосередньо залучених до біржової діяльності, квалі­фікації спеціаліста відповідного профілю, згідно з переліком видів професійної діяльності на ринку цінних паперів, яка підтверджується кваліфікаційними посвідченнями встановле­ного зразка, що видаються атестаційною комісією, склад і порядок роботи якої визначаються Державною комісією;

л) забезпечення сталого і ефективного функціонування системи інформації про цінні папери та інші фінансові інстру­менти, їх ціни та умови обігу на території України.

На реєстрацію до ДКЦПФР подаються такі документи:

заява про видачу свідоцтва фондовій біржі;

нотаріально засвідчена копія свідоцтва про державну реєстрацію фондової біржі як юридичної особи;

у випадках, передбачених антимонопольним законодавст­вом, копія рішення органів Антимонопольного комітету про надання згоди на створення господарюючого суб'єкта;

нотаріально засвідчені копії Статуту фондової біржі та правил торгівлі цінними паперами, які повинні відповідати вимогам ст. 34 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" з урахуванням вимог Закону України "Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" та Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності;

нотаріально засвідчена копія установчого договору фондо­вої біржі;

висновок аудитора (аудиторської фірми) про склад статут­ного фонду акціонерного товариства, форму внесків (грошові кошти, матеріальні цінності, цінні папери, інтелектуальна власність тощо) та обсяг сплаченої кожним із засновників частини статутного фонду;

список усіх суб'єктів підприємницької діяльності, за­реєстрованих в Україні, де фондова біржа виступає заснов­ником, акціонером, учасником, з зазначенням тих, на які при­падає понад 5 відсотків статутного фонду, що належить біржі;

список філій, відділень, представництв біржі;

правила фондової біржі, які мають містити процедури організації торгівлі цінними паперами, що відповідають вимогам статті 34 розділу 2 Закону "Про цінні папери і фон­дову біржу", та вимогам Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності;

список членів біржі (власників і орендарів брокерських місць), складений в алфавітному порядку із зазначенням назви, поштової адреси і телефону члена біржі;

список зареєстрованих брокерських контор;

копії положень, статутів філій та дочірніх відділень біржі, списки їх членів (акціонерів), складені в алфавітному поряд­ку із зазначеною для кожного акціонера назвою, поштовою адресою і телефоном та структурою розподілу акцій між чле­нами (акціонерами);

список зареєстрованих на біржі брокерських контор і брокерів/ділерів;

перелік цінних паперів, що котируються на біржі, із зазна­ченням емітентів і характеристик емісій цінних паперів;

список посадових осіб біржі, керівних працівників, членів біржової ради із зазначенням прізвища, імені та по батькові, посади, дати зайняття посади, наявності освіти, наукового ступеня, кваліфікаційного посвідчення ДКЦПФР, діяльності, якою займався раніше, засобів зв'язку (телефону, факсу, те­летайпу, е-мейл);

список посадових осіб, керівних працівників, членів постійних рад (комісій, комітетів) кожної філії чи дочірнього відділення біржі із зазначенням прізвища, імені та по бать­кові, посад;

список спеціалістів котирувальної, арбітражної, ревізійної комісій;

список членів дисциплінарного суду біржі;

біржові бюлетені з організації торгівлі державними паке­тами цінних паперів, якщо купівля-продаж цих пакетів постійно здійснюється на даній біржі;

положення, інструкції та методичні матеріали з підготовки та проведення біржових операцій у режимі аукціону на тор­говельному майданчику та/або в системі електронного обігу цінних паперів у режимі котирування, поза котируванням, у залежності від виду цінних паперів (акції, облігації, похідні цінні папери), форми випуску (документальна чи без документальна) та умов введення цінних паперів до продажу;

правила аукціонної торгівлі фінансовими інструментами, що не включені до загальнобіржових Правил (векселями, похідними цінними паперами тощо);

положення та інструкції депозитарію (якщо він обслуговує дану біржу), що мають відповідати вимогам Тимчасового положення про депозитарії та депозитарну діяльність, затвер­дженого наказом ДКЦПФР № 117 від 21 травня 1996 р.;

інші положення та інструкції, що забезпечують гарантію укладення біржових угод і захист прав клієнтів біржі;

копію платіжного доручення про перерахування плати за видачу свідоцтва.

Усі документи заявника не можуть за давністю переви­щувати двох місяців від часу оформлення до моменту їх подання та мають бути підписані керівником біржі і засвід­чені печаткою юридичної особи.

Установчі документи та правила фондової біржі, що пода­ються до ДКЦПФР, мають містити Інформацію щодо:

правового статусу і функцій біржі; порядку застосування правил біржі; засад професійної етики; видів і оплати послуг за допуск цінних паперів до коти­рування на біржі, за реєстрацію угод, біржового збору за допуск та реєстрацію брокерської контори, біржового збору за реєстрацію договору оренди брокерського місця (якщо можливість оренди брокерських місць передбачена статутом біржі) та біржового збору за допуск брокера до виконання операцій в ЕТІМ, якщо використання ЕТІМ передбачене правилами; обов'язків членів біржі щодо ведення обліку операцій; порядку діяльності і розпорядку роботи біржової ради; системи інформаційного забезпечення та вимог до порядку формування офіційного біржового бюлетеня; правил ведення розрахунків;

санкцій за порушення процедур біржової торгівлі (вида­лення порушника з торговельного залу, накладення штрафу, тимчасове позбавлення права на торгівлю, остаточне позбав­лення права на торгівлю тощо).

Фондова біржа одержує в ДКЦПФР свідоцтво про реєстрацію, яке є підставою для здійснення нею діяльності, визначеної статутом і правилами. Щомісяця 1-го числа вона повинна подавати ДКЦПФР список зареєстрованих протягом місяця на біржі нових брокерських контор із зазначенням їх найменування та юридичної адреси, перелік брокерських кон­тор, діяльність яких призупинена (з відповідним обґрунтуванням), а також повідомляти про зміни і доповнення у складі членів біржі та про обсяги укладених угод.

Свідоцтво видається терміном на 2 (два) роки і діє на всій території України. Продовження терміну дії свідоцтва здій­снюється в порядку, встановленому для його одержання.

Діяльність фондової біржі після закінчення терміну дії свідоцтва не допускається. Після ліквідації або реорганізації фондової біржі, про що вона у триденний термін зобов'язана повідомити ДКЦПФР, видане свідоцтво втрачає силу.

Законодавством України встановлені певні обмеження щодо формування статутного фонду фондової біржі. Зокрема, не допускається формування статутного фонду біржі недер­жавними цінними паперами. У разі формування статутного фонду довгостроковими (не менше року) державними цінними паперами їх частка не повинна перевищувати ЗО відсотків. -

Крім того, частка статутного фонду фондової біржі, що належить одному акціонеру — торговцю цінними паперами, не може перевищувати 5 відсотків розміру статутного фонду.

На фондових біржах здійснюються операції з акціями ак­ціонерних товариств, облігаціями підприємств, облігаціями внутрішніх позик, казначейськими зобов'язаннями України, ощадними сертифікатами, векселями, документами, що засвідчують право їх власника на придбання або відчуження цінних паперів, зазначених вище, або є похідними від них, а також документами, пов'язаними з рухом кредитних ресурсів і валютних цінностей.

Звичайно, в біржовому обороті продається відносно неве­лика частина від загальної кількості цінних паперів, що обертаються на території тієї чи іншої країни. Це пояснюється тим, що фондові біржі висувають жорсткі вимоги до емітен­тів, які бажають, щоб їхні папери продавались на торгових зборах біржі. Проте, незважаючи на цю обставину та певні витрати, пов'язані з включенням цінних паперів у біржовий котировочний бюлетень (лістингом), багато емітентів праг­нуть до того, щоб їхні папери котирувались на біржі, оскільки лістинг дає їм цілий ряд переваг.

По-перше, включення цінних паперів до котировочного бюлетеня біржі дозволяє зробити цінні папери більшвідо­мими для інвесторів і більш доступними для купівлі, що значно підвищує їх привабливість, сприяє збільшенню кіль­кості укладених по них угод і підвищенню курсу.

По-друге, у разі випуску емітентами, чиї цінні папери котируються на біржі, нових видів паперів, витрати, пов'язані з їх розміщенням, як правило, значно менші порівняно з витратами емітентів, чиї цінні папери не обертаються на біржі.

По-третє, котирування цінних паперів на фондовій біржі надає емітенту додаткової популярності, формує позитивну громадську думку про нього, що може сприяти підвищенню попиту на продукцію і послуги компанії.

По-четверте, збільшується установочна вартість цінних паперів для застави, оскільки за інших рівних умов кредитори скоріше приймуть у заставу папери, внесені до котировочного бюлетеня фондової біржі.

По-п'яте, допуск до котирування сприяє формуванню реальних цін на цінні папери емітента та дозволяє більш точно визначити його фінансовий потенціал і вартість активів.

Законодавством України, зокрема Положенням про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, визначаються мінімальні вимоги, які фондові біржі повинні пред'являти до цінних паперів, допущених до котирування.

Так, правилами фондової біржі має бути передбачена наяв­ність порядку допуску (лістингу) цінних паперів до офіцій­ного та неофіційного котирування. Умовами допуску визна­чаються вимога, згідно з якими в офіційному котируванні мають перебувати цінні папери, емітенти яких задовольняють певним економічним та фінансовим критеріям, що встанов­лені біржею, та регулярно розповсюджують інформацію про свою діяльність. Це вимога передбачають такі кількісні показники діяль­ності емітента, цінні папери якого перебуватимуть в офіцій­ному лістингу:

мінімальна величина активів має становити суму, еквіва­лентну 400 000 ЕКЮ;

прибуток за останній балансовий рік (за кожний рік із двох, що є попередніми відносно останнього балансового ро­ку, в сумі, еквівалентній 80 000 ЕКЮ, або сумарний прибуток за останні три роки в сумі, еквівалентній 220 000 ЕКЮ, за умови, що кожен рік повинен бути прибутковим);

кількість випущених у обіг акцій не менше ніж 1 000 000 штук;

кількість акціонерів, що володіють не менш як 100 акціями, має становити не менш, як 2000 осіб або загальна кількість акціонерів не менш ніж 2200 осіб.

В офіційному лістингу можуть знаходитися цінні папери, які випущені та зареєстровані відповідно до чинного законо­давства.

Допуск цінних паперів емітента повинен передбачати міні­мальний рівень розповсюдження невеликих пакетів цінних паперів, який не перевищує рівня, встановленого біржею для офіційного котирування. Порядок допуску цінних паперів до котирування на біржі має визначатися окремим положенням, що передбачає подання емітентом заяви про допуск до офі­ційного котирування на фондову біржу (безпосередньо або через уповноважену ним особу), згідно з якою емітент бере на себе зобов'язання:

подавати на біржу звіти чергових або позачергових за­гальних зборів акціонерів;

негайно інформувати біржу про внесення до статутних документів змін і про рішення емітента, що стосуються його цінних паперів;

узгодити з біржею графік випуску та передплати (розмі­щення) цінних паперів, а також проведення будь-якої іншої фінансової операції, що включає пільгові права, тобто права, які стосуються цінних паперів, допущених до офіційного котирування;

узгодити з біржею графік проведення технічних процедур будь-якої операції з власними цінними паперами, зокрема, виплати відсотків і дивідендів;

надсилати біржі усі розповсюджені ним офіційні повідом­лення або публікації, а також будь-який матеріал, що містить економічну та фінансову інформацію, яку емітент має намір опублікувати;

забезпечувати на ринку цінних паперів безкоштовне для власників іменних цінних паперів обслуговування своїх цінних паперів і виплату відсотків, погашень і дивідендів, а також попереджувати біржу про будь-які зміни у призначенні посередників, що здійснюють її фінансове обслуговування;

періодично повідомляти біржу про загальну кількість голо­сів для наступної публікації відповідного повідомлення в офі­ційному виданні біржі;

публікувати в офіційному виданні біржі інформаційні повідомлення про перший та наступні випуски своїх цінних паперів;

виконувати накази, що видаються Державною комісією та іншими органами державної влади щодо захисту інтересів інвесторів та їхніх прав на інформацію.

До прийняття рішення про допуск (лістинг) цінних паперів емітента до офіційного котирування біржа повинна укласти з ним двосторонню угоду про підтримання лістиніу згідно з положенням про допуск. В інтересах ринку цінних паперів та інвесторів біржа може обмежити допуск особливими умо­вами, які емітент зобов'язаний виконати.

Емітента, який подав заяву, біржа повинна повідомляти про своє рішення протягом визначеного нею терміну, раху­ючи від дня надходження заяви про допуск цінних паперів до офіційного котирування, або, якщо біржа вимагає від емітента додаткових відомостей, — протягом ЗО (тридцяти) Днів з дня надходження цих відомостей.

Допуск цінних паперів повинен оголошуватися через офі­ційне повідомлення, яке публікується в офіційному виданні біржі. У повідомленні мають бути вказані умови котирування та дата першого котирування.

Правила допуску (лістингу) повинні передбачати процеду­ру вилучення цінних паперів з котирування (делістингу), або цю процедуру оформляють окремим положенням.

Цінний папір може бути вилучений з офіційного коти­рування за вимогою емітента, державного представника або за ініціативою біржі, що має бути належним чином обґрунтовано.

Біржа може прийняти рішення про вилучення цінного папера з офіційного котирування у таких випадках:

незначне співвідношення щоденного обсягу операцій щодо даного цінного папера до загальної кількості одиничного цінного папера, яка перебуває в обігу, та до кількості коти­рувань за рік;

відсутність виплати відсотків, дивідендів чи погашень про­тягом останніх трьох років;

незначне співвідношення кількості одиниць цінного папе­ра, які знаходяться у власників невеликих пакетів, до їх за­гальної кількості;

порушення емітентом своїх зобов'язань щодо інформуван­ня власників цінних паперів та біржі про свою діяльність;

порушення правил біржі;

подання заяви про неплатоспроможність емітента;

ліквідація емітента.

Біржа має право приймати рішення про вилучення одного виду цінного папера емітента з одночасним вилученням інших видів цінних паперів того ж емітента з офіційного котирування.

Дата фактичного вилучення цінного папера повинна публі­куватися в офіційному виданні біржі.

Вимоги, які пред'являють фондові біржі до емітентів, що бажають торгувати на них своїми цінними паперами, вста­новлюються статутами та правилами бірж і часто відрізня­ються навіть на біржах однієї держави. Як правило, одні фон­дові біржі пред'являють більш жорсткі вимоги, інші — менш суворі.

На Українській фондовій біржі, наприклад, відповідно до ст. 2.1.1 Правил біржі офіційне котирування складається з двох котирувальних відділень: К-1 і К-2.

У першому відділенні знаходяться цінні папери, емітенти яких задовольняють економічним та фінансовим критеріям, що встановлені Вищим біржовим комітетом. Ці емітенти зобов'язані регулярно розповсюджувати інформацію про свою діяльність.

У другому відділенні знаходяться цінні папери, емітенти яких не відповідають повністю економічним і фінансовим критеріям, що встановлені для цінних паперів відділення К-1. Проте економічне та фінансове становище цих емітентів визнається кількісно та якісно задовільним щодо вимог, які висуваються УФБ. Обов'язки щодо розповсюдження інформації зберігаються такі ж, як і для емітентів паперів відділення К-1.

На Українській фондовій біржі рішення про допуск цінних паперів до офіційного котирування приймається за умов відповідності емітента вимогам, встановленим Положенням про допуск (лістинг) цінних паперів і вилучення їх з обігу та котирування на Українській фондовій біржі.

Зокрема, мінімальний статутний фонд емітента повинен складати не менш 50 000 мінімальних заробітних плат, а міні­мальна загальна кількість засновників (акціонерів) має бути не менш однієї тисячі юридичних і фізичних осіб.

Для порівняння, статутний капітал компанії для допущен­ня до лістингу на Токійській фондовій біржі повинен бути не менше 1 млрд ієн, на Нью-Йоркській — 60 млн аме­риканських доларів.

На фондових біржах багатьох країн при проведенні лістингу беруть до уваги також об'єктивні показники фінан­сового стану та стабільності емітента. Монреальська біржа, наприклад, ставить таю вимоги до компаній, що претендують на лістинг.

До доходів емітента: для промислових, інвестиційних ком­паній і компаній по нерухомості — мінімальний чистий доход за останній фінансовий рік повинен становити не менше 100 000 канадських доларів (для компаній, що перебувають у стадії становлення, — 50 000 канадських доларів);

До мінімальних чистих нематеріальних активів — 1 млн канадських доларів для діючих компаній і 500 000 канадських доларів для компаній, що перебувають у стадії становлення.

Крім того, всі емітенти повинні бути прибутковими за останні три фінансових роки або мати за останні півроку випуск цінних паперів у вільний продаж по проспекту2.

На фондових біржах багатьох країн кількість осіб, які мо­жуть брати участь у торгах, обмежена, і тому членами бірж можуть стати лише суб'єкти, які придбали право на здійснен­ня біржових операцій (купили місце на біржі)3. Таке право після його набуття стає власністю покупця і може, з урахуванням певних обмежень, які містить статут біржі, бути відчужене.

Система купівлі та продажу біржового місця існує на фон­дових біржах США, Японії, Франції, Канади, Італії та деяких інших країн. Статутами багатьох бірж, організованих у формі акціонерних товариств, визначено, що купівля місця на біржі нерозривно пов'язана з придбанням частки в статутному ка­піталі біржі. На біржах, які не обмежують кількість своїх членів, системи продажу та купівлі місця, як правило, не існує.

Як уже згадувалось вище, фондова біржа, забезпечуючи концентрацію попиту та пропозиції на цінні папери, не в змозі вмістити всіх, хто бажав би продати або купити ці папери. Всі функції проведення біржових операцій виконують *біржові посередники.* Завжди в окремо взятій біржовій угоді задіяні три сторони — продавець, покупець і посередник.

На початкових етапах фондової торгівлі модель операцій з цінними паперами дуже проста — один посередник зводить продавця з покупцем. З ростом масштабів фондових операцій з'являється інша модель — покупець звертається до одного посередника, а продавець до іншого, і вірогідність їх звернен­ня до одного й того самого посередника є дуже малою. За ще більшої інтенсивності фондових операцій складається третя модель — тепер вже самі посередники потребують допомоги, і між ними з'являється ще один — центровий по­середник.

Виконуючи свої функції, біржові посередники можуть діяти двояко.

По-перше, за свій рахунок, стаючи на певний час власниками цінних паперів і отримуючи доход як різницю між курсами їх купівлі й продажу. Таких посередників, як уже зазначалось, називають ділерами.

По-друге, працювати за певний процент від суми угоди, тобто за комісійну винагороду, просто приймаючи від своїх клієнтів доручення на купівлю-продаж цінних паперів.

У першій і другій моделях фондових операцій біржовий посередник може виступати або в одній якості, або в іншій. У третій моделі додержується принцип поділу функцій: цен­тровий посередник працює за свій рахунок, а флангові — на комісійних засадах. Третя модель тривалий час, аж до середини 80-х років, існувала на біржі в Лондоні, за нею до цього часу функціонує Нью-Йоркська фондова біржа. Центровий посередник у Лондоні йменувався "джоббером", у Нью-Йорку — "спеціалістом". Флангові посередники всюди іменуються брокерами.

Операція купівлі-продажу цінних паперів на фондовій біржі проходить через три етапи, які характеризуються різни­ми правовими наслідками та особливостями поведінки її учасників. Умовно ці етапи можна назвати так:

 1) підготовка до укладення угоди;

 2) торгівля;

3) розрахунки між сторонами.

У процесі підготовки до укладення угоди біржовий посе­редник (брокерська контора) отримує від своїх клієнтів роз­порядження на купівлю або продаж цінних паперів, здійснює їх систематизацію та облік. Вказані операції відбуваються в офісі контори, після чого відповідні вказівки передаються брокеру безпосередньо на фондову біржу.

Вимоги до біржових замовлень, відповідно до п. 17 Поло­ження про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інфор­маційних систем і регулювання їх діяльності, встановлюються правилами біржі і можуть включати норми, згідно з якими ці замовлення повинні передаватися на біржу будь-яким спо­собом, який влаштовує клієнта і брокерську контору. Умови передачі замовлення можуть визначатися для клієнтів бро­керської контори договором про відкриття рахунка або іншим договором, що передбачає участь агента брокерської кон­тори — збирача замовлень. Біржа або брокерська контора мо­жуть поставити вимогу, щоб передані в усній формі замов­лення були підтверджені письмово.

Брокерська контора повинна нести відповідальність перед своїми клієнтами за умови виконання і своєчасність передачі замовлень на ринок. Біржа може включати в правила норму, що забороняє взаємокомпенсацію замовлень клієнтів як у самій брокерській конторі, так і з іншими брокерськими кон­торами до передачі замовлень на ринок, або дозволяти вико­нання замовлень на позабіржовому ринку.

Правила фондової біржі можуть забороняти брокерській конторі узагальнювати замовлення клієнтів, що стосуються одного і того ж цінного папера і включають однаковий обме­жувальний курс, до їх передачі на ринок, окрім випадків, дозволених біржею для цінного папера з незначною номінальною вартістю.

Торгівля починається з розповсюдження брокером на біржі інформації про бажання продати або придбати певні цінні папери за певну ціну. На основі таких інформація різні бро­кери порівнюють розпорядження купівлі та розпорядження продажу, одержані ними. Якщо умови цих розпоряджень пов­ністю співпадають і угода купівлі-продажу цінних паперів може бути укладена, відбувається акцептапія пропозицій кон­трагентів брокерами, котрі представляють інтереси продавця і покупця, яка фіксується не тільки сторонами, але й фондо­вою біржею.

Якщо торгівля на фондовій біржі здійснюється шляхом аукціону, порядок організації аукціонів у торговельному залі фондової біржі (торгівля "з голосу") має бути визначений у правилах фондової біржі або в іншому документі з урахуван­ням вимог щодо:

визначення видів угод, що можуть укладатися способом онкольного аукціону;

учасників аукціонів;

процедури ведення аукціонів;

визначення видів наказів брокерам/ділерам на купівлю-продаж цінних паперів (ринковий, лімітний, стоп-наказ тощо);

оформлення біржових угод;

форми оголошення замовлень.

Процедури здійснення біржової торгівлі, встановлені пра­вилами біржі, повинні містити в собі: а) принципи котируван­ня цінних паперів, угоди щодо яких здійснюються на біржі, б) введення цінних паперів, прийнятих на офіційне коти­рування, до продажу та в) способи і періодичність повідом­лення біржі, яке уточнює дату першого котирування і обра­ний механізм введення до продажу.

Залежно від становища на ринку після котирування (аб­солютна або неповна рівновага, ринок, обмежений в нерівно-вазі, тощо) біржа повинна публікувати біржовий курс цінних паперів. Якщо неможливо визначити курс, біржа не публікує ніякої інформації про стан ринку (ринок поза котируванням). Правилами може визначатися, що курси узагальнюються через біржовий індекс, оприлюднення якого є обов'язковим.

Завданням системи клірингу є визначення взаємних зобов'язань сторін угоди купівлі-продажу цінних паперів на момент її виконання і, при цьому, мінімізація переміщень як цінних паперів, так і грошових коштів.

Залежно від особливостей здійснення розрахунків між сто­ронами угоди розрізняють дві системи клірінгу: 1) одинична система; 2) залік.

За одиничної системи покупець цінних паперів після укладення угоди переводить грошові кошти або їх еквівалент у допустиму для продавця форму. Продавець, у свою чергу, тримає цінні папери у формі, придатній для поставки покуп­цю. Після цього обидві сторони обговорюють певний меха­нізм обміну паперів на гроші. Всі подальші угоди між сторо­нами протягом цього біржового дня здійснюються за цією самою схемою, але повністю незалежно від попередніх або подальших угод.

Система заліку використовується за значної інтенсивності фондових операцій і дозволяє звести розрахунки по певному виду цінних паперів до мінімальної кількості їх передач.

Існує три варіанти заліку: 1) двосторонній залік; 2) бага­тосторонній залік; 3) безперервне залікове виконання.

Двостороннім, або попарним, визнається залік, який відбу­вається між двома одними і **тими** самими сторонами, які протягом одного робочого біржового дня уклали кілька угод щодо одного виду цінних паперів. У цьому випадку система двостороннього заліку дозволяє визначити підсумкове число належних передачі кожною стороною цінних паперів або суму грошей. Двосторонній залік, незважаючи на те, що він є най­простішою формою заліку, зменшує кількість і спрощує процес розрахункових операцій під час виконання угод ку­півлі-продажу цінних паперів на фондовій біржі.

Використання в процесі розрахунків багатостороннього за­ліку є кроком на шляху до більш ефективних методів клірингу. Учасник біржової торгівлі може укласти за день значну кількість угод щодо одного виду цінних паперів з багатьма сторонами, але багатосторонній залік може при­звести до того, що він матиме одне-єдине зобов'язання **або** право на одержання перед однією або декількома сторонами.

Нарешті, в системі безперервного залікового виконання (БЗВ) використовується метод багатостороннього заліку. Однак розрахунки за угодами, укладеними певним учасником торгів за один день, не зводяться до підсумкового результату, а всі незакриті його зобов'язання зараховуються проти угод наступного робочого дня.

Однією з характерних рис БЗВ є вклинення клірингової палати між сторонами угоди в ролі протилежної сторони для кожної з них. Таким чином, сторони угод стають боржниками або кредиторами клірингової палати, а не один одного, що значно зменшує ризик невиконання умов угоди однією із сторін. Це пояснюється тим, що невиконання зобов'язань перед кліринговою палатою може призвести в кінцевому результаті до відлучення боржника від участі в торгах на біржі, а клірингова палата зі свого боку справно виконує зобов'язання перед усіма учасниками заліку.

Система безперервного залікового виконання розроблена з метою досягнення повної автоматизації та максимального використання заліку в процесі розрахунків за угодами по цінних паперах. Шляхом зведення в єдине найбільшої кіль­кості угод БЗВ зменшує до мінімуму зобов'язання по постав­ці цінних паперів. Система БЗВ може продуктивно функці­онувати лише в країнах з розвинутим фондовим ринком, оскільки вона вимагає використання автоматичної системи безготівкових розрахунків у високо централізованій та керо­ваній інфраструктурі.

Для нашої країни створення ефективної системи клірингу має стати ключовим кроком до спрощення розрахунків і зни­ження ризику при виконанні біржових угод по цінних папе­рах. Необхідно, в першу чергу, визначити найбільш опти­мальний, з урахуванням рівня розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, тип системи клірингу, здатний справно фун­кціонувати на українських фондових біржах. Це одна з основ­них умов обмеження кількості незавершених угод та істотно­го зменшення ринкової вразливості.

Законодавством України передбачені заходи, які мають здійснюватись на фондових біржах з метою забезпечення виконання біржових угод. Зокрема, відповідно до Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, для забезпечення гарантій щодо виконання зобов'язань правилами біржі має бути перед­бачено, що активи повинні вноситися учасником у вигляді коштів та/або державних цінних паперів як застави, зарахо­вуватися на кліринговий рахунок і утворювати гарантійний фонд, який депонується на рахунках у банку, уповноваже­ному учасниками на здійснення розрахунково-клірингових функцій. Поточний гарантійний внесок має вираховуватися у від­сотках від котирувальної ціни, яка встановлюється для кож­ного контракту, та вноситися учасником за кожну відкриту позицію.

Крім того, правилами фондової біржі може бути встанов­лено, що брокерська контора відповідає перед біржею за ство­рення на рахунках клієнтів необхідних запасів цінних паперів (у випадку продажу) і коштів (у випадку купівлі) перед пере­дачею замовлення на ринок. Біржа ні в якому разі не може відповідати за відсутність необхідних запасів цінних паперів або коштів.

За власною ініціативою або на вимогу правління біржі брокерська контора має право вимагати передачі коштів або цінних паперів до передачі замовлення на ринок. Якщо подавач замовлення не передав цінні папери брокерській конторі на наступний день після операції купівлі-продажу цінних паперів, які були продані, або грошові кошти для купівлі цінних паперів, то брокерська контора має право без попе­реднього повідомлення здійснити повторну купівлю прода­них, але не переданих цінних паперів або продати викуплені, але не сплачені цінні папери. Всі витрати покриваються за рахунок клієнта, який порушив правила.

Біржа може створювати гарантійний ринковий фонд як некомерційну структуру для сприяння роботі брокерських контор.

Питання щодо створення такого фонду, його діяльності та умов формування і використання мають вирішуватися збо­рами акціонерів та визначатися відповідним положенням, погодженим з Державною комісією.

Гарантійний ринковий фонд біржі створюється для того, щоб кожен із учасників ринку, який уклав на ньому угоду, мав змогу успішно її реалізувати навіть у тому разі, коли її умови не були дотримані.

За наявності на біржі гарантійного ринкового фонду кожна брокерська контора повинна бути його членом і брати участь у його фінансуванні, перераховуючи кошти на його рахунок.

Порядок обов'язкового оприлюднення біржових цін має визначатися правилами фондової біржі і передбачати фік­сацію та публікацію в офіційному виданні біржі найвищого та найнижчого курсів цінного папера (цінних паперів) кож­ного найменування, а також курсу цінного папера (цінних паперів) кожного найменування на момент завершення бір­жового дня ("закриття біржі") та чисту зміну курсу на цей момент порівняно з курсом на момент завершення поперед­нього біржового дня.

З метою здійснення клірингових операцій при фондових біржах утворюються розрахункові, так звані клірингові, палати. Як правило, клірингові палати створюються на базі одного з банків, який повністю виконує функції щодо клірингу біржових операцій шляхом відкриття рахунків кож­ному учаснику біржі та виконання по них відповідних розра­хунків згідно з укладеними угодами.

У світовій практиці кліринг операцій з цінними паперами здійснюється, за загальним правилом, національним банком тієї чи іншої країни. У Франції — це Банк де Франс, у Німеччині — Центральний земельний банк (Бундесбанк).

На Українській фондовій біржі кліринг операцій з цінними паперами виконує Акціонерний банк "Україна", який і є кліринговим банком.

Кінцевий успіх системи клірингу та виконання біржових угод безпосередньо залежить також від створення та актив­ного функціонування при фондових біржах депозитаріїв цінних паперів.

*Депозитарій цінних паперів —* це спеціалізована посеред­ницька організація, що забезпечує збереження й облік цінних паперів, обслуговує угоди, пов'язані з їх обігом, та, у разі необхідності, поставку паперових бланків фондових інстру­ментів із своїх сховищ у місця, вказані їх власниками.

Вигода використання системи депозитаріїв цінних паперів полягає в тому, що вони значно спрощують виконання угод по цінних паперах і водночас дозволяють уникнути великих переміщень останніх. При виконанні угоди необхідно лише перекласти відповідні цінні папери з одного сейфа депози­тарію, де вони зберігаються, в інший, а не доставляти їх до місця виконання угоди і передавати іншому власнику. Однак це можливо лише за умови, що обидві сторони угоди є учасниками одного і того ж депозитарію.

З метою спрощення операцій по виконанню угод з цінними паперами в більшості країн з цивілізованою ринковою еко­номікою існує система центральних депозитаріїв, клієнтами яких є практично всі учасники біржових операцій цих країн і в яких постійно зберігається основна частина цінних папе­рів, що допущені до біржового обігу. В США, наприклад, центральні депозитарії існують з кінця 60-х років, в Японії — з початку 70-х, у Великобританії — з кінця 70-х. В Україні поки що не створено єдиної системи централь­ного депозитарію. При Українській фондовій біржі функ­ціонує центральний депозитарій, учасником якого може стати будь-яка фінансова установа, яка відповідає вимогам, що встановлені Умовами прийняття в учасники центрального депозитарію цінних паперів при УФБ.

АТ "Центральний депозитарій цінних паперів при УФБ" обслуговує всі операції з безготівковими (дематеріалізовани­ми) цінними паперами, по яких відбувається розміщення чи вторинний обіг на УФБ та її філіях.

Звичайно, коли ми говоримо про центральний депозитарій цінних паперів, то, насамперед, маємо на увазі депозитарій, що здійснює зберігання та облік, а також фіксує переміщення не фізичних, а дематеріалізованих цінних паперів, які існують у вигляді комп'ютерних записів на рахунках.

Однак перевести всі цінні папери в дематеріалізовану фор­му — справа досить клопітка й складна. Про це переконливо свідчить досвід індустріальне розвинутих країн. Системою електронного обігу.

Щодо України, то, враховуючи практичну відсутність в ній централізованої комп'ютерної мережі, яка обслуговувала б операції з фондовими інструментами, говорити про повний перехід українського фондового ринку на операції з цінними паперами в дематеріалізованій формі є справою передчасною.

Указом Президента України від 25 травня 1994 р. а № 247/94 "Про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій" передбачено створення Національного депозитарію для обслуговування електронного обігу цінних паперів в Україні на базі Центрального депозитарію цінних паперів при Українській фондовій біржі (ст. 2). Таким чином, було створено правові засади для появи ще одного з інсти­тутів, притаманних розвинутому ринку цінних паперів. Однак до цього часу Національний депозитарій цінних паперів ще не створений.

Власне, питання про Національний депозитарій в Україні зводиться до питання, на якій базі і з якою метою він має створюватись: на базі АТ "Центральний депозитарій" при УФБ для забезпечення обігу бездокументних акцій та облі­гацій відкритих акціонерних товариств чи на базі депозитарію НБУ для обслуговування обігу державних цінних паперів. Питання залишається відкритим, хоча створення Національ­ного депозитарію передбачено також Концепцією функціо­нування та розвитку фондового ринку України, схваленою постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р.

Згідно з Концепцією, до системи Національного депози­тарію повинні належати Національний депозитарій та його учасники — локальні депозитарії банків, посередники на ринку цінних паперів, спеціалізовані депозитарні установи (реєстратори), регіональні центри сертифікатних аукціонів, які безпосередньо обслуговуватимуть учасників фондового ринку.

Депозитарії тісно співпрацюють з іншими учасниками біржового ринку (кліринговими банками, фондовими біржа­ми), що дозволяє зробити цей ринок більш досконалим і ліквідним і тим самим наблизити його до міжнародних стан­дартів, які існують для ринків цінних паперів. Тим більше, що такі стандарти для міжнародних ринків станом на 1992 рік визначені організацією експертів, яка іменується "Група тридцяти" (Г-30).

Рекомендації Г-30 спрямовані, в основному, на вирішення проблем клірингу та організації фондової торгівлі. Уніфіко­вані вимоги до національних ринків цінних паперів як учасників міжнародної торгівлі викладені в дев'яти рекомен­даціях, прийнятих у березні 1989 року:

1) до 1990 року звірка умов угод між всіма безпосередніми учасниками ринку (брокерами, брокерами/ділерами та іншими членами біржі) мала здійснюватися не пізніше ніж на наступний день після укладення угоди, тобто Т+1;

2) суб'єкти ринку, які не є брокерами/ділерами (інституційні інвестори та інші учасники угод), повинні до 1992 року стати членами системи звірки угод, яка дозволить підтверд­жувати інформацію про деталі угод;

3) кожна країна до 1992 року повинна була мати розви­нутий та ефективно діючий Центральний депозитарій цінних паперів. Умови діяльності та управління депозитарію повинні заохочувати по можливості більш широке розповсюдження його послуг серед інших учасників фондового ринку;

4) кожна країна, шляхом вивчення обсягів ринку та діяль­ності його учасників, повинна визначити доцільність органі­зації заліку угод для зниження ризику та підвищення ефек­тивності ринку. Якщо створення такої системи визнано ко­рисним, це мало бути досягнуто до 1992 року;

5) до 1992 року всі угоди мали виконуватись суворо у відповідності до умови — "поставка проти платежу";

6) грошові платежі, пов'язані з виконанням угод по цінних паперах та з обслуговуванням портфелів цінних паперів, по­винні здійснюватись однаково щодо всіх фінансовим інстру­ментів та ринків;

7) система щоденного заліку мала бути прийнята на всіх фондових ринках. У 1992 році виконання угод повинно було відбуватись через два робочих дні після укладення угоди, в день Т+3. Як орієнтир могло бути прийнято Т+5 найпізніше до 1990 року, але лише там, де це не завадить введенню Т+3 до 1992 року;

. 8) позики цінних паперів повинні бути підтримані як метод підвищення надійності під час виконання угод. Законодавчі та податкові перешкоди, які обмежують цю практику, повинні бути усунені до 1990 року;

9) кожна країна повинна прийняти стандарти Міжнародної Організації по Стандартизації (150) для документообігу по операціях з цінними паперами. Крім того, країни повинні використовувати систему нумерації Цінних паперів 1515 у відповідності із стандартом 150 6166, У крайньому випадку, для міжнародних угод. Як видно, рекомендації мали бути реалізовані як стандарти до 1992 року. Однак визначені строки не були дотримані навіть індустріальне розвинутими країнами, і термін виконан­ня рекомендацій дещо відсунувся.

Заслуговує на увагу той факт, що повне виконання реко­мендацій Г-30 обов'язково викличе тенденції, спрямовані на загальну централізацію фондової торгівлі навколо єдиних на­ціональних фондових бірж і клірингових банків, що обслуго­вують взаємодію практично всіх учасників біржових ринків цінних паперів.

Проблема доцільності існування однієї чи декількох фон­дових бірж свого часу обговорювалась у багатьох країнах. Не стала винятком і Україна, де теж мали місце палкі дискусії щодо необхідності створення нових фондових бірж. При цьому слід зазначити, що законодавство України не містить будь-яких положень щодо кількості фондових бірж, які мо­жуть функціонувати в країні.

В жовтні 1991 року Кабінетом Міністрів України була зареєстрована Українська фондова біржа (УФБ), яка до середини 1995 року була єдиною офіційно зареєстрованою біржею цінних паперів в Україні.

15 травня 1995 р. Кабінетом Міністрів України була зареєстрована ще одна біржа цінних паперів — Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ). Протягом 1995 року тривав період її організаційного становлення, й угоди (опе­рації) з цінними паперами на біржі не відбувалися. Щоправ­да, 12 грудня 1995 р. відбулися торги "з голосу", угоди по яких зафіксовані не були. Загалом у КМФБ 31 засновник, відкрито 9 брокерських контор.

Крім УФБ та КМФБ, організацію вторинної торгівлі облі­гаціями внутрішньої державної позики поклала на себе новостворена фондова секція Української міжбанківської ва­лютної біржі (УМВБ).

Безумовним лідером біржового ринку України є УФБ, яка, враховуючи наявність 27 філій у найбільших містах та обласних центрах України, Східноукраїнського фондового центру (м. Харків) та Південноукраїнського центру УФБ (м. Одеса), є найкрупнішим біржовим утворенням України. Більшість брокерських контор УФБ — це провідні українські банки та інвестиційні компанії. На нашу думку, активізація процесів створення нових фон­дових бірж в Україні є позитивним фактором розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Питання про те, яка із фондових бірж повинна вважатися в Україні провідною, має вирішуватись у процесі конкурентної боротьби.

Крім того, слід мати на увазі, що створення фондової бір­жі — справа досить складна і вимагає значного не тільки матеріального, але й інтелектуального потенціалу. Потрібно також враховувати, що найближчим часом навряд чи можна очікувати бурхливого розвитку в Україні вторинного ринку цінних паперів, який дозволив би ефективно співіснувати багатьом фондовим біржам.

За умов, що склалися на вітчизняному ринку цінних папе­рів, біржам для розвитку такої сфери діяльності, як посе­редницькі послуги, необхідна стратегія, яка включає в себе розробку норм регулювання діяльності біржових посеред­ників. Ця стратегія повинна базуватись на відповідних зако­нодавчих актах, які враховували б усі реалії українського ринку пінних паперів і відсутність яких в Україні є суттєвою перешкодою для розвитку біржових посередників, формуван­ня здорової конкуренції між ними і, таким чином, для роз­витку нашого фондового ринку в цілому.

Законодавчого впорядкування потребує й біржова торгівля похідними цінними паперами — опціонами, ф'ючерсними уго­дами, варантами тощо. Стандарти організованого ринку похідних цінних паперів нині повністю поза увагою чинного законодавства (зокрема, обов'язковість реєстрації похідного цінного папера в державному реєструвальному органі), що дає можливість біржам влаштовувати торги на свій власний розсуд і за правилами, що не відповідають світовим нормам і стандартам.

У 1995 році, згідно з положеннями Концепції функціо­нування та розвитку фондового ринку, з метою недопущення його стихійного та хаотичного розвитку, розпочався процес впорядкування та формування єдиного біржового простору України. Не виключено, що внаслідок законодавчих змін цілком можливою стане реалізація продекламованого Кон­цепцією проекту створення Національної фондової біржі, під егідою якої буде функціонувати єдина біржова система.

Торгівля цінними паперами може здійснюватись не лише на фондовій біржі, але й на ***позабіржовому ринку.*** Значення позабіржових ринків у різних країнах не однакове. В одних державах торгівля поза **біржею** не відіграє істотної ролі, а в інших навіть заборонена. Водночас у деяких країнах, на­приклад у США, позабіржовий ринок отримав бурхливий розвиток.

Що стосується України, то на вторинному ринку цінних паперів, як і на первинному, провідні позиції займає позабір­жовий обіг. Саме поза за межами фондових бірж здійс­нюється реалізація основної частки вперше емітованих цінних паперів і практично вся вторинна торгівля.

Необхідно зазначити, що крім біржового, принципи орга­нізаційно оформленого ринку мають бути поширені й на позабіржовий сектор ринку. Всупереч поширеній думці, цивілізований позабіржовий ринок в Україні донедавна був фактично відсутній, адже угоди, що традиційно вважалися в Україні позабіржовими, згідно зі світовою практикою нале­жать до так званих "угод за домовленістю". Позабіржові угоди повинні здійснюватися в рамках торговельно-інформаційних систем (ТІС), створених торговцями цінними паперами.

*Торговельно-інформащйною системою* визнається юридична особа, яка здійснює діяльність з організації торгівлі на позабіржовому ринку та володіє або управляє ЕТІМ або іншою системою засобів, що надає можливість обміну пропозиціями купівлі та продажу цінних паперів. Статус ТІС юридичні особи набувають після реєстрації в ДКЦПФР.

ТІС створюються для:

забезпечення умов для здійснення купівлі-продажу цінних паперів через ЕТІМ;

інформування учасників ТІС та їх клієнтів про кон'юнк­туру, що склалася на позабіржовому ринку цінних паперів;

забезпечення швидкого, точного, надійного та достовірного збору, обробки, розповсюдження та публікації інформації про котирування й операції з цінними паперами, забезпечення достовірності такої інформації;

забезпечення можливості отримання заінтересованими осо­бами на прийнятних умовах інформації про котирування та операції з цінними паперами;

запобігання використанню, розповсюдженню або публікації недостовірної чи шахрайської інформації про котирування та операції з цінними паперами;

захист учасників ТІС та їх клієнтів від можливих зловживань.

Основними завданнями ТІС є:

розробка й запровадження єдиних правил здійснення операцій купівлі-продажу цінних паперів і вимог до учасників ТІС та осіб, уповноважених учасниками ТІС на укладення угод;

розробка й запровадження механізму вирішення спірних питань між учасниками та учасниками і клієнтами;

розробка й здійснення заходів щодо захисту клієнтів і учасників ТІС від зловживань і правопорушень під час здійснення угод з цінними паперами;

контроль за дотриманням учасниками ТІС вимог законо­давства та встановлених ТІС правил і вимог.

Порядок створення та діяльності таких систем в Україні визначений Положенням про організаційно оформлені позабіржові торговельно-інформаційні системи, затвердженим на­казом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 328 від 23 грудня 1996 р.

Згідно з цим порядком, діяльність з організації торгівлі на позабіржовому ринку цінних паперів можуть здійснювати юридичні особи, створені відповідно до Закону України "Про господарські товариства" як акціонерні товариства або това­риства з обмеженою відповідальністю не менше ніж 20 тор­говцями цінними паперами.

Частка статутного фонду, що належить одному засновнику, не може перевищувати п'яти відсотків. Організація торгівлі на позабіржовому ринку цінних паперів є видом діяльності, що здійснюється за торговельними правилами, затверджени­ми Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Об'єднання торговців цінними паперами, у складі членів яких налічується не менше 20 торговців цінними паперами, можуть здійснювати організацію торгівлі на позабіржовому ринку шляхом створення ТІС у формі підприємства.

Прибуток від діяльності ТІС має спрямовуватися лише на розвиток статутної діяльності ТІС.

У процесі своєї діяльності ТІС здійснює:

облік учасників ТІС;

облік укладених угод з купівлі-продажу цінних паперів і контроль за їх виконанням;

обмін інформацією з депозитарними та розрахунково-клі­ринговими установами щодо укладених угод;

зберігання інформації щодо укладених угод протягом п'я­тирічного терміну;

надання інформаційних послуг у сфері організації торгівлі цінними паперами. Відповідно до чинного законодавства України ТІС має право:

а) здійснювати контроль за діяльністю своїх учасників у порядку, встановленому статутом, правилами та вимогами ТІС;

б) застосовувати санкції до порушників правил та інших вимог ТІС, у тому числі робити попередження, накладати штраф, якщо це передбачено договором, чи тимчасові обме­ження на провадження певних видів операцій на учасників або фізичних осіб, уповноважених учасниками провадити операції в системі ТІС, виключати із складу учасників ТІС;

в) порушувати питання про призупинення дії або відкли­кання анулювання дозволів (ліцензій) своїх учасників перед ДКЦПФР;

г) представляти інтереси учасників ТІС у ДКЦПФР;

д) розробляти та впроваджувати вимоги до учасників ТІС та осіб, уповноважених учасниками здійснювати операції з цінними паперами;

е) розробляти та впроваджувати звітність для учасників ТІС, вести облік і звітність щодо операцій з цінними паперами.

Положенням про організаційно оформлені позабіржові торговельно-інформаційні системи передбачені також обме­ження в діяльності ТІС, зокрема, їм забороняється:

застосовувати обмеження до окремих учасників ТІС у здійсненні ними інших, крім торговельних, видів діяльності, які не заборонені законодавством;

встановлювати мінімальної розміри винагороди за послуги;

здійснювати інші організаційні та координуючі заходи, спрямовані на порушення антимонопольного законодавства;

встановлювати різні розміри плати за надання інформа­ційних послуг користувачам;

втручатися у господарську діяльність учасників ТІС;

вести реєстри власників іменних пінних паперів та на­давати учасникам депозитарні та розрахунково-клірингові послуги;

провадити діяльність з випуску та обігу цінних паперів, а також діяльність, яка не пов'язана з метою створення ТІС.

Враховуючи важливе значення та функції ТІС на ринку цінних паперів України, ДКЦПФР здійснює жорсткий конт­роль за їх діяльністю. Так, відповідно до Положення про організаційно оформлені позабіржові торговельно-інформа­ційні системи ДКЦПФР має право:

а) пропонувати кандидатури керівників органів управління ТІС;

б) призначати державних представників на ТІС;

в) установлювати в межах, передбачених законодавством, обов'язкові для виконання вимоги щодо функціонування ТІС;

г) вимагати від ТІС дотримання порядку ведення та збе­рігання документації протягом визначеного нею терміну, який не може бути меншим ніж п'ять років;

д) вимагати надання інформації про поточну діяльність ТІС;

е) здійснювати планові та позапланові перевірки ведення документації ТІС;

є) провадити на підставі отриманої інформації перевірки фактів порушення ТІС законодавства у сфері ринку цінних паперів, Статуту, правил чи інших документів, які регламен­тують її діяльність;

ж) у разі порушень ТІС законодавства, Статуту, правил чи інших документів, які регламентують її діяльність, поперед­жати, надсилати письмові вимоги про усунення виявлених недоліків чи порушень із зобов'язанням повідомити Державну комісію про усунення недоліків, скасовувати реєстрацію ТІС, а також застосовувати інші санкції в межах, передбачених законодавством. У разі прийняття рішення про застосування санкції Державна комісія повинна письмово повідомити про це ТІС із зазначенням факту порушення, обґрунтуванням причини застосування санкції та довести це до відома гро­мадськості. Рішення Державної комісії про застосування санкції до ТІС може бути оскаржене до суду або арбітражного суду;

з) розглядати скарги учасників ТІС щодо застосованих до них санкцій;

й) розглядати скарги учасників ринку цінних паперів про відмову в прийнятті до складу ТІС.

Після створення правової бази діяльності ТїС в Україні активізувались тенденції розвитку організаційно оформлено­го позабіржового ринку цінних паперів.

Поки що позабіржовий ринок України самоорганізується через три асоціативні громадські об'єднання — Українську асоціацію інвестиційного бізнесу, Українську асоціацію тор­говців цінними паперами та Українську асоціацію довірчих товариств, інвестиційних фондів і компаній.

Українська асоціація торговців цінними паперами ще у 1992 році створила торгово-інформаційну систему під назвою АТ "Центральний депозитарій" (хоча назва цього АТ дещо не відповідає дійсності, адже система не має на меті здійснен­ій не тільки депозитарного обліку). На початок 1994 року ця система вже об'єднувала 22 торговці цінними паперами. На жаль, гідного розвитку це починання не отримало: у 1995 ро­ці через АТ "Центральний депозитарій" здійснено лише три угоди: продано 700 шт. простих іменних акцій на суму 245 млн. крб. Фактично, досить добре технічно оснащена система, яка не набагато поступається зарубіжним аналогам, майже не використовувалась своїми учасниками.

У 1995 році йшла активна робота з утворення Міжбанківської інтегрованої системи фондової торгівлі (МФІС), ініційована "Приватбанком", банками "Інко", "Укрсоцбанк", "Кредит-Днепр", "Укрінбанк", "Южкомбанк", "Синтез", "Ощадбанк", "Україна". Заплановано фактичне створення електронної системи, яка поєднувала б у собі звірку та укла­дення угод з клірингом і розрахунками по них. Передба­чається, що Національний банк України надасть цій системі можливість користуватися міжбанківською системою елек­тронних платежів.

За контрактом з Агентством міжнародного розвитку США американською фірмою "Баренц Груп" у Києві у 1996 році було реалізовано проект утворення "Позабіржової фондової торговельної системи" (ПТФС).

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку затверджено Положення "Про саморегулівні організації фон­дового ринку" (СРО), спрямоване на скорочення ринку "угод за домовленостями" і стимулювання розвитку СРО, які орга­нізують позабіржовий ринок, забезпечать його прозорість та регульованість.

На завершення короткого аналізу стану біржового та позабіржового ринків цінних паперів України необхідно підкрес­лити, що подальший їх гармонійний розвиток неможливий без створення повноцінної, працездатної нормативної бази. Однієї глави Закону "Про цінні папери і фондову біржу", яка регулює порядок створення та діяльність фондової біржі, сьогодні явно недостатньо. Україна зараз має унікальну можливість шляхом аналізу різноманітних систем норматив­ного регулювання фондових ринків визначити найбільш при­датні за наших умов правові моделі, які доцільно використати при формуванні вітчизняного біржового та позабіржового за­конодавства.

**5. Правове становище учасників інфраструктури ринку цінних паперів України**

Проблема створення ринкових інститутів, які не є суб'єк­тами фондового ринку (як, наприклад, емітенти, інвестори та фінансові посередники), а належать до його інфраструктури, особливо загострилася в Україні у зв'язку з розвитком масо­вої приватизації та активним формуванням вторинного ринку цінних паперів.

Вторинний обіг цінних паперів неможливо налагодити без впровадження на фондовому ринку України системи установ, що здійснюють реєстрацію прав власності на цінні папери, облік цих прав, зберігання цінних паперів та розрахунково-клірингові операції з ними.

Світові стандарти сучасного фондового ринку передбача­ють обов'язкову наявність у країні, де випускаються та пере­бувають в обігу цінні папери, депозитаріїв, реєстраторів (для іменних цінних паперів) та клірингово-розрахункових банків чи корпорацій. У цьому напрямі в Україні до недавнього часу спостерігалося значне відставання, оскільки правовий статус цих інститутів не був законодавче визначений.

Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" інфраструктури інститути, що обслуговують обіг цінних паперів, не передбачені. У статті 4 цього Закону вказується, що обіг іменної акції фіксується в книзі реєстрації акцій, яка ведеться акціонерним товариством, а по акціях на пред'яв­ника в цій книзі реєструється їхня загальна кількість. Таким чином, Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" не обумовлює необхідності ведення реєстрів акціонерів як системи заходів з реєстрації та перереєстрації прав власності на іменні цінні папери.

З метою заповнити цю прогалину в чинному законодавстві Фонд державного майна України у 1995 році розробив Тим­часове положення про реєстри акціонерів відкритих акціонер­них товариств, що створюються на базі приватизованих під­приємств. На підставі цього Тимчасового положення Фонд державного майна України та Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку спільним наказом від 23 січня 1996 р. затвердили Тимчасове положення про порядок та умови видачі свідоцтва реєстратора на право ведення реєстру акціонерів. У першому кварталі 1996 року розпочалась видача цих дозволів Фондом державного майна України та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Дія цих документів поширювалась на реєстри акціонерів лише тих акціонерних товариств, що створені на базі прива­тизованих підприємств, і функція ведення реєстру від емітен­та ними не відокремлювалась, хоча свідоцтво реєстратора мав отримати й емітент.

Така система надання дозволів була спрямована на стиму­лювання розвитку мережі незалежних *реєстраторів —* юри­дичних осіб будь-якої організаційно-правової форми, що ба­жають здійснювати реєстраційну діяльність.

Центри сертифікатних аукціонів як державні установи не отримували свідоцтво реєстратора, хоча згідно з Положенням про центри сертифікатних аукціонів, затвердженим постано­вою Кабінету Міністрів України № 144 від 24 лютого 1995 р., вони насамперед і є реєстраторами по цінних паперах, роз­повсюджуваних на аукціонах. На думку фахівців, використан­ня цих центрів тільки як регіональних реєстраторів звужує їх функції і ускладнить у майбутньому перехід до іншої форми існування на фондовому ринку.

В 1995—1996 рр. в Україні здійснювались заходи щодо вирі­шення ще одного важливого питання — відокремлення функції реєстрації та перереєстрації права власності на іменні цінні папери від емітентів і передачу її уповноваженим уста­новам — реєстраторам.

Указом Президента України від 2 березня 1996 р. № 160/96 "Про внесення змін і доповнень до Указу Президента України від 25 травня 1994 р. № 247" було затверджено Положення про діяльність з обліку прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність, згідно з п. 2 якого емітент зобо­в'язаний доручити ведення реєстру реєстратору шляхом ук­ладення відповідного договору, якщо кількість власників іменних цінних паперів емітента перевищує 500.

Концепція створення незалежних реєстраторів іменних цінних паперів в Україні здебільшого була ініційована іноземними консультантами ("донорами") — Агентством між­народного розвитку США, ЄЕС ТАСІ5, Всесвітнім банком та численними консалтинговими фірмами, які виступають підрядниками при здійсненні проектів за контрактами.

Акцент на виокремлення із загального переліку інфраструктурних інститутів і першочергове створення саме неза­лежних реєстраторів відповідає перш за все інтересам іно­земних промислових інвесторів, які зацікавлені не стільки в розвитку українського фондового ринку (і появі іноземних фінансових інвесторів), скільки у правовому захисті від мож­ливих претензій емітента.

На виконання Указу Президента України від 2 березня 1996 р. № 160/96 "Про внесення змін і доповнень до Указу Президента України від 25 травня 1994 р. № 247" Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробила та наказом № 59 від 1 квітня 1996 р. затвердила Порядок видачі дозволу на здійснення діяльності щодо ведення реєстру власників іменних цінних паперів.

Відповідно до цього Порядку, підставою для здійснення діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних папе­рів в Україні є дозвіл на право ведення реєстру власників іменних цінних паперів, який видається ДКЦПФР.

Такий дозвіл можуть отримати господарські товариства, установчі документи яких передбачають здійснення діяльнос­ті з ведення реєстру власників іменних цінних паперів.

Для отримання дозволу господарські товариства (далі — реєстратори) повинні відповідати таким вимогам:

а) мінімальний розмір оплаченого статутного фонду реєстратора має становити 1250 неоподатковуваних мінімумів доходів .громадян на момент подачі заяви на отримання дозволу;

б) якщо засновником реєстратора є емітент, його частка у статутному фонді реєстратора не повинна бути більшою за 20 відсотків. При розрахунку частки емітента в статутному фонді реєстратора, враховується частка статутного фонду, якою емітент володіє безпосередньо, та частка статутного фонду, якою емітент володіє опосередковано;

в) частка державної власності у статутному фонді реєстра­тора не повинна перевищувати 20 відсотків;

г) у разі формування статутного фонду довгостроковими (не менше року) державними цінними паперами їх частка не повинна перевищувати 50 відсотків;

д) формування статутного фонду недержавними цінними паперами для реєстратора не дозволяється.

Крім того, реєстратор повинен постійно мати не менше трьох штатних працівників (емітенти, що ведуть власний ре­єстр самостійно — одного), безпосередньо зайнятих реєстра­торською діяльністю, котрі атестовані як фахівці з питань ведення реєстрів власників іменних цінних паперів і отри­мали кваліфікаційні сертифікати встановленого зразка, що видаються атестаційною комісією, склад та порядок роботи якої визначається ДКЦПФР.

Реєстратор повинен також розробити і затвердити порядок ведення системи реєстру власників іменних цінних папе­рів, який подається ДКЦПФР разом з заявою про видачу дозволу.

Порядок ведення системи реєстру повинен містити:

а) організаційно-функціональну схему реєстраторської діяльності;

б) перелік і опис основних процедур реєстраторської діяльності;

в) перелік і форми вхідних та вихідних документів;

г) перелік та опис заходів загальної безпеки та збереження інформації у реєстраторській діяльності;

д) перелік і вартість послуг, що надаються емітенту та зареєстрованим особам;

е) порядок інформування зареєстрованих осіб про зміни в діяльності емітента або самого реєстратора (публікація в пре­сі, поштове повідомлення, факсимільне повідомлення тощо);

є) посадові інструкції.

Якщо кількість власників цінних паперів, зареєстрованих у реєстрі одного реєстратора, перевищує 100 000, ДКЦПФР встановлює додаткові вимоги до нього.

Дозвіл видається терміном на 3 (три) роки і діє на всій території України. Продовження терміну дії дозволу здій­снюється в порядку, встановленому для його одержання.

Реєстраторська діяльність по закінченні терміну дії дозво­лу не допускається. Після ліквідації або реорганізації реєстра­тора наданий дозвіл втрачає силу. Реєстратор у триденний термін зобов'язаний повідомити емітентів, реєстри іменних цінних паперів яких він веде, та ДКЦПФР або її терито­ріальне відділення, яке видало дозвіл, про припинення ним реєстраційної діяльності.

Особливості здійснення реєстратором його функцій визна­чаються Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затвердженим наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 58 від 1 квітня 1996 р.

Цим Положенням встановлені вимоги до ведення реєстру власників іменних цінних паперів, порядку ведення цього реєстру, обов'язків реєстратора, емітентів і зареєстрованих осіб, обмеження доступу до інформації, яка міститься у реєстрі.

Реєстратор здійснює такі основні функції щодо власників та належних їм іменних цінних паперів:

складання реєстру власників іменних цінних паперів та переліків власників іменних цінних паперів і номінальних утримувачів на певну дату;

ведення особових рахунків емітента та зареєстрованих осіб;

облік зареєстрованих заставодержателів;

облік нарахованих та виплачених доходів за іменними цін­ними паперами;

облік іменних цінних паперів на рахунках емітента, пов'я­заних з проведенням корпоративних операцій та операцій з викупу та погашення іменних цінних паперів;

ведення в хронологічному порядку журналу обліку записів у реєстрі по кожному виду іменних цінних паперів;

ведення журналу обліку запитів;

ведення журналу обліку виданих, погашених, анульованих і втрачених іменних цінних паперів (сертифікатів іменних цінних паперів), що випущені у паперовій формі;

облік та зберігання документів, які є підставою для вне­сення змін до реєстру.

З метою виконання своїх функцій реєстратор зобов'язаний:

відкрити особовий рахунок на вимогу особи, яка подала документи, що є підставою для внесення змін і доповнень до реєстру;

проводити операції на особових рахунках зареєстрованих осіб тільки за їх вимогою або за вимогою уповноважених ними осіб у встановлені законодавством порядку і термін;

щоденно проводити порівняння кількості і видів розмі­щених цінних паперів з тими, що враховані на рахунках зареєстрованих осіб;

надавати зареєстрованим особам інформацію та виписки з реєстру згідно з їх правами;

надавати в Антимонопольний комітет України виписку про власників, які володіють 10 і більше відсотками акцій емітен­та, та осіб, яким передані такі пакети акцій у довірче управ­ління чи для здійснення операцій з ними не пізніше одного місяця з моменту внесення до реєстру;

протягом 10 днів з моменту одержання відповідного запиту надавати емітенту реєстр у письмовій формі, завірений під­писом та печаткою реєстратора;

вживати необхідних організаційних, технічних заходів щодо відповідального зберігання даних системи реєстру як у паперовій формі, так і на електронних носіях;

зберігати документи, що є підставою для внесення даних до реєстру, протягом трьох років з моменту укладення угоди, що підтверджується цими документами;

прийняти на відповідальне зберігання від емітента бланки іменних цінних паперів чи сертифікати останніх і забезпечити їх використання при реєстрації прав власності відповідно до доручення емітента.

Контроль за діяльністю реєстраторів та емітентів, що ве­дуть власний реєстр, здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, її територіальні відділення.

Реєстратор звітує перед Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку або її територіальним відділен­ням, яке видало дозвіл реєстратору, щоквартально до 10 числа місяця, наступного за звітним періодом.

Звіт повинен містити такі дані:

кількість емітентів, що обслуговуються, в тому числі по кожному емітенту та за кожним видом цінних паперів:

кількість та номінальна вартість випущених іменних цінних паперів;

кількість та номінальна вартість розміщених іменних цінних паперів;

кількість власників іменних цінних паперів, загальна кількість та номінальна вартість належних їм цінних паперів;

кількість номінальних утримувачів цінних паперів, загальна кількість та номінальна вартість переданих номінальним утримувачам цінних паперів, у тому числі за типом номі­нальних утримувачів: торговці цінними паперами, депозита­рії, довірчі товариства;

виручка від реалізації реєстраторських послуг за звітний квартал;

кількість випадків переходу права власності за звітний квартал;

перелік послуг, які надає реєстратор за цінами на кожну послугу;

кількість порушень терміну обробки документів та внесен­ня змін до реєстру.

Особливості складання та подання квартальної звітності визначаються Порядком складання та подання квартального звіту щодо здійснення діяльності по веденню реєстрів влас­ників іменних цінних паперів, затвердженим наказом Держав­ної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 219 від 27 вересня 1996 р.

Крім реєстраторів, на ринку цінних паперів дуже важливі функцій виконують ще одні учасники його інфраструктури — *депозитарії.*

Основну частину депозитарних послуг на вітчизняному фондовому ринку досі надавали банки. Банківські депозитарії почали створюватись і діяти в Україні на підставі Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, затвердже­ного Указом Президента України № 55/94 від 19 лютого 1994 р.

Тільки протягом перших двох років після набрання цим Положенням чинності Міністерство фінансів України видало 137 дозволів комерційним банкам на здійснення діяльності депозитарію інвестиційного фонду чи інвестиційної компанії. Банку для здійснення такої діяльності не потрібно створю­вати окрему юридичну особу, функції депозитарію виконує спеціалізований підрозділ, що входить до управління цінних паперів або відділу цінних паперів.

Банки-депозитарії здійснювали відповідальне зберігання активів, обслуговування операцій з активами інвестиційного фонду чи взаємного фонду інвестиційної компанії та облік руху активів на підставі депозитарного договору. Особливості здійснення депозитарної діяльності в Україні визначалися Тимчасовим положенням про депозитарії та депозитарну діяльність, затвердженим наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 117 від 21 травня 1996 р.

Положення було розроблене відповідно до Законів України "Про цінні папери і фондову біржу", "Про банки і банківську діяльність", "Про господарські товариства", "Про захист інформації в автоматизованих системах", Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України, схва­леної Верховною Радою України 22 вересня 1995 р., Указу Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", Указу Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 "Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку", Указу Президента України від 2 березня 1996 р. № 160/96 "Про внесення змін і доповнень до Указу Президента від 25 травня 1994 р. № 247", Положення про технічний захист інформації в Україні, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 9 вересня 1994 р. № 632.

Мета Тимчасового положення — визначення основних понять, правил і встановлення вимог до провадження та регу­лювання депозитарної діяльності в Україні.

Суб'єкти підприємницької діяльності можуть здійснювати депозитарну діяльність лише за умови отримання відповід­ного дозволу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Такий дозвіл видається на підставі Порядку видачі дозволу на депозитарну діяльність, затвердженого наказом ДКЦПФР № 118 від 21 травня 1996 р.

Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку України передбачалося здійснення депозитарного обліку для клієнтів посередниками, що за статусом не є банківськими установами. Торговці, які здійснюють операції на фондових біржах або в електронних позабіржових торгових системах, повинні отримати право на первинний депозитарний облік для клієнтів, що продають чи купують цінні папери на біржах чи організаційно оформленому позабіржовому ринку, інакше неможливим стане використання клірингу як засобу приско­рення темпів розрахунків.

Наприкінці 1995 року Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку підготувала проект Закону України "Про електронний обіг цінних паперів та систему Національного депозитарію України". Розгляд Верховною Радою України законопроекту у першому читанні відбувся в червні 1996 року.

В остаточній редакції Закон, прийнятий Верховною Радою України у грудні 1997 року, має назву "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні".

Закон розроблений відповідно до Концепції функ­ціонування та розвитку фондового ринку України і присвя­чений актуальній проблемі визначення правових основ депо­зитарного обліку цінних паперів, випущених у документальній (паперовій) та без документальній формі, тобто на електронних носіях в комп'ютерних мережах установ, що здійснюють депо­зитарну діяльність. Значна увага приділена засвідченню май­нових прав власників іменних цінних паперів, випущених на пред'явника, окреслені загальні засади функціонування системи електронного обігу цінних паперів в Україні, визна­чені види депозитарної діяльності.

Згідно з п. 6 розділу VI "Прикінцеві положення" цього Закону мають бути приведені у відповідність з Конституцією України та цим Законом укази Президента України "Про інвестиційні фонди та інвестиційну діяльність" від 19 лютого 1994 р. та "Про облік прав власності на іменні папери та депозитарну діяльність" від 25 травня 1994 р. в редакції від 2 березня 1996 р.

У Законі зазначається, що до приведення законодавства у відповідність з цим Законом інші прийняті раніше законо­давчі та підзаконні акти чинні у частині, що не суперечить цьому Закону.

Отже, враховуючи наведене, вже зараз можна стверджу­вати, що в Україні створено мінімально необхідну правову базу для розбудови інфраструктури фондового ринку згідно з міжнародними стандартами її організації.

**ПІ** **СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

 **1. Правова регламентація функціонування фондового ринку та основні напрямки її вдосконалення**

Одним із ключових факторів ефективного розвитку ринку цінних паперів в Україні є формування прогресивної нор­мативно-правової бази, яка регулювала б правовідносини, що виникають на ньому. При цьому необхідно враховувати, що навіть у країнах з розвинутою ринковою економікою, за на­явності величезного, накопиченого десятками й сотнями років практичного досвіду у сфері випуску та обігу фондових цін­ностей, високої правової культури, ефективного механізму розробки, обговорення та прийняття законодавчих актів, пос­тійної суспільної уваги до цих процесів, значних інтелекту­альних зусиль юристів та економістів, не завжди вдається одразу встановити ефективне правове регулювання тих чи інших відносин, пов'язаних з ринком цінних паперів. Тому прийняті законодавчі акти дуже часто потребують уточнення або використання розвинутої системи підзаконного регу­лювання.

У нашій країні, за умов повного забуття власного досвіду в галузі фондових операцій, крайньої нестачі інформації про механізми їх регулювання в інших країнах, недосконалості процедури прийняття законодавчих рішень та порядку набут­тя ними юридичної сили, можливості розробки високоякісних нормативних документів істотно знижуються.

Відновлення законодавства, пов'язаного з ринком цінних паперів, ми змушені починати практично з нуля. Зараз вже неможливо забезпечити наступництво прийнятих норматив­них актів і законодавства, яке існувало в Російській імперії (в тому числі і в Україні) до 1917 року. Ця обставина не може не викликати жалю, бо до революції ми мали розвинуту, як на ті часи, правову базу регулювання фондового ринку. Вже у 1836 році в Росії було затверджено "Положення про компанії та акції". У прийнятті такого правового документа, що регламентував діяльність акціонерних товариств, ми випередили Прусію на 6 років, Англію — на 7, Францію — на 19 років.

Дореволюційне законодавство Росії традиційно відрізня­лось високим рівнем державного втручання у процеси, які відбувались на ринку цінних паперів, наявністю великої кіль­кості обмежень. Навіть біржі, які за своєю природою є само­врядними організаціями, перебували під жорстким урядовим контролем.

Після лютневої буржуазної революції Тимчасовий уряд 10 березня 1917 р. прийняв постанову, яка скасовувала знач­ну частину обмежень на діяльність акціонерних компаній та на випуск ними цінних паперів.

На жаль, розвиток вітчизняної правової бази, пов'язаної з ринком цінних паперів, після подій, що відбулися у жовтні 1917 року, припинився. Фондовий ринок не міг співіснувати із системою централізованого державного управління еконо­мічними процесами, і тому потреба в ньому, а отже, і в його нормативному регулюванні, відпала. Виняток становив лише короткий період так званої нової економічної політики.

До середини 80-х років у СРСР не було прийнято практично ніяких нормативних актів, що мали б відношення до ринку цінних паперів, крім постанов про окремі державні облігаційні займи та Положення про простий і переказний вексель, яке було затверджене РНК СРСР у 1937 році у зв'язку з приєднанням СРСР до Женевської конвенції про Типовий закон про простий та переказний вексель. Тим самим формально було закладено основу створення правової бази для організації вексельного обігу в країні. Проте за умов централізованої системи управління економікою вексельний обіг не міг отримати широкого розповсюдження і не мав відчутного впливу на внутрішні економічні процеси.

Об'єктивні та суб'єктивні передумови для початку процесу відродження ринку цінних паперів та становлення системи його правового регулювання склались наприкінці 80-х років. У той час на перший план виступило завдання легалізації комерційних цінних паперів. Уперше цінні папери отримали юридичне визнання в За­коні СРСР від 28 травня 1988 р. "Про кооперацію". Цим законом (ст. 22) кооперативам надавалось право випуску акцій для залучення додаткових коштів, необхідних для роз­ширення виробництва. Закріплення в законодавчому акті можливості випуску приватних цінних паперів мало важливе значення, адже воно свідчило про визнання права цінних паперів на існування. Зрозуміло, що для широкомасштабного випуску цінних паперів однієї згадки про них на законодав­чому рівні було недостатньо.

Починаючи з 1987 року окремі підприємства з власної ініціативи стали випускати свої цінні папери для розповсюд­ження, головним чином, серед членів трудових колективів, з метою підвищення їхньої зацікавленості в результатах праці. Незважаючи на спонтанний характер, а також повну відсут­ність нормативного забезпечення цього процесу, він сприяв появі оригінальних інструментів фондового ринку та форму­ванню механізмів їх випуску.

Для того, щоб упорядкувати процес випуску підприєм­ствами цінних паперів, який почався стихійно, Рада Міністрів СРСР 15 жовтня 1988 р. прийняла постанову "Про випуск підприємствами та організаціями цінних паперів" Згідно з постановою, право випуску цінних паперів надавалось лише тим підприємствам, які працювали в умовах повного госпо­дарського розрахунку та самофінансування.

Передбачалось, що підприємства можуть випускати два види цінних паперів — акції трудових колективів та акції підприємств. Випуск таких акцій не призводив до зміни орга­нізаційної форми підприємств (організацій), а був лише одним із засобів мобілізації грошових коштів, необхідних для розширення виробництва. Звідси можна зробити висновок, що поява цінних паперів такого роду ще не свідчила про початок становлення акціонерної форми власності.

Законодавчі акти, прийняті Верховною Радою СРСР у 1989—1990 рр., зберегли тенденції розбудови правової бази випуску та обігу приватних цінних паперів. Закони СРСР, які з'явились у цей період, допускали можливість перетво­рення державних підприємств на акціонерні товариства, хоч і не регламентували, що було значним їх недоліком, механізму такої трансформації. Так, наприклад, Закон СРСР від 6 березня 1990 р. "Про власність в СРСР"1 закріплював поло­ження про те, що державне підприємство за спільним рішен­ням трудового колективу та уповноваженого на те державного органу може бути перетворене на акціонерне товариство шля­хом випуску акцій на всю вартість майна підприємства (ст. 15). В Основах законодавства Союзу РСР та союзних республік про оренду2, які були прийняті 28 травня 1988 р., зазначалось, що після викупу орендованого майна орендне підприємство за рішенням трудового колективу може бути перетворене на колективне підприємство, кооператив, акціо­нерне товариство або інший вид підприємства, що діє на основі колективної власності (ст. 10).

Можливість випуску підприємствами та організаціями цін­них паперів знайшла відображення також у податковому за­конодавстві колишнього СРСР.

Закон СРСР від 14 липня 1990 р. "Про податки з під­приємств, об'єднань та організацій" регламентував порядок оподаткування доходів по акціях, облігаціях та інших видах цінних паперів, що належали підприємствам і організаціям.

За дорученням Верховної Ради СРСР уряд до осені 1989 р. розробив проект Закону СРСР "Про акціонерні товариства і товариства з обмеженою відповідальністю". Проте на третій і четвертій сесіях Верховної Ради СРСР цей проект так і не було розглянуто. Основні положення проекту в подальшому знайшли відображення в постанові Ради Міністрів СРСР від 19 червня 1990 р. "Про затвердження Положення про акціо­нерні товариства і товариства з обмеженою відповідальністю та Положення про цінні папери".

Положенням про цінні папери визначались види цінних паперів, що допускались до обігу на території СРСР. Окрім вже існуючих акцій трудового колективу та акцій під­приємств, дозволявся випуск акцій акціонерних товариств, облігацій, казначейських зобов'язань держави, ощадних сер­тифікатів і векселів (ст. 2). Проте, незважаючи на безперечну прогресивність цих нормативних документів, вони мали значні недоліки, наприклад, в них практично були відсутні поло­ження про механізми переходу державних підприємств на акціонерну форму власності, а також положення про меха­нізми емісії окремих видів цінних паперів.

Таким чином, аналіз законодавства Союзу РСР, прийня­того в 1988—1990 рр., дає змогу стверджувати про початок становлення правової бази формування та функціонування ринку цінних паперів. На той час назріла необхідність прийняття спеціального закону, який регламентував би процес випуску і вторинного обігу різних видів фондових інструмен­тів і водночас забезпечував би здійснення заходів щодо захисту інтересів рядових інвесторів. Підготовка такого зако­нодавчого акта почалась у 1990 році, коли Рада Міністрів СРСР активно опрацьовувала проект Закону СРСР "Про цінні папери і фондові біржі".

Передбачалось, що дія цього закону поширюватиметься на цінні папери, обіг яких виходить за межі однієї республіки, а також на професійних учасників ринку цінних паперів, які діють у міжреспубліканському економічному просторі, в той час як внутрішні фондові ринки республік мали регулюватись республіканським законодавством. Однак у зв'язку з серп­невими подіями 1991 року Верховна Рада СРСР законопро­ект так і не розглянула.

В Україні після прийняття Верховною Радою 16 липня 1990 р. "Декларації про державний суверенітет" почався про­цес формування власної правової бази для створення та функціонування вітчизняного ринку цінних паперів.

Правове регулювання ринку цінних паперів в Україні сьогодні може здійснюватись як державними органами, так і самоврядними організаціями учасників фондового ринку. В першому випадку мова йде про державно-правове, а в друго­му — про інституційне регулювання процесів, що відбува­ються на фондовому ринку.

Основоположними елементами системи державно-правово­го регулювання ринку цінних паперів є законодавче та підзаконне регулювання відносин, що виникають з приводу цінних паперів.

До групи законодавчих актів першого покоління, якими сьогодні регулюються відносини на українському фондово­му ринку, в першу чергу слід віднести Закони України "Про власність", "Про цінні папери і фондову біржу"2, "Про гос­подарські товариства", "Про заставу", "Про приватизаційні папери", "Про банки і банківську діяльність" та ін.

Аналіз вищеназваних законів України, прийнятих на початку 90-х років і спрямованих на регулювання відносин, пов'язаних з ринком цінних паперів, дозволяє стверджувати про значний вплив на формування вітчизняного законодав­ства того періоду нормотворчих традицій колишнього СРСР. Закони України у сфері підприємницької діяльності, прийняті в 1991—1992 рр., за своєю структурою та змістом практично продублювали відповідні законодавчі акти СРСР.

Безперечним досягненням вищезазначених законів було те, що в них уперше закріплені положення про цінні папери як об'єкти права власності, про право суб'єктів підприємницької діяльності на випуск власних цінних паперів, про право бан­ків на здійснення операцій з цінними паперами тощо. Особ­ливо важливе значення мало прийняття Закону України від 18 червня 1991 р. "Про цінні папери і фондову біржу".

Поява цього закону, безсумнівно, стала поштовхом для прискорення розвитку вітчизняного фондового ринку. Саме Закон "Про цінні папери і фондову біржу" вперше в законо­давчій практиці України легалізував цінні папери, визначив їх види, порядок випуску та обігу на ринку, вимоги до оформ­лення рішень емітентів про випуск цінних паперів, реєстрації відкритих випусків акцій та облігацій, встановив режим ліцензування посередницької діяльності з цінними паперами, закріпив правовий статус та компетенцію фондової біржі. У законі знайшли відображення положення щодо захисту прав інвесторів, щодо обов'язків емітентів цінних паперів публі­кувати звіти про результати господарської діяльності та свій фінансовий стан, іншу матеріально значиму інформацію, щодо наділення Міністерства фінансів України регу­лятивними та контрольними функціями на ринку цінних паперів. Разом з тим необхідно зазначити, що регламентування на­ведених вище питань було здійснено законом "Про цінні папери і фондову біржу" не досить детально, а створення таких необхідних інститутів фондового ринку, як самоврядні організації, незалежні реєстратори, депозитарії і клірингово-розрахункові установи, не було передбачено зовсім. Не було врегульовано законом і питання щодо можливості існування в Україні цінних паперів у дематеріалізованій формі.

Подальший розвиток українського ринку цінних паперів, збільшення його активності та обсягів вказали на необхідність оперативного заповнення виявлених прогалин у законодав­стві. Це призвело до розробки та прийняття в 1992—1995 рр. значної кількості підзаконних нормативних актів.

До групи підзаконних актів, спрямованих на впорядкуван­ня ринку цінних паперів, входять, зокрема, Укази Президента України "Про корпоратизацію" від 15 червня 1993 р., "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" від 19 лютого 1994 р., "Про холдингові компанії, які створюються в процесі корпоратизації та приватизації", від 11 травня 1994 р., "Про електронний обіг цінних паперів і Національний депози­тарій" від 25 травня 1994 р. та ін.

Нормативними актами органів державної виконавчої влади, зокрема Державної комісії з цінних паперів та фондо­вого ринку, Міністерства фінансів України, Фонду держав­ного майна України, Антимонопольного комітету України, а також Національного банку України, в основному реалізу­ються делеговані законодавством повноваження щодо регу­лювання ринку цінних паперів.

На жаль, перше покоління нормативно-правових актів у сфері фондового ринку України не завжди відповідало вимогам, які ставляться перед розвинутими системами дер­жавно-правового регулювання. Поспіх при їх опрацюванні та прийнятті, відсутність, що особливо неприпустимо, концеп­туальних підходів та єдиної стратегії розвитку правової бази вітчизняного фондового ринку робили деякі із законодавчих і підзаконних актів суперечливими, неконкретними, спроще­ними. Це, у першу чергу, стосується Законів "Про цінні папе­ри і фондову біржу", "Про господарські товариства", Указів Президента України "Про корпоратизацію", "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" та деяких інших. Більш того, деякі положення, закріплені в цих нормативних актах, стали гальмувати подальший розвиток інфраструктури фондового ринку. Так, наприклад, ст. 4 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", яка дозволила акціонерним това­риствам самостійно вести реєстри власників емітованих ними акцій, стала значною перешкодою для створення таких важ­ливих інститутів ринку цінних паперів, як незалежні реєстра­тори тощо.

Більш системна та цілеспрямована робота в напрямку розвитку законодавства України у сфері цінних паперів поча­лася після прийняття Указу Президента України від 12 чер­вня 1995 р. № 446/95 "Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку". Відповідно до цього Указу в Україні з метою забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку, координації діяльності міністерств, інших центральних орга­нів державної виконавчої влади в цій сфері була створена як центральний орган державної виконавчої влади Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Наступним важливим кроком у формуванні нормативної бази функціонування фондового ринку України стало прий­няття Верховною Радою України постанови від 22 вересня

1995 р. "Про Концепцію функціонування та розвитку фондо­вого ринку України". Концепція, головною метою прийняття якої є становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульова­ного державою та інтегрованого у світові фондові ринки, визначила пріоритетні напрямки розвитку законодавства України про цінні папери.

Протягом 1996 року законодавча база ринку цінних папе­рів України була значно розширена і доопрацьована.

Основною подією у сфері розвитку законодавства про цінні папери стало прийняття Закону України від 30 жовтня

1996 р. "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні". Цим Законом визначені мета і форми державного регулювання ринку цінних паперів, а також компетенція центральних органів державної виконавчої влади у сфері держав­ного регулювання фондового ринку.

Відповідно до Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" основні функції по форму­ванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів в Україні, сприянню адаптації українського фондового ринку до міжнародних стандартів, координації діяльності централь­них органів державної виконавчої влади з питань регулюван­ня обігу цінних паперів в Україні виконує Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Іншим державним орга­нам надано повноваження здійснювати державний контроль на ринку цінних паперів у межах компетенції, визначеної чинним законодавством. Крім того, певні повноваження у сфері регулювання і контролю за ринком цінних паперів на­дано фондовим біржам та саморегулівним організаціям учасників фондового ринку.

Важливе значення для упорядкування діяльності учасників ринку цінних паперів має Закон України "Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", прийнятий 9 липня 1996 р. Відповідно до цього Закону вида­чу дозволів торговцям цінними паперами, а також реєстрацію випусків цінних паперів та інформації про такі випуски також здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Разом із законами України "Про цінні папери і фондову біржу", "Про господарські товариства", "Про банки і банків­ську діяльність", Положенням про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, затвердженим відповідним Указом Президента України, Закони України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" та "Про внесення змін та доповнень до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" складають на сьогодні основну законодавчу базу функ­ціонування ринку цінних паперів в Україні.

Протягом 1996—1997 рр. велась розробка нових законо­давчих актів про цінні папери. У Верховній Раді України на розгляді та доопрацюванні знаходиться проект Закону України "Про електронний обіг цінних паперів та систему Національного депозитарію України". Проектом цього Закону визначаються правові засади та загальні правила обігу в Україні цінних паперів у документальній та без документальній формі, особливості засвідчення, переходу та реалізації прав власності на цінні папери, основи депозитарної, розрахунко­во-клірингової діяльності та діяльності по веденню реєстрів власників іменних цінних паперів. Функції надання дозволів на здійснення депозитарної діяльності, а також контроль за діяльністю системи Національного депозитарію відповідно до законопроекту покладається на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

На опрацюванні комісій Верховної Ради України знахо­диться проект Закону України "Про фонд захисту прав гро­мадян-інвесторів на фондовому ринку".

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку разом із зацікавленими міністерствами і відомствами в 1996 році розроблено та подано до Кабінету Міністрів «України проекти законів України "Про внесення змін і доповнень до Закону України "Про рекламу" та "Про внесення змін та доповнень до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу". Першим законопроектом пропонується визначити, що контроль за рекламою цінних паперів в Україні має здійснювати Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а другим — врегулювати деякі питання випуску та обігу облігацій підприємств в Україні. Розробляються також проекти нової редакції Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" та Закону України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії".

Крім того, за останні роки в Україні проведено значну роботу у напрямку формування та вдосконалення підзаконної бази ринку цінних паперів.

Зокрема, затверджені наказами Державної комісії та зареєстровані Міністерством юстиції України:

Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск;

Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених із держав­них підприємств у процесі приватизації, та інформації про їх випуск;

Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі корпоратизації підприємств, та інформації про їх випуск; Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених відповідно до Указу Президента України від 26 листопада 1994 р. № 699 "Про заходи щодо забезпечення прав громадян на вико­ристання приватизаційних майнових сертифікатів", та інфор­мації про їх випуск;

Тимчасове положення про порядок збільшення статутного фонду акціонерного товариства у зв'язку з індексацією основних фондів;

Положення про саморегулівну організацію ринку цінних паперів;

Положення про організаційно оформлені позабіржові тор­говельно-інформаційні системи та інші.

Цими нормативними актами передбачається комплексне забезпечення регулювання, контролю та нагляду з боку дер­жави за діяльністю учасників та установ інфраструктури ринку цінних паперів.

Таким чином, за останні два роки в Україні здійснені знач­ні кроки в напрямку створення необхідної правової бази рин­ку цінних паперів. Мова йде фактично про створення другого покоління вітчизняного законодавства з цінних паперів.

При цьому подальша законотворча робота в першу чергу повинна бути спрямована на вирішення цілого кола проблем, що сьогодні існують у сфері правового забезпечення функ­ціонування українського фондового ринку і які можна окрес­лити таким чином:

по-перше, законодавчі акти в цілому не мають необхідного ступеня детальності, вони суперечливі, на їх змісті позна­чилася боротьба між собою різних державних органів і концепцій розвитку ринку цінних паперів;

по-друге, нормативна база, що спрямована на регулювання загального обігу цінних паперів, має великі прогалини, не охоплює найважливіші й найбільш делікатні області ринку цінних паперів (приблизно 50 відсотків нормативних актів пов'язані з державними цінними паперами та приватизацією);

по-третє, нормативна база у сфері фондового ринку не систематизована, не ведеться її облік, немає офіційних видань по цінних паперах;

по-четверте, українське законодавство має ухил у напрямку регулювання формальної (реєстрація, ліцензування, атестація і т.ін.), а не змістової (достатність капіталів, попередження банкрутств) сторони діяльності суб'єктів фондового ринку; по-п'яте, немає повноцінного правового забезпечення кон­тролю державних органів за застосуванням чинного законо­давства у сфері фондового ринку, не нарощуються ресурси

такого контролю;

по-шосте, безсистемне використання при розробці законо­давчих актів різних іноземних та міжнародних правових стандартів і моделей, пов'язаних з ринком цінних паперів, загрожує у подальшому призвести до створення суперечливої і недосконалої системи правового регулювання фондового ринку;

по-сьоме, українська юридична термінологія у сфері цінних паперів (вже прийнята або та, що розробляється в проектах нових нормативних актів) часто не співпадає з міжнародною, що може спричинити колізії між вітчизняним та іноземним законодавством.

Нове законодавство має бути логічним продовженням і розвитком правових основ функціонування фондового ринку України, які були започатковані Законами України "Про цін­ні папери та фондову біржу", "Про господарські товариства", "Про приватизаційні папери". Водночас воно повинно базу­ватися на Концепції функціонування і розвитку фондового ринку України, схваленій Верховною Радою України 22 ве­ресня 1995 р., уточнювати й доповнювати її основні положен­ня, якими визначаються перспективи формування вітчизня­ного ринку цінних паперів. Закономірно також вбачати одним із основних завдань нового законодавства усунення прогалин, Тобто врегулювання тих важливих питань, актуальність яких визначена практикою останніх років становлення фондового ринку України.

На цьому фоні особливого значення для подальшого фор­мування українського законодавства набуває подальша робота над опрацюванням проекту Цивільного кодексу України, який має стати базою для розробки інших законодавчих актів.

Важливою умовою створення якісної нормативно-правової бази функціонування ринку цінних паперів в Україні є вдос­коналення системи державного управління та контролю за процесами, що відбуваються на цьому ринку.

**2. Правове забезпечення механізмів регулювання та контролю на ринку цінних паперів**

Становлення ринку цінних паперів України, розбудова його внутрішньої інфраструктури вимагають одночасного ста­новлення та вдосконалення системи регулювання та контро­лю за процесами, що відбуваються на ньому. Це обумовлено тим, що значна складність, різкі коливання стану фондового ринку, наявність великої кількості професійних та непрофе­сійних учасників, величезні обсяги різноманітних угод, що укладаються, конфіденційний характер значної частини інформації щодо цінних паперів та цілий ряд інших факторів створюють потенційні умови для зловживань, які посягають на інтереси широкого кола інвесторів, зменшують їх довіру до ринку, що як наслідок призводить до падіння його ефективності.

Ринок цінних паперів повинен приваблювати інвесторів своїми законністю, чесністю та порядком. Цього можна до­сягти лише шляхом державного регулювання індустрії цінних паперів у тісній взаємодії з її представниками1.

Основні функції щодо регулювання фондового ринку в країні належать державі, адже цей ринок є настільки масш­табним та ризиковим для фінансової безпеки країни, пред'являє настільки високі вимога до інфраструктури та ре­сурсів на його будівництво, що тільки зусилля держави "згори" можуть надати йому цивілізованої та безпечної фор­ми. По суті, має бути масштабна програма створення ринку цінних паперів у країні, адекватна державним програмам приватизації та структурних змін у галузях господарства.

Функції регулювання і контролю за ринком цінних паперів здійснюються державою шляхом формування спеціальних структур, потреба в яких зумовлюється специфікою способів регулювання, пов'язаних з контролем за розкриттям обшир-них масивів інформації; видачею великої кількості ліцензій та спеціальних дозволів; організацією реєстрації випусків цін­них паперів і професійних учасників фондового ринку;

необхідністю постійної адаптації законодавства та підзаконних норм в індустрії цінних паперів, яка швидко розвивається і змінюється; необхідністю для широких верств інвесторів створення органу, який здатен захистити їх інтереси, а також

цілим рядом інших обставин.

Світовий досвід не дає однозначної моделі організації системи регулювання і контролю на ринку цінних паперів. Різноманітність підходів у цій сфері визначається, головним чином, ступенем розвитку ринку цінних паперів; особливос­тями законодавства, яке в різних країнах відрізняється за рівнем жорсткості; соціальною та правовою культурою суспільства; рівнем організації професійних об'єднань учас­ників фондового ринку, здатних взяти на себе значну частину роботи з регулювання діяльності на ньому, тощо.

Відповідно до вказаних факторів розрізняються і форми, прийоми та методи діяльності з регулювання і контролю за виконанням законодавства та правил цивілізованої пове­дінки на фондовому ринку, а також відповідальності за їх порушення.

Можна виділити дві основні моделі регулювання державою ринку цінних паперів.

Перша модель — регулювання фондового ринку зосеред­жується переважно в державних органах, і лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення обов'язкових правил поведінки передається державою само­врядним організаціям професійних учасників ринку. Такий підхід, наприклад, застосовується у Франції.

Друга модель — максимально можливий обсяг повнова­жень передається самоврядним організаціям, значне місце в контролі займають не жорсткі нормативні приписи, а перего­ворний процес, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку, і при цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції, можливості в будь-який момент втрутитись у процес саморегулювання. Яскравий приклад такої моделі — ринок цінних паперів Великобританії.

У реальній практиці розвинутих зарубіжних країн ступінь централізації та жорсткість державного регулювання рин­ку цінних паперів коливається між цими двома крайніми моделями.

З числа більш ніж 30 країн з розвинутими ринками цінних паперів понад 50 відсотків мають самостійні відомства (комі­сії з цінних паперів — модель США), приблизно у 15 від­сотках країн за фондовий ринок відповідає Міністерство фінансів. У деяких країнах з банківською моделлю ринку Цінних паперів (наприклад, Німеччина, Австрія, Бельгія) основну відповідальність за останній несе Центральний банк та орган банківського нагляду (він відокремлений від Цент­рального банку). Унікальною в цьому відношенні є Швейца­рія, де немає єдиного державного органу, що централізував би регулювання фондового ринку (ці функції розподілені по регіонах)1.

Таким чином, проведений аналіз дає підстави зробити такі висновки:

по-перше, структура державних органів, що регулюють фондовий ринок, залежить від моделі ринку, прийнятої в тій чи іншій країні (банківський, небанківський), ступеня центра­лізації управління в країні та автономії регіонів (у країнах з федеративним устроєм частина повноважень держави на ринку цінних паперів передана територіям, наприклад, у США — штатам, у Німеччині — землям);

по-друге, загальною тенденцією є створення самостійних відомств — комісій з цінних паперів2.

Український ринок цінних паперів, незважаючи на його незначні обсяги, має винятково складну та суперечливу структуру державних органів, що здійснюють його регулю­вання. Ця складність пояснюється такими причинами:

а) змішана (банківська і небанківська) модель ринку цін­них паперів і як наслідок — Національний банк і небанківські державні органи в ролі регулюючих інстанцій;

б) масштабна приватизація, за якої значна частина дер­жавних підприємств перетворюється в акціонерні товариства, створюються інвестиційні фонди, здійснюється у великих масштабах первинне розміщення акцій приватизованих під­приємств, що, у свою чергу, викликає активне втручання в регулювання ринку цінних паперів Фонду державного майна України.

На сьогодні в Україні функції державного регулювання фондового ринку, відповідно до чинного законодавства, розподілені між різними міністерствами та відомствами.

Так, відповідно до Закону України "Про приватизаційні папери", Декрету Кабінету Міністрів України "Про довірчі товариства" від 17 березня 1993 р. № 23/93, Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, затвердженого Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94, контрольні та регулятивні функції стосовно професійних учасників фондового ринку щодо їх діяльності з приватиза­ційними паперами здійснює Фонд державного майна України. Ним також регулюються питання видачі дозволів та ліцензій на здійснення фінансовими посередниками предс­тавницької, комерційної та посередницької діяльності з приватизаційними паперами.

Контрольні й регулятивні функції здійснює також Націо­нальний банк України. На сьогодні НБУ регулює питання щодо емісії нових та обліку випущених приватизаційних паперів, порядку їх розміщення, порядку розміщення та обігу державних цінних паперів і деякі інші питання.

Антимонопольний комітет України відповідно до Закону України від 18 лютого 1992 р. "Про обмеження монополізму та недопущення недобросовісної конкуренції" та ряду нор­мативних актів здійснює контроль за придбанням крупних пакетів акцій підприємств, що займають монопольне ста­новище на ринку, а також пакетів акцій інших підприємств, сумарна вартість придбання яких перевищує 100 тис. доларів США (контроль за економічною концентрацією). Крім того, Антимонопольний комітет України контролює питання до­тримання антимонопольного законодавства у процесі здій­снення спільного інвестування інвестиційними фондами та інвестиційними компаніями, а також іншими учасниками ринку.

Певні регулятивні функції здійснюють також Міністерство юстиції, Міністерство економіки, Державна податкова інспек­ція та Державний митний комітет.

Розосередження регулятивних функцій між такою кіль­кістю міністерств і відомств призводить до неузгодженості між законодавчими, й особливо між відомчими, норматив­ними актами, а неврегульованість багатьох питань щодо регу­лювання фондового ринку створює умови для зловживань, внаслідок чого можливі значні суспільні потрясіння, викли­кані масовим невдоволенням населення, та дискредитація ринкових реформ.

Можна стверджувати, що наслідком саме такого розподілу регулятивних функцій стала, наприклад, ситуація, коли діяль­ність довірчих товариств, що залучали кошти громадян, та структур, які пропонували громадянам послуги щодо додаткового пенсійного забезпечення і "селенгу" (небанківських фінансових установ), не контролювалась жодним із держав­них органів. Зокрема, Фонд державного майна України фор­мально несе відповідальність за діяльність довірчих товариств та інших фінансових посередників, які акумулюють кошти вкладників для інвестування в цінні папери підприємств, що приватизуються. Однак ця відповідальність поширюється лише на аспект їх діяльності, пов'язаний з приватизаційними паперами, отже не розповсюджується на усі інші види операцій з грошовими коштами та майном. Внаслідок цього діяльність переважної більшості довірчих товариств, недер­жавних пенсійних фондів, різноманітних будинків "селенгу" на ринку цінних паперів певний час не регулювалась жодним державним органом виконавчої влади. Національний банк України не взяв на себе функцій контролю за діяльністю небанківських фінансових установ, а Комітет у справах на­гляду за страховою діяльністю здійснює функції нагляду лише за діяльністю страхових компаній.

З метою комплексного правового врегулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів, забезпечення захисту інтересів громадян України та держави, запобігання зловжи­ванням та порушенням у цій сфері Указом Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Згідно з цим Указом комісію було створено як централь­ний орган державної виконавчої влади, який забезпечує реалі­зацію єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні та координацію діяльності міністерств, інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку ініціювала прийняття Указу Президента України від 18 лис­топада 1995 р. № 1080/95 "Про внесення зміни до Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", згідно з яким державний контроль за діяльністю інвестиційних фондів і взаємних фондів інвестиційних компаній забезпечу­ють Міністерство фінансів України, а в межах повноважень, визначених законодавством України, — Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Крім того, відповідно до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" ця комісія здійснює контроль за випуском та обігом цінних паперів, призначає державних представників на фондовій біржі, а також веде реєстрацію емісій всіх видів цінних паперів та видає дозволи на діяльність по їх випуску й обігу, а також від імені держави випускає державні цінні папери.

Додаткові повноваження щодо контролю за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів, запобігання та припинення його порушень, накладення санкцій були надані комісії Законом України від ЗО жовтня 1996 р. "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні".

Основними завданнями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку згідно з цим законом є:

формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння адаптації націо­нального ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

координація діяльності державних органів з питань функ­ціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних;

здійснення державного регулювання та контролю за випус­ком і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, дотримання законодавства у цій сфері;

захист прав інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законо­давства у межах своїх повноважень;

сприяння розвитку ринку цінних паперів;

узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку відповідно до покладених на неї завдань:

встановлює вимоги до випуску (емісії) й обігу цінних папе­рів та їх похідних, інформації про випуск цінних паперів, у тому числі — іноземних емітентів, які здійснюють випуск цінних паперів на території України, та порядок реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;

встановлює стандарти випуску (емісії) цінних паперів, інформації про випуск цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу, в тому числі іноземних емітентів, які Здійснюють випуск цінних паперів на території України, та порядок реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу;

видає дозволи на обіг цінних паперів українських емітентів за межами території України;

здійснює реєстрацію випусків цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, у тому числі цінних паперів іно­земних емітентів;

встановлює вимоги щодо допуску цінних паперів інозем­них емітентів та обігу їх на території України;

реєструє правила організаційно оформлених ринків цінних паперів;

встановлює вимоги та умови відкритого продажу (розмі­щення) цінних паперів на території України;

встановлює порядок та видає дозволи на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, на депозитарну, реєстраційну, -розрахунково-клірингову діяльність з цінними паперами та інші передбачені законодавством спеціальні до­зволи (ліцензії) на здійснення окремих видів підприємниць­кої діяльності на ринку цінних паперів, а також анулює ці дозволи (ліцензії) у разі порушення вимог законодавства щодо цінних паперів;

визначає за погодженням з Міністерством фінансів України, а щодо діяльності банків на ринку цінних паперів — також з Національним банком України, особливості ведення обліку операцій з цінними паперами та складання звітності з них та їх похідних;

встановлює порядок і здійснює державну реєстрацію фон­дових бірж і торговельно-інформаційних систем, призначає державних представників на фондових біржах, у депозитаріях та торговельно-інформаційних системах;

встановлює порядок і реєструє саморегулівні організації, що створюються особами, які здійснюють підприємницьку діяльність на ринку цінних паперів (далі — саморегулівні організації);

встановлює вимоги та стандарти обов'язкового розкриття інформації емітентами та особами, які здійснюють підприєм­ницьку діяльність на ринку цінних паперів, забезпечує ство­рення інформаційної бази даних про ринок цінних паперів відповідно до чинного законодавства;

бере участь у підготовці відповідних проектів міжнародних договорів України, здійснює співробітництво з державними органами і неурядовими організаціями іноземних держав, міжнародними організаціями з питань, що віднесені до їх компетенції;

координує роботу щодо підготовки фахівців з питань фон­дового ринку, видає дозволи та здійснює контроль за на­вчальними закладами з підготовки фахівців, встановлює кваліфікаційні вимоги до осіб, які здійснюють професійну діяльність з цінними паперами та проводить сертифікацію фахівців;

організовує проведення наукових досліджень з питань функціонування фондового ринку в Україні;

інформує громадськість про свою діяльність та стан розвитку ринку цінних паперів;

роз'яснює порядок застосування чинного законодавства щодо цінних паперів.

ДКЦПФР також надано значних повноважень щодо засто­сування санкцій до учасників ринку цінних паперів за пору­шення чинного законодавства України.

Так, відповідно до ст. 11 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" Державна комі­сія з цінних паперів та фондового ринку накладає на юридич­ні особи штрафи:

за випуск в обіг та розміщення цінних паперів, не зареєстрованих відповідно до чинного законодавства, — у роз­мірі до 10 000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі 150 відсотків прибутку (надходжень), одержа­них в результаті цих дій;

за діяльність на ринку цінних паперів без спеціального дозволу (ліцензії), одержання якого передбачено чинним за­конодавством, — у розмірі до 5000 неоподатковуваних міні­мумів доходів громадян;

за неподання, несвоєчасне подання або подання завідомо недостовірної інформації — у розмірі до 1000 неоподаткову­ваних мінімумів доходів громадян;

за ухилення від виконання або несвоєчасне виконання роз­поряджень, рішень про усунення порушень щодо цінних папе­рів — у розмірі до 500 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

ДКЦПФР може також накладати адміністративні стягнен­ня на посадових осіб учасників ринку цінних паперів.

Частину своїх повноважень щодо регулювання та контро­лю ринку цінних паперів ДКЦПФР може делегувати самореіулівним організаціям учасників ринку цінних паперів, створення яких передбачено ст. 17 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні". Так, вона може передати саморегулівним організаціям функції:

розробки та впровадження правил, стандартів і вимог щодо здійснення операцій на фондовому ринку;

сертифікації фахівців фондового ринку;

надання дозволів (ліцензій) особам, які здійснюють підприємницьку діяльність на фондовому ринку;

збору, узагальнення та аналітичної обробки статистичної інформації про підприємницьку діяльність на фондовому ринку.

Можливе делегування самореіулівним організаціям й ін­ших повноважень, якщо це не суперечить чинному законо­давству.

Порядок створення та діяльності саморегулівних організа­цій в Україні визначається Положенням про саморегулівну організацію ринку цінних паперів, затвердженим наказом ДКЦПФР № 329 від 11 грудня 1996 р. та зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 26 грудня 1996 р. за № 749/1774.

Відповідно до Положення саморегулівна організація є без­прибутковою організацією з правами юридичної особи.

Саморегулівна організація створюється в організаційно-правових формах, передбачених законодавством, діє на основі Статуту, установчого договору (якщо це передбачено для обраної організаційно-правової форми) (далі — установчі до­кументи), а також правил цієї організації.

Статус саморегулівної організації можуть одержати:

а) громадські організації фізичних осіб — професійних учасників ринку цінних паперів;

б) об'єднання юридичних осіб — професійних учасників ринку цінних паперів.

Статус саморегулівної організації надається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку тим органі­заціям чи об'єднанням, кількість учасників яких становить не менш ніж 25 відсотків від загальної кількості осіб, що здійснюють конкретний вид професійної діяльності на ринку цінних паперів на підставі дозволів (ліцензій), виданих ДКЦПФР.

Метою заснування і діяльності саморегулівної організації є:

забезпечення високого професійного рівня діяльності учасників ринку цінних паперів; представництво учасників саморегулівної організації та захист їх професійних інтересів;

професійна підготовка та підвищення кваліфікації фахів­ців — учасників саморегулівної організації, уповноважених здійснювати операції з цінними паперами;

інформування своїх учасників стосовно законодавства про цінні папери та про всі зміни, що вносяться до нього;

розробка та контроль за дотриманням норм і правил пове­дінки, регламентів, правил здійснення операцій з цінними паперами, вимог до професійної кваліфікації фахівців — учас­ників саморегулівної організації, уповноважених здійснювати операції з цінними паперами, та інших документів, передба­чених законодавством;

впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між учасниками саморегулівної організації, учасниками само­регулівної організації та їх клієнтами;

розробка та впровадження заходів щодо захисту клієнтів учасників саморегулівної організації та інших інвесторів, а також додержання етичних норм і правил поведінки учас­ників саморегулівної організації у їх взаєминах з клієнтами.

Саморегулівна організація на підставі своїх установчих документів і правил та делегованих Державною комісією згідно із статтею 17 Закону України "Про державне регулю­вання ринку цінних паперів в Україні" повноважень може мати право:

перевіряти діяльність своїх учасників у порядку, узгодже­ному Державною комісією;

контролювати дотримання своїми учасниками законодав­ства, прийнятих саморегулівною організацією правил і вимог щодо провадження професійної діяльності та угод (операцій) з цінними паперами;

представляти інтереси своїх учасників у Державній комісії;

збирати, узагальнювати та аналітичне обробляти статис­тичну інформацію про професійну діяльність на фондовому ринку;

розробляти та впроваджувати відповідно до законодавства та цього Положення правила, стандарти та вимоги до здій­снення операцій на фондовому ринку, провадження профе­сійної діяльності та операцій з цінними паперами своїми учасниками, удосконалювати механізм обігу цінних паперів, ведення обліку та звітності стосовно операцій з цінними папе­рами; відповідно до кваліфікаційних вимог Державної комісії розробляти навчальні програми та плани, готувати фахівців для провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів, визначати їх кваліфікацію та проводити сертифіка­цію фахівців фондового ринку;

надавати дозволи (свідоцтва) особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку.