

Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та Україні

Зміст

Координатор роботи – Івченко Максим Вікторович

Колектив авторів:

Безручко Юлія Володимирівна, Вінник Оксана Мар'янівна, Глотов Максим Олександрович, Кологойда Олександра В'ячеславівна

Видання представляє собою порівняльно-правове дослідження відповідності законодавства України законодавству Європейського Союзу за напрямком «врегулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів» пріоритетної сфери адаптації «фінансові послуги». Розкрито питання щодо фондового ринку та інститутів спільного інвестування, зокрема, наглядових та дорадчих органів фондових ринків ЄС; інвестиційних послуг; регульованих ринків; проспектів емісії; вимог щодо прозорості компаній, цінні папери яких котируються на фондових біржах; зловживання на фондовому ринку; проблемних питань кліринго-розрахункової діяльності, застави грошей та фінансових інструментів; підготовлено рекомендації з адаптації законодавства України до *acquis*.

Книга буде корисною студентам, працівникам вищої школи, науковцям, державним службовцям, сферою інтересів яких є адаптація законодавства України до законодавства Європейського Союзу, а також широкому колу читачів, які цікавляться питаннями інтеграції України до ЄС

ЗМІСТ

I. ВВЕДЕННЯ ДО ПРІОРИТЕТНОЇ СФЕРИ ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ	5
1. Фондовий ринок	5
1.1. Стан фондового ринку та основні напрямки розвитку	5
1.2. Обсяг компетенції ЄС у правовому регулюванні ринку цінних паперів	9
1.3. Законодавче регулювання фондового ринку в <i>acquis communautaire</i> та рівень реалізації компетенції ЄС	15
1.4. Тенденції та перспективи розвитку права ЄС у сфері ринку цінних паперів (аналіз проєктів актів ЄС)	18
1.5. Правове регулювання ринку цінних паперів у законодавстві України	19
1.5.1. Джерела правового регулювання фондового ринку в Україні. Загальний огляд стану адаптації законодавства України до ЄС у сфері правового регулювання ринку цінних паперів	19
1.5.2. Поняття ринку цінних паперів	23
1.5.3. Державне регулювання ринку цінних паперів	23
1.5.4. Поняття, ознаки та види цінних паперів за законодавством України	24
1.5.5. Поняття та види учасників ринку цінних паперів	25
1.5.6. Участь України у міжнародних угодах	26
1.6. Проблеми функціонування ринку цінних паперів. Основні тенденції та перспективи розвитку законодавства України у сфері правового регулювання ринку цінних паперів.	27
2. Інститути спільного інвестування	32
2.1. Зелена книга	32
2.2. План гармонізації національних правил діяльності депозитаріїв ICI	36
II. ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ТА ACQUIS ЄС	40
1. Наглядові та дорадчі органи фондових ринків Європейського Союзу	40
1.1. Органи фондових ринків ЄС	40
1.2. Повноваження компетентних органів в сфері правового регулювання фондового ринку відповідно до <i>acquis</i> ЄС	50
1.3. Органи, що здійснюють державне регулювання ринку цінних паперів в Україні	51
2. Інвестиційні послуги та регульовані ринки	58
2.1. Інвестиційні послуги та порядок їх надання в праві ЄС	58
2.1.1. Поняття та види інвестиційних послуг	58
2.1.2. Вимоги до інвестиційних фірм	60
2.2. Інвестиційні послуги та порядок їх надання відповідно до українського законодавства	68

2.2.1. <i>Поняття та види послуг, аналогічних до інвестиційних послуг, в праві ЄС</i>	68
2.2.2. <i>Вимоги, до суб'єктів, які надають послуги інвестиційного характеру</i>	72
2.3. <i>Правові механізми захисту інтересів інвесторів як споживачів інвестиційних послуг</i>	89
3. Проспект емісії цінних паперів	95
4. Вимоги щодо прозорості компаній, цінні папери яких котируються на фондових біржах	112
5. Зловживання на фондовому ринку	121
5.1. <i>Правове регулювання запобігання зловживанням на фондовому ринку в <i>acquis</i> ЄС</i>	121
5.2. <i>Правове регулювання запобігання зловживанням на фондовому ринку в Україні</i>	131
5.3. <i>Аналіз сучасного стану адаптації, перспективи адаптації законодавства України в сфері запобігання зловживанням на фондовому ринку до законодавства Європейського Союзу</i>	135
6. Проблемні питання кліринго-розрахункової діяльності	137
6.1. <i>Основні тенденції розвитку кліринго-розрахункової діяльності у країнах Європи</i>	137
6.2. <i>Правове регулювання кліринго-розрахункової діяльності в <i>acquis</i> ЄС</i>	141
6.3. <i>Правове регулювання кліринго-розрахункової діяльності в законодавстві України</i>	146
6.4. <i>Проблеми функціонування, аналіз сучасного стану адаптації та перспективи розвитку депозитарної системи в Україні</i>	150
6.5. <i>Перспективи адаптації законодавства України в сфері клірингово-розрахункової діяльності до законодавства Європейського Союзу</i>	158
7. Застава грошей та фінансових інструментів	160
7.1. <i>Правове регулювання застави грошей та фінансових інструментів в <i>acquis</i> ЄС</i>	160
7.2. <i>Правове регулювання застави грошей та фінансових інструментів в Україні</i>	166
7.3. <i>Аналіз сучасного стану адаптації, перспективи адаптації законодавства України в сфері застави грошей та фінансових інструментів до законодавства Європейського Союзу</i>	170
Висновки	171
III. РЕКОМЕНДАЦІЇ З АДАПТАЦІЇ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ДО <i>ACQUIS</i> ЄС	175
ГЛОСАРІЙ ТЕРМІНІВ	190
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	209
ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК	212

I. ВВЕДЕННЯ ДО ПРІОРИТЕТНОЇ СФЕРИ ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ

1. ФОНДОВИЙ РИНОК

1.1. Стан фондового ринку та основні напрямки розвитку

Сучасний етап розвитку міжнародного фондового ринку характеризується значним зменшенням відмінностей між національними ринками та усуненням територіальних кордонів, що виявляється у формуванні найбільшого, взаємопов'язаного всіма своїми складовими частинами глобального ринку¹.

На даний час у розвинутих країнах ЄС ринки цінних паперів належать до числа найбільш динамічно зростаючих елементів фінансової сфери. Обороти на нових ринках цінних паперів зростає в багато разів швидше, ніж обсяг операцій на товарних ринках і на традиційних ринках комерційного та банківського кредиту. Формування ринків цінних паперів означає високий ступінь економічного розвитку. З ускладненням господарського механізму функції ринків цінних паперів стають дедалі різноманітнішими. Система цих ринків створює необхідний і важливий компонент сучасного механізму економічного регулювання. Так, у країнах ЄС рух капіталів, перерозподіл трудових і матеріальних ресурсів між різними галузями виробництва найчастіше опосередковується ринками цінних паперів. В умовах, коли величезні обсяги капіталу виявляються зв'язаними на тривалий період у тій чи іншій продуктивній формі, саме ринки цінних паперів надають економіці тієї гнучкості й мобільності, яка забезпечує можливість швидкого перекиду ресурсів з одних галузей в інші і здійснення структурної перебудови виробництва. На відміну від інших фінансових ринків тільки ринки цінних паперів є дієвим інструментом розподілу й перерозподілу капіталу корпорацій між галузями.

Сучасний етап становлення ринку цінних паперів характеризується значними темпами росту емісії цінних паперів, постійним збільшенням кількості суб'єктів господарської діяльності, які виступають у ролі емітентів. Отже, з усією очевидністю видно, що дана область ринкових відносин є дуже важливою, складною та актуальною на сьогоднішній день. Особливо ж значення для сучасної України набувають характерні особливості правового регулювання ринку цінних паперів в країнах ЄС, зважаючи на досить актуальну проблему швидкої адаптації українського законодавства до європейського корпоративно-фінансового права.

Глобалізаційні процеси, які не просто кількісно, а й якісно змінюють систему міжнародних економічних відносин, помітно впливають на радикальну зміну інфраструктури європейського фондового ринку. Переплітаючись із внутрішньоєвропейськими інтеграційними процесами, вони призводять до створення специфічної ситуації. Схоже, що поступово відновлюється фінансова рівновага між Старим і Новим Світом. Причому відновлення відбувається не стільки за рахунок послаблення позицій заокеанських фінансистів, скільки у результаті підвищення можливостей їх європейських конкурентів.

Три типи інституціональних інвесторів (інвестиційні та взаємні фонди, пенсійні фонди і страхові компанії) знаходять серйозну фінансову підтримку в особі приватних інвесторів. У Європі нині дедалі більше людей, у яких є «зайві» гроші та які готові ризикнути ними заради того, щоб стати ще багатшими. Кількість мільйонерів у Європі — це більше 2,2 млн людей (із 7 млн по всьому світу), і на західну частину континенту припа-

¹ Климченко В. В. Проблеми інтеграції фондового ринку України у світовий фінансовий простір // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. — 2001. — Випуск 49. — С. 51.

дає чверть від усіх індивідуальних інвестиційних фондів розміром від 1 млн євро. Наявність вільних грошових коштів зумовлена не лише високою прибутковістю західноєвропейських корпорацій і банків. Помітну роль у цьому відіграє процес ліквідації (продаж) сімейних підприємств представниками нового покоління (у Німеччині його називають *Erbengeneration*, тобто «покоління спадкоємців»), які вважають, що краще власти успадковані гроші в чужий бізнес, замість того, щоб самим займатися такою клопіткою справою, як корпоративний менеджмент².

Зворотним боком цього процесу є безпрецедентний інтерес найбільших інвесторів до акцій приватних компаній, що не котируються на біржах (*private equity*), уперше відзначений із тридцятих років минулого сторіччя, про що йдеться у звіті британської урядової комісії Мінерса (*Myners report*). У деяких європейських країнах, особливо в Німеччині, цей інтерес разом з іншими чинниками навіть призвів до відмови компаній від біржового котирування своїх акцій. «Ми бачимо дедалі більше випадків переходу компаній із розряду публічних у приватні та відмови від лістингу, — зазначає один із німецьких експертів. Це почалося з сімейного бізнесу, але великі конгломерати також розпродують підрозділи, включені в лістинг»³.

Усе це сприяло значному зростанню фондових ринків на європейському Заході, підтримуваному новим попитом (названим фондовиками «стіною грошей» — *wall of money*). Важкі часи, зумовлені азійсько-російською кризою 1998 р. і посилені крахом у Великобританії гігантського інвестиційного фонду *Long Term Capital Management*, нині вже давня історія⁴.

Підйом економіки в Європі призвів до того, що за допомогою традиційних джерел уже не можна задовольнити потреби в капіталі великих західноєвропейських корпорацій. Тому такі компанії не бажують більше задовольнятися послугами національних банківських систем: адже багато корпорацій мають кредитні рейтинги, що дають змогу залучати дешевші фінансові ресурси за допомогою емісії цінних паперів. І природно, що вони спрямовують свій погляд на ліквідні ринки капіталу та цікавляться скороченням витрат при здійсненні подібних операцій. Нові можливості для фондового ринку, зумовлені зростанням попиту з боку емітентів і збільшенням пропозиції за рахунок інтеграції національних ринків країн ЄС, одночасно з наявністю конкуренції у результаті відкритості та глобалізації додали значного імпульсу його розвитку. При цьому характерним є не лише кількісне зростання обсягів операцій, що укладаються, а й якісні зміни їх структури. На зміну домінуванню інвестицій у державні та корпоративні облигації (які наприкінці 1999 року становили 55 % від усіх вкладень) приходять вкладення в корпоративні акції⁵. Причому це тенденція окремих національних і світового ринків. Країни ЄС нині взаємно обмінюються урядовими облигаціями і, таким чином, їх оборот утворить другий за розмірами ринок державних цінних паперів (після ринку облигацій Казначейства США). Тепер чітко накреслюється тенденція до створення чогось подібного і на ринку європейських акцій, і саме в руслі цієї тенденції потрібно розглядати план об'єднання окремих фондових бірж. Насамперед йдеться про дві найважливіші з них: у Лондоні та Франкфурті.

Активізація «роздрібних інвесторів», які почувують себе ще недостатньо впевнено в новій ролі і віддають перевагу таким значно захищеним формам інвестицій, як вкладення у спільні фонди або конвертовані акції, має своїм результатом ще одне явище. Якісний розвиток фондового ринку значно зумовлюється розширенням обсягів і спектра операцій з «похідними інструментами» — деривативами (*derivatives*), до яких часто вдаються різні інвестиційні фонди та компанії з метою диверсифікації своїх ризиків. Істотним фактором, що вплинув на це, став також бум високотехнологічних компаній, що докотилися з США до Західної Європи. Вкладення в їх корпоративні папери однак є справою не лише прибутковою, а й доволі ризикованою. Тому багато хто з інвесторів став страхувати ці вкладення за допомогою різних деривативів, чому сприяє широке використання при емісії акцій таких компаній випуску цінних паперів із «замороженим» терміном їх перепродажу (*lock-ins stocks*).

² Бычков А. Глобализация экономики и мировой фондовый рынок // Вопросы экономики. — 1997. — № 12. — С. 85.

³ Financial Times. — 2001. — 1 May. — P. 9.

⁴ Лауфер М. Особенности развития современных фондовых бирж // Вопросы экономики. — 1999. — № 5. — С. 135.

⁵ Financial Times. — 2000. — 20 Jan. — P. 23.

Одним з факторів, що визначають зростання і глобалізацію фінансових ринків розвинутих країн, є здійснення програм приватизації⁶.

Важливим кроком в інтеграційному процесі є вихід країн з перехідною економікою на євrorинок. Використання євроблігацій сприяє широкій мобілізації грошових коштів на світовому ринку позикових капіталів.

Розвиток ринку деривативів, створених не в останню чергу для того, щоб обійти існуючі обмеження за операціями з цінними паперами, висуває питання про порядок його регулювання. Проблема як регулювати ринок деривативів загострюється суперечками про те, чи потрібно його взагалі регулювати. Дискусія про необхідність і можливість регулювання ринку деривативів нині ускладнилася через пропозиції уніфікації та централізації регулювання західноєвропейського ринку цінних паперів загалом. Це пропозиції відомого банкіра (колишнього керівника Банку міжнародних розрахунків і бельгійського центробанку) барона А. Ламфалуссі (A. Lamfalussy), який підготував з групою експертів свою першу доповідь на дану тему ще в листопаді 2000 року. Тоді він вказав на наявність складностей у Європейській регуляторній системі та запропонував підготувати нове законодавство з цих питань. Зокрема, йшлося про необхідність модернізації системи регулювання фінансових ринків, створення відкритого та прозорого європейського ринку цінних паперів, загальноєвропейських фінансових продуктів, забезпечення необхідного рівня захисту споживачів таких продуктів тощо⁷.

У наступному звіті, опублікованому в лютому 2001 року, були вже конкретні пропозиції щодо створення могутньої Комісії ЄС з цінних паперів, що, на думку авторів, повинно було створити реальні можливості забезпечення конкурентоспроможності європейського ринку капіталу в його змаганні із заокеанськими колегами. Це, однак, не заперечує необхідності створення з урахуванням думки практиків і принципів нових національних органів контролю і нагляду за фондовим ринком, оскільки, на думку А. Ламфалуссі, стан інтеграції регулювання Європейського фінансового ринку — це «дивний коктейль кафкіанської нетямущості, яка нікому не служить»⁸. Проте запропонована бароном 4-рівнева система прийняття рішень з питань функціонування фондового ринку в межах ЄС також не є простою: ні для розуміння, ні для швидкого впровадження. А впровадити її пропонували уже до березня 2004 року.

Усі основні європейські фондові біржі хотіли б мати акції провідних європейських компаній в своєму листингу. Розуміння того, що в цій боротьбі буде набагато більше тих, які програли, аніж переможців, змушує задуматися не лише над посиленням конкуренції, й навпаки, над консолідацією зусиль. Як зазначив виконавчий голова Європейського фондового форуму П. Кент: «Біржі всюди величезні та дуже важливі, але, перебуваючи під загрозою, вони групуються для захисту»⁹. Тривала концентрація капіталів і глобалізація ділової активності призводять до розвитку аналогічних процесів і в сфері організації обороту цінних паперів. Інтернаціоналізація інститутів фондового ринку — це логічна відповідь на триваючу протягом кількох десятиріч інтернаціоналізацію корпоративного сектору. Транснаціональні компанії дедалі стають більше не стільки винятком, скільки нормою. А характерні для останніх років великі злиття і поглинання лише підкреслюють цей факт. «Злиття знищило значення національних кордонів, — говорить Том Надбілні (Tom Nadbielny), голова дослідницької групи в Salomon Smith Barney. — Багато компаній не можна більше ідентифікувати за прапором їх країни, а лише за їх галуззю»¹⁰. У таких умовах, за словами одного із керівників Лондонської фондової біржі, «ринку просто волає про необхідність консолідації фондових бірж».

Значною подією інтеграції фондових ринків Європи можна вважати заяву, зроблену в липні 1998 року фондовими біржами Лондона (London Stock Exchange) і Франкфурта (Deutsche Borse), що свідчить про їх намір збудувати «єдиний європейський фондовий ринок для єдиного європейського ринку». Таке об'єднання двох провідних європейських бірж може призвести до створення такої великої структури, де буде зосереджено близько половини європейської капіталізації: адже в Лондоні котирується близько третини від 300 основних європейських акцій і ще 12 % «вершків» зосереджені у Франкфурті. Значним є не лише намір — цілком логіч-

⁶ Бычков А. Глобализация экономики и мировой фондовый рынок // Вопросы экономики. — 1997. — № 12. — С. 85.

⁷ Financial Times. — 2001. — 1 May. — P. 9.

⁸ Financial Times. — 2001. — 16 Feb. — P. 2.

⁹ Financial Times. — 2001. — 26 Jan. — Europe reinvented. Section. — P. 12.

¹⁰ Financial Times. — 2000. — 28 June. — FT Survey. — P. 11.

не продовження ідеї створення єдиного європейського валютного ринку, а й від його реалізації, що відображає всю складність інтеграційних процесів у сучасній Європі.

Важливо те, що англо-німецька ініціатива не залишилася поза увагою інших біржовиків, які також взялися створювати альтернативні альянси¹¹. Усі ці чинники сприяють інтеграції європейських фінансових ринків.

Враховуючи проголошену євро інтеграційну спрямованість, цікавим для України є досвід становлення ринків цінних паперів у країнах — нових членах ЄС¹². Становлення ринку цінних паперів та розвиток його інфраструктури у цих країнах мали як спільні риси, так і особливості:

1. Кількість компаній у лістингу на фондових біржах. Якщо на перших порах функціонування ринків цінних паперів спостерігалось збільшення кількості компаній, то з часом почалося їх скорочення. Особливо чітко ці тенденції простежувались у Чехії та Литві, де лістинг компаній був обов'язковим. Це пов'язано з тим, що по-перше, частина приватизованих підприємств виявилась «неприйнятною» для фондового ринку через невеликий розмір, неприявність для інвесторів та негнучкість в пристосуванні до ринкових умов; по-друге, частина інвестиційно-привабливих фірм була викуплена великими іноземними компаніями, і тепер вони перебувають у лістингу на фондових біржах у країнах реєстрації материнських компаній.

2. Зменшення обсягу угод, укладених на фондових біржах країн — нових членів ЄС, за винятком Словенії.

3. Більшість фірм, які знаходяться у лістингу на фондових біржах країн — нових членів ЄС, є невеликими за стандартами фондових бірж економічно розвинутих країн;

4. Прямо пропорційна залежність між рівнем та якістю національного законодавства з регулювання ринку цінних паперів та кількістю компаній, що перебувають у лістингу.

5. Динамічніший розвиток ринку цінних паперів спостерігався в країнах, які характеризувались скороченням обсягів прямих іноземних інвестицій. Так, в Словенії, Угорщині, Польщі та Литві, де спостерігалось низьке співвідношення прямих іноземних інвестицій до ВВП, протягом 1996—2002 років, кількість компаній, які знаходяться у лістингу збільшилась на 35 %, а капіталізація ринку — на 152 %. І навпаки в Чехії, Словаччині, Естонії та Латвії, для яких характерний високий рівень співвідношення прямих іноземних інвестицій та ВВП, кількість компаній у лістингу скоротилась на 17 %, а капіталізація фондового ринку зросла лише на 50 %¹³.

6. Інтернаціоналізація національних емітентів, їх міграція на іноземні ринки капіталу. З метою концентрації операцій з цінними паперами провідних компаній країн Центральної та Східної Європи фондові біржі Відня і Франкфурта-на-Майні здійснюють спільний проект «Нью-екс» («Ost berse»)¹⁴.

7. За оцінками експертів, через невеликі масштаби більшість фондових ринків країн з перехідною економікою в умовах глобалізації не зможуть конкурувати з іншими ринками за якістю послуг з проведення операцій з цінними паперами. На відміну від фондових бірж економічно розвинутих країн, які в умовах зростання конкуренції на світових ринках капіталу встановлюють між собою тісні зв'язки і навіть зливаються¹⁵, більшість фондових бірж країн з перехідною економікою не брала участь у процесах консолідації.

8. Фінансовим посередником в структурі фінансової системи продовжують залишатись банки.

9. Основні інституційні інвестори характеризуються невеликим обсягом ресурсної бази, активи інституційних інвесторів становлять в середньому 18 % від ВВП. З урахуванням тієї важливої ролі, яку інституційні інвестори відіграють для розвитку національного фондового ринку, урядами країн — нових членів ЄС було вжито заходи, спрямовані на стимулювання їх діяльності на внутрішньому фондовому ринку. Так, у Польщі діють обмеження на частку у

¹¹ Детальніше див. Луцишин З. Європа у новій архітектурі фінансової глобалізації // Вісник Київського національного університету імені Т.Шевченка. Серія економіка. — 2000. — Вип. 45. — С. 31—32.

¹² Країни, які офіційно приєдналися до ЄС з травня 2004 року.

¹³ *Набок Р., Шутко О.* Фондові ринки у країнах — нових членах ЄС: становлення і перспективи // Вісник Національного банку України. — 2005. — № 7. — С. 32.

¹⁴ *Claessens S., Lee R., Zechner J.* The future of Stock Exchanges in European Accession Countries. Corporation of London. — May, 2003.

¹⁵ *Claessens S., Djankov S., Klingebiel D.* Stock Markets in Transition Economies. — Presentation based on Financial Sector Discussion Paper № 5, World bank, September 2000.

портфелі пенсійних фондів іноземних цінних паперів — за кордон вони можуть інвестувати не більше 5 % своїх активів¹⁶.

З урахуванням вищезазначеного, за висновками іноземних експертів визнається негативним загальний вплив глобалізаційних процесів на перспективи розвитку національних фондових ринків¹⁷.

Основними проблемами національних ринків цінних паперів у країнах — нових членах ЄС є:

- фрагментація;
- зменшення обсягів торгів на фондових біржах;
- невеликий набір та обсяг інструментів інвестування для інституційних інвесторів;
- не конкурентоспроможність національних фондових бірж щодо якості послуг при проведенні операцій з цінними паперами¹⁸.

Україні, беручи до уваги досвід сусідів, перш за все необхідно розробити власну стратегію розвитку фондового ринку, створити ефективне правове поле для його існування та розвитку, підвищити прозорість ринку і стимулювати інвесторів до вкладення коштів у вітчизняний ринок цінних паперів з використанням всіх його переваг.

1.2. Обсяг компетенції ЄС у правовому регулюванні ринку цінних паперів

Право Європейського Союзу затверджує його конституційний устрій, надає життя його фундаментальним принципам і гарантує їх дотримання. Три перших установчих договори, що започаткували Європейське Співтовариство, поклали початок створенню нового «правового порядку» в Європі, утворивши керівні органи ЄС та наділивши їх повноваженнями забезпечувати реалізацію цілей установчих договорів.

Право ЄС визначає порядок діяльності і прийняття рішень органів ЄС, регламентує взаємовідносини між ними. В свою чергу, органи ЄС наділяються повноваженнями створювати правові механізми (шляхом прийняття регламентів, директив, рішень, а також рекомендацій та висновків), які зобов'язують країни—учасниці та їх громадян дотримуватися встановлених правил та виконувати обов'язки.

Таким чином, можна розглядати ЄС як міжнародну організацію, яка створена на основі закону і яка сама створює закон. Ось чому право Європейського Союзу як автономна система посідає окреме місце між міжнародним правом і національним законодавством держав—членів ЄС¹⁹.

В основу права ЄС було покладене прагнення до збереження миру та створення кращих умов життя в Європі шляхом розвитку тісніших економічних зв'язків.

Отже, правова система Європейського Союзу складається з національних законодавств кожної окремої держави та із спільного для них усіх законодавства Європейського Союзу, яке забезпечує гармонізацію або зближення окремих законодавств. Головним завданням законодавства ЄС є забезпечення існування спільного ринку, а досягається це шляхом гармонізації або зближення і пристосування національних правових норм держав—членів, приведення їх у відповідність із загальноєвропейськими стандартами. Верховенство права ЄС у відношенні до національних правових норм є найважливішим елементом законодавчої гармонізації²⁰.

Укладаючи договір про вступ до Європейського Співтовариства, держави—члени ЄС добровільно обмежили свої суверенні права щодо правового регулювання не тільки зовнішньоекономічних відносин між собою в рамках ЄС, але й будь-яких «внутрішніх» відносин, що

¹⁶ *Набок Р., Шутко О.* Фондові ринки у країнах — нових членах ЄС: становлення і перспективи // Вісник Національного банку України. — 2005. — № 7. — С. 31 — 32.

¹⁷ *Claessens S., Lee R., Zechner J.* The future of Stock Exchanges in European Accession Countries. Corporation of London. — May, 2003.

¹⁸ *Набок Р., Шутко О.* Фондові ринки у країнах — нових членах ЄС: становлення і перспективи // Вісник Національного банку України. — 2005. — № 7. — С. 32.

¹⁹ Правова основа Європейського Союзу// <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>.

²⁰ Європейська інтеграція: крок за кроком. Посібник / ЗМІ та європейська інтеграція України // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3/040.html>.

можуть стосуватися існування внутрішнього ринку ЄС, включаючи соціальні, екологічні та інші сфери правового регулювання. Вони взяли на себе зобов'язання не приймати «дискримінаційних» у відношенні одна до одної законів і підзаконних актів, а натомість приймати у деяких сферах правового регулювання тільки таке законодавство, що слугуватиме цілям подальшого зближення та інтеграції в рамках ЄС. Розвиток права ЄС вимагає навіть внесення відповідних змін до національних конституцій держав—членів ЄС.

Право ЄС також визначає основи взаємин між Співтовариством і його державами—членами, які мають уживати всі необхідні заходи для того, щоб забезпечити виконання зобов'язань, які випливають з договорів ЄС або з відповідних рішень інституцій Союзу. Вони мають сприяти досягненню цілей Співтовариства й утримуватися від будь-яких дій, що можуть створити перешкоди для реалізації цілей договорів ЄС. Понад те, держави—члени також несуть відповідальність за порушення права ЄС і перед своїми громадянами, а відтак зобов'язані відшкодувати збитки, спричинені такими діями.

Договори про утворення європейських співтовариств є більш, ніж просто міжнародні договори між суверенними державами. Вони передають суверенні права, які стосуються законодавчого процесу, адміністративних та юридичних повноважень, від держав—членів до установ Співтовариства. Наприклад, Договір про заснування Європейського Економічного Співтовариства 1957 року надає Співтовариству повноваження укладати свої міжнародні договори та угоди. У тих сферах, в яких держави—учасниці передали свою «компетенцію» Співтовариству, міжнародні договори можуть бути укладені тільки від імені Співтовариства. Оскільки Договір про ЄЕС охоплює багато питань і кожного року має місце все більше фактів передачі компетенції, то це свідчить про передачу країнами—членами значного обсягу свого національного суверенітету до ЄС.

Держави—члени ЄС прийняли законодавство ЄС як національне законодавство, як норми прямої дії, які мають пріоритет відносно до національних норм. Національні суди зобов'язані застосовувати законодавство ЄС, що має характер прямої дії, а громадяни можуть застосувати таке законодавство при розгляді справ у національних судах. За рішенням Європейського суду, якщо певні положення будь-якого установчого договору ЄС є чітко визначеними і спрямованими на покладання конкретних юридичних обов'язків та надання прав фізичним особам, державам-членам і установам Співтовариства, то вони є нормами прямої дії. Це стосується положень договорів щодо тарифів, квот, державних монополій, конкуренції, недискримінації за національними та іншими ознаками. Такі положення можуть відрізнятися від більш численних «приєднаних» умов договору, які не встановлюють норм прямої дії.

Процес зближення національних законодавств на основі економічної і правової моделі Європейського Союзу триває в Європі вже майже п'ятдесят років, але протягом останнього десятиріччя він став дійсно загальноєвропейським. Це сталося завдяки суттєвому прискоренню процесу розширення ЄС на сході.

Проблема розподілу компетенції між державами—членами Європейського Співтовариства та самим Співтовариством дуже широко обговорюється й сьогодні, в той час як проминуло вже більш ніж 45 років з дня його створення. Каменем спотикання є обсяг суверенних прав, які держави—члени передають ЄС для забезпечення його належного функціонування у відповідності з вимогами договору про його створення (Справа 6/64 «Costa v. E.N.E.L.», Це становить так звану доктрину «обмежених повноважень», відповідно до якої Європейське Співтовариство повинно було діяти тільки в тому обсязі, який для нього визначили держави—члени. Ці повноваження фактично і становлять компетенцію Європейського Співтовариства. Але залишається невирішеним питання щодо того, в якій мірі вони повинні реалізовуватися на рівні Співтовариства та на рівні держав—членів?

Основним принципом, який панує в Договорі про створення Європейського Економічного Співтовариства є принцип «обмежених повноважень». В подальшому Суд ЄС в справі «Costa v. E.N.E.L.» та «Van Gend and Loos» підтвердив таке ж положення для Договору про створення Європейського Економічного Співтовариства, вказавши, що «Співтовариство є новим правопорядком, порядком МП на користь якого держави, в чітких рамках, обмежили свій суверенітет»²¹.

²¹ Лисученко Є. С. Поділ компетенції між Європейським співтовариством та державами—членами / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. — К., 2004. — С. 19

В Договорі про створення Європейського Співтовариства (далі — ДЕС) немає чіткого закріплення розподілу компетенцій, лише п. 2 ст. 5 (Ніщцька редакція), яка закріплює так званий «принцип субсидіарності», вказує, що може існувати виключна компетенція Співтовариства та інші її види. Подібна невизначеність зумовлює чимало правових суперечок вирішення долі яких випадає Суду ЄС.

Питання про належність регулювання фінансових послуг до права ЄС базується на головної меті Європейського Союзу — створенні Єдиного Ринку в межах ЄС. Тому повноваження інституцій ЄС у даній сфері з'являються з моменту створення Європейського Економічного Співтовариства²².

На даний момент повноваження у сфері регулювання фінансових послуг закріплені в Договорі про створення Європейського Економічного Співтовариства. В той же час ці повноваження, які є комплексними, не консолідовані в межах тексту договору, хоч і знаходяться в межах чотирьох свобод, які є основою Спільного внутрішнього ринку ЄС. Таким чином, різні аспекти регулювання інститутами ЄС фінансових послуг відносяться до повноважень у сфері свободи руху капіталу та платежів (статті 56—60 ДЕС), свободи надання послуг (ст. 49—55 ДЕС) та свободи заснування (статті 45—48 ДЕС). Крім того на питання регулювання фінансових послуг певною мірою впливає також валютна політика ЄС та діяльність Європейського Центрального Банку (мета валютної політики та організаційні засади Європейського Центрального Банку визначаються положеннями розділу VII частини третьої ДЕС).

Договір про створення Європейського Співтовариства окремо не визначає обсяг компетенцій ЄС у правовому регулюванні ринку цінних паперів. Стаття 51 ДЕС визначає специфіку фінансових послуг, пов'язуючи свободу надання послуг в банківській та страховій сфері зі свободою руху капіталів.

Положення ДЕС також лаконічні щодо біржової діяльності. Ця сфера регулюється через загальні норми про гармонізацію та положення про вільний рух капіталів і про діяльність компаній (ст. 44—47 — право заснування підприємства, ст. 94—95 — гармонізація законодавства).

Європейська Комісія, яка є єдиним органом законодавчої ініціативи в ЄС, підходить до регулювання фінансових послуг системно і застосовує єдиний термін «свобода надання фінансових послуг». Цей термін з'явився в Білій книзі про створення повноцінного внутрішнього ринку, оприлюдненій 14 червня 1985 року (далі — Біла книга). Цей документ є програмним в історії становлення Єдиного Ринку ЄС. І на даний момент уся законотворча діяльність Європейської Комісії щодо внутрішнього ринку, відбувається в руслі ідей, закладених у цьому документі.

Біла книга окреслює такі основні напрямки діяльності у сфері надання фінансових послуг: банківська діяльність, страхування та інвестиційна діяльність. Пізніше до них додалось ще й регулювання фондового ринку, що динамічно розвивається.

Повільний прогрес у реалізації свободи руху капіталів спостерігається тільки під тиском Економічного та валютного союзу, а економічне та стратегічне значення фінансових послуг, які обумовлюють економічну діяльність взагалі і від яких залежать всі споживачі та вкладники, пояснюють, чому так довго вагались уряди держав—членів з огляду на великі прориви у сфері банківської, біржової та страхової діяльності²³.

Однак розбудова спільного біржового ринку тривалий час залишалась поза межами уваги, доки Комісія не ухвалила рекомендацію від 25.07.1977 р. про Європейський кодекс правильної поведінки щодо трансакцій з цінними паперами.

В період з 1979 по 1992 роки було прийнято декілька важливих директив ЄС, які регулювали питання допуску цінних паперів на фондову біржу (Директиви 79/279, 80/390 від 17 березня 1980 року щодо узгодження вимог до складання, перевірки та розповсюдження деталей лістингу, що підлягає опублікуванню для прийняття цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі, 87/345, 90/211 (ЄЕС), щодо узгодження вимог щодо розробки, перевірки та розповсюдження проспектів, які мають бути оприлюднені, коли цінні папери, які підлягають

²² *Вовк Т., Друзенко Г., Зуравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Парпан М., Перестук Н.* Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Харків: Консул, 2002. — С. 29.

²³ *Дьюбі Л., Блюман К.* Матеріальне право ЄС. — К., 2002. — С. 193.

вільному обігу, пропонується до відкритого продажу (Директива 89/298 ЄЕС)²⁴, регулярного надання інформації фірмами, які продають цінні папери на біржі (Директиви 79/179, 82/121 ЄЕС), а також щодо узгодження регулювання інсайдерських операцій (Директива 89/592 ЄЕС)²⁵.

Директива Ради 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 року щодо узгодження вимог до складання, перевірки та розповсюдження проспектів, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів, які підлягають обігу, визначила його вимоги приблизно до всіх цінних паперів, що можуть передаватися відкрито у межах будь-якої країни ЄС, але виключила європейські цінні папери (звичайні акції та облігації), які не є об'єктом загальної компанії рекламування або збирання замовлень. Директива не застосовується до пропозицій цінних паперів «обмеженої кількості людей». Виключено державні цінні папери, а також ті, що пропонуються під час поглинання й злиття, а деякі торгові зобов'язання. Ця директива містить параграф щодо взаємного визнання. Коли державні цінні папери пропонуються у короткі терміни у двох або більше країнах ЄС, проспект, підготовлений і узгоджений згідно права ЄС, має бути схвалений і прийнятий усіма членами Співтовариства.

Додаткова Директива щодо взаємного визнання, прийнята 1990 р., є ще одним кроком на шляху інтеграції процесів котування та відкритих пропозицій. Компанії можуть обмінюватися докладними звітами щодо котування та проспектами.

Якщо робиться публічна пропозиція цінних паперів, які котуються у тій же країні, проспект має відповідати Директиві Ради 80/390/ЄЕС, яка відрізняється від ст. 11 Директиви про складання проспекту. Це, наприклад, стосується його змісту і процедур перевірок та розміщення, які залежать від «адаптації до умов публічної пропозиції». Якщо публічна пропозиція має місце в одній країні, а котування на фондовій біржі в іншій, дозволяється використання проспекту відповідно до першої директиви про особливості котування, яка не збігається з Директивою про складання проспекту.

Ст. 11 Директиви 1990 року застосовується для публічних пропозицій цінних паперів, які не виставляються на котування на фондовій біржі. Проспекти для цінних паперів, які не котуються, повинні бути опубліковані або доступні для усіх бажаючих згідно національних норм і процедур. Країни ЄС можуть застосовувати проспект, що відповідає Директиві про котування. У цьому випадку застосовуються правила взаємного визнання цієї Директиви. Будь-яка країна ЄС може не використовувати проспект, який задовольняє тільки вимоги ст. 11²⁶.

Згідно із ст. 24 Директиви про складання проспекту ЄС може вести переговори щодо угод з іншими країнами, які визнають проспекти, підготовані та перевірені відповідно до іноземного законодавства. Проте це іноземне законодавство повинно надавати партнерам рівнозначний захист, а ці країни мають затвердити проспекти, підготовані згідно законодавства ЄС. Досі не існує ніякого зв'язку між законами ЄС і США щодо цінних паперів, хоча це здається можливим.

Директива щодо умов котування 1979 року (79/279) встановила мінімальні умови для допуску цінних паперів до котування на фондових біржах ЄС. Такі умови стосуються розмірів емітенту, його даних і розподілу його акцій на ринку. Директива визначає обов'язки за звітністю для емітентів котованих цінних паперів. Вона передбачає, що коли акції компанії — нечлена ЄС не котуються у власній країні емітента або на основному ринку, вони взагалі не можуть котуватися у будь-якій країні Співтовариства. Однак, якщо вітчизняні державні органи згодні, що відсутність котування «не пов'язана з необхідністю захисту інвесторів», то котування може мати місце у межах ЄС. Емітенти з інших країн мають відповідати мінімальним умовам і вимогам директиви щодо котування 1979 року.

Директива про особливості котування 1980 року координує вимоги країн ЄС щодо розкриття інформації. Члени Співтовариства мають забезпечити, щоб котування цінних паперів у кожній з них супроводжувалося випуском спеціального документа («Особливості котування»). Цей документ схожий на заяву про котування Комісії з цінних паперів і бірж і має надавати право інвесторам робити «кваліфіковану оцінку» фінансового стану і планів емітента. Отже, директива накладає загальні зобов'язання щодо розкриття матеріальних фактів у заяві про котування. Вона дозволяє члену ЄС робити виняток, наприклад, для цінних паперів, від-

²⁴ Official Journal L 124, 05.05.89, С. 8.

²⁵ Official Journal L 334, 18.11.89, С. 30.

²⁶ Тагам Алан Право Європейського союзу. — К., 1998. — С. 259.

носно яких емітент випустив відповідний інформаційний документ упродовж попереднього року. Директива деталізує зобов'язання стосовно відомостей про борги та активи. Ці відомості заборонено публікувати, доки вони не затверджені національними органами влади. Вони можуть бути опублікованими в газетах або в окремих брошурах. Директива не вимагає надання відомостей щодо особливостей котування інвесторам під час купівлі цінних паперів.

Директива щодо особливостей допуску цінних паперів на фондову біржу (Директива 94/18 ЄС) містить поправки до Першої директиви 1980 р., поширюючи ст. 6 останньої на такі напрямки:

1) спрощення вимог щодо транскордонного допуску на фондову біржу першокласних цінних паперів першокласних компаній, що мають значні об'єми виробництва і міжнародну репутацію, акції яких котуються на фондових біржах ЄС протягом принаймні трьох років і які відповідають директивам ЄС щодо допуску цінних паперів на фондову біржу. Такі компанії зможуть зареєструватися в країнах ЄС без опублікування нового проспекту щодо котування цінних паперів. Для роботи в іншій країні інвесторам буде достатньо мати спрощений комплект документів;

2) сприяння переходу до офіційного допуску цінних паперів тих компаній, які діють на певних молодших ринках, якщо ці компанії виконують вимоги щодо розкриття інформації, що еквівалентні по суті тим, які діють для компаній, що мають офіційний допуск на фондову біржу, коли офіційний та позабіржовий ринки знаходяться в тій самій країні ЄС²⁷.

Розширене застосування ст. 6 базується на припущенні, що уся або частина інформації, яка необхідна інвестору для правильної оцінки активів і пасивів, фінансового стану, прибутків і збитків та перспектив для вищезгаданих емітентів, вже є на ринку і, отже, обов'язково пропонується її повторне розповсюдження.

Друга директива щодо котування 1987 року застосовується до заяви на котування цінних паперів на двох і більше біржах у межах ЄС. Особливості щодо котування у такому випадку мають відповідати національним нормам і затверджуються місцевою владою. Інші країни ЄС повинні визнати ці особливості котування без узгодження у своїх органах влади і без вимог щодо додаткової інформації. Директива дозволяє країнам ЄС обмежити взаємне визнання особливостями котування емітентів, які мають зареєстровані компанії у будь-якій країні Співтовариства. Згідно Директиви 1990 року проспект повинен визнаватися як особливості щодо котування у всіх країнах-членах ЄС, коли заява на котування подана у декількох країнах Співтовариства, а цінні папери, яких стосується проспект, підготовані й узгоджені відповідно до особливостей котування за три місяці до початку операції з ними.

Компанія, акції якої розміщені на одній з бірж ЄС, повинна постійно надавати інформацію. Додаток С до Директиви про умови котування визначає як обов'язок інформування населення щодо основних новин, прихованих тенденцій, які можуть значною мірою вплинути на ціну акцій компанії. Компанія має також видати останній щорічний звіт. Ця інформація повинна відповідати Директивам ЄС щодо звітності компанії і давати «правдивий і чесний огляд» фінансового стану компанії. У разі потреби може бути отримана детальніша або додаткова інформація. Якщо акції котуються у різних країнах ЄС, компанія мусить видати відповідну інформацію кожній країні. Члени ЄС можуть встановлювати додаткові вимоги щодо періодичної звітності. Директива 1982 року вимагає щорічної публікації звітів за півроку. Ця Директива застосовується до кожної компанії, акції якої котуються у будь-якій країні ЄС, навіть якщо її головний офіс знаходиться поза межами Співтовариства²⁸.

Директива Ради 85/611 про інвестиційні компанії відкритого типу (довірчі товариства) була введена в дію у 1985 році. Вона допускає операції в інших країнах ЄС згідно дозволу національних органів влади і відповідно до мінімальних стандартів ЄС. На відміну від Другої банківської директиви, ця директива не виходить з принципу «взаємності», що могло б перешкоджати несвропейським компаніям у їхньому бажанні працювати в Європі. Директива про довірчі товариства передбачає контроль за структурою, зобов'язаннями політики інвестицій та інформаційною відкритістю довірчих товариств та інвестиційних компаній. За деякими винятками такі компанії можуть робити інвестиції тільки у цінні папери, які котуються на будь-якій фондовій біржі ЄС, продаються на регульованому ринку у будь-якій країні ЄС або на за-

²⁷ Татам Алан *Право Європейського союзу*. — К., 1998. — С. 260—261.

²⁸ Татам Алан *Право Європейського союзу*. — К., 1998. — С. 261

ресстрованій біржі чи на регульованому ринку не члена ЄС. Довіричі товариства й інвестиційні компанії повинні у разі звернення до них скупати або викупати пакети акцій у їхніх власників.

Директива оперування акціями носіями конфіденційної інформації була підготована у 1989 році. Вона забороняє укладання угод на основі конфіденційної інформації «при повній обізнаності у всіх фактах» основними і другорядними носіями інформації. Конкретно така заборона стосується будь-якої особи, яка володіє конфіденційною інформацією завдяки членству в структурі емітента, володінню паєм або доступом до інформації внаслідок службового становища, професійних та інших обов'язків. Директива охоплює також осіб, які володіють конфіденційною інформацією, джерелом якої може бути інша, ніж вище вказані особи. Забороняється розголошувати конфіденційну інформацію третій стороні поза межами звичайних професійних і службових обов'язків і скупати акції в інших, використовуючи доступ до такої інформації. Конфіденційна інформація визначається як службова, чітко визначена, яка у разі розголошення «мала би, цілком ймовірно, значний вплив на ціну акцій». Директива ЄС стосується тільки цінних паперів, які продаються на ринках, регулюються державними органами, які функціонують регулярно і прямо чи побічно є доступними для населення. Директива спеціально дозволяє країнам — членам Співтовариства не допускати операцій без професійного посередника за межами регульованого ринку. Основне завдання Директиви — дозволити країнам ЄС вибирати спосіб покарання за порушення, пов'язані з оперуванням акціями, осіб, які отримали конфіденційну інформацію²⁹.

У травні 1993 року була ухвалена Директива Ради 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 щодо інвестиційних послуг в сфері цінних паперів³⁰ спрямована на створення умов, за яких санкціоновані інвестиційні фірми та банки могли б надавати чітко визначені послуги або створювати філії в інших державах—членах на основі дозволу країни походження та під її наглядом. З цієї метою ця Директива була направлена на гармонізацію первинних ліцензій та вимог щодо порядку діяльності інвестиційних фірм, включаючи правила ведення діяльності. В ній також передбачалася гармонізація деяких умов, що регулюють діяльність регульованих ринків.

У звіті Ламфалуссі за 1990 рік для Керуючих центральних банків Групи країн десяти відмічено наявність важливого системного ризику, притаманного платіжним системам, які працюють на основі кількох правових видів нетингу (взаємного заліку) платежів, зокрема багатостороннього нетингу. Зменшення правових ризиків, пов'язаних з участю у системах бруто-розрахунків в реальному часі, має першочергове значення, зважаючи на розширення розвитку цих систем. З метою розробки ефективної та рентабельної дії механізмів транскордонних платежів та розрахунків за цінними паперами в межах Співтовариства, що підвищує свободу руху капіталу на внутрішньому ринку було ухвалено Директиву 98/26/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 19 травня 1998 року про остаточний розрахунок в платіжних системах та системах розрахунків за цінними паперами³¹. Цією Директивою було закладено базу щодо встановлення чіткої правової схеми, що стосується систем платежів та операцій з цінними паперами. Виконання цієї Директиви продемонструвало важливість скорочення системного ризику, властивого подібним системам, причинами якого є розбіжності в законодавстві різних регіонів, і переваги встановлення єдиних норм відносно гарантійних операцій.

У 2001 році Директива 80/390/ЄЕС була включена в Директиву 2001/34/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 травня 2001 року про прийняття цінних паперів до офіційного лістингу на фондових біржах та про інформацію, яка підлягає опублікуванню про такі цінні папери³², що кодифікує декілька директив у сфері цінних паперів, виставлених на біржі.

У зв'язку з необхідністю створення єдиної системи ЄС для забезпечення використання цінних паперів та готівки в якості гарантії для забезпечення прав кредитора на власність, запропоновану в якості застави, та операцій з передачі права власності, включаючи угоду про купівлю цінних паперів з правом їх подальшого викупу за узгодженою ціною, що сприятиме інтеграції та економічній ефективності фінансового ринку, а також стабільності фінансової системи ЄС, таким чином, підтримуючи свободу надання послуг та вільний рух капіталу на єдиному ринку фінансових послуг 6 липня 2002 року була ухвалена Директива 2002/47/ЄС

²⁹ Татам Алан Право Європейського союзу. — К., 1998. — С. 263

³⁰ Official Journal L 141, 11.06.93, p. 27.

³¹ Official Journal L 166, 11.6.1998, p. 45.

³² Official Journal L 184, 06.07.2001, p. 1

про фінансові гарантійні угоди³³. Ця Директива зосереджує увагу на двосторонніх фінансових гарантійних угодах.

З метою зменшення зловживань на ринку цінних паперів, які порушують цілісність фінансових ринків та суспільну довіру до цінних паперів та похідних фінансових інструментів та, враховуючи зміни на фінансових ринках і в законодавстві Співтовариства, з моменту ухвалення Директиви Ради 89/592/ЄС від 13 листопада 1989 року про погодження регулювання щодо інсайдерської діяльності³⁴ 28 січня 2003 року була ухвалена Директива 2003/6/ЄС про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком³⁵, що є основними видами зловживань на ринку цінних паперів.

У листопаді 2003 року з метою вдосконалення, оновлення та поєднані в одному тексті, а також у зв'язку з тим, що Директива Ради 80/390/ЄС від 17 березня 1980 року щодо узгодження вимог до складання, перевірки та розповсюдження деталей лістингу, що підлягає опублікуванню для прийняття цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі та Директива Ради 89/298/ЄС від 17 квітня 1989 року щодо узгодження вимог до складання, перевірки та розповсюдження проспектів, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів, які підлягають обігу були ухвалені вже достатньо давно та запровадили механізм часткового та комплексного взаємного визнання, завдяки якому неможливо досягнути мети одноразового дозволу, Європейським Парламентом та Радою була прийнята Директива 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС³⁶. Мета цієї Директиви полягає в узгодженні вимог щодо розробки, ухвалення та розповсюдження проспектів, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж на регульованому ринку, що розташований або діє в межах держави—члена.

В останні роки все більша кількість інвесторів активно працює на фінансових ринках, і їм пропонується все більш комплексні та різнопланові види послуг та механізмів. З огляду на такі зміни 21 квітня 2004 року була ухвалена Директива 2004/39/ЄС щодо ринків фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви 85/611/ЄС та Директиви 2000/12/ЄС, а також припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС³⁷ (далі — Директива 2004/39/ЄС). Директива 2004/39/ЄС застосовується до інвестиційних фірм та регульованих ринків і визначає порядок ліцензування та режим діяльності інвестиційних фірм (операційні умови, права інвестиційних фірм), регульовані ринки, повноваження компетентних органів, що реалізують положення Директиви.

1.3. Законодавче регулювання фондового ринку в *acquis communautaire* та рівень реалізації компетенції ЄС

Функціонуючий єдиний ринок фінансових послуг є вирішальним для економічного зростання та створення робочих місць у Співтоваристві.

Основними *acquis communautaire* в сфері правового регулювання ринку цінних паперів є:

1. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року щодо ринків фінансових інструментів, що вносить зміни до Директиви 85/611/ЄС та Директиви 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради, а також припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС³⁸.

2. Директива Ради 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 року про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного)³⁹.

³³ Official Journal L 168/43, p. 23.

³⁴ Official Journal L 334, 18.11.89, p. 30.

³⁵ Official Journal L 96/16, 12.04.2003, p. 1.

³⁶ Official Journal L 184, 06.07.2001, p. 1.

³⁷ Official Journal L 141, 11.06.93 p. 27.

³⁸ Official Journal L 145, 30.04.2004, p. 1.

³⁹ Official Journal L 375, 31.12.1985, p. 3.

3. Директива Європейського Парламенту та Ради 2001/34/ЄС від 28 травня 2001 року про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про цінні папери⁴⁰.

4. Директива Європейського Парламенту та Ради 2004/109 від 15 грудня 2004 року про гармонізацію вимог щодо прозорості інформації про емітентів, чії цінні папери допущені до продажу на врегульованому ринку і яка вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС⁴¹.

5. Директива Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС⁴².

6. Директива Європейського Парламенту та Ради 98/26/ЄС від 19 травня 1998 року щодо кліринго-розрахункової діяльності⁴³.

7. Директива Європейського Парламенту та Ради 2002/47/ЄС від 6 червня 2002 року щодо угод фінансової застави⁴⁴.

8. Директива 97/9/ЄС Європейського Парламенту та Ради 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком.

Законодавство ЄС про цінні папери становить за європейською класифікацією окрему підгалузь (06.20.20.25 «Stock exchanges and other securities markets»)⁴⁵.

Аналіз нормативної бази вторинного законодавства ЄС дозволяє виділити три підгалузі: вимоги до суб'єктів фондового ринку, вимоги до первинного розміщення цінних паперів, вимоги до трансакцій з цінними паперами. У свою чергу вони складають вісім основних інститутів: вимоги до заснування осіб, що здійснюють діяльність на фондовому ринку на професійній основі, та початку здійснення їх діяльності; вимоги до ліцензування фондових бірж; допуск до лістингу; проведення рекламних кампаній; принципи здійснення операцій з цінними паперами; умови здійснення операцій з цінними паперами; боротьба з інсайдерською торгівлею⁴⁶.

Директиви ЄС, призначені для створення єдиного ринку цінних паперів, як щодо питань випуску (емісії) цінних паперів, так і щодо питань їх обігу, належать до компетенції Генерального Директорату з питань внутрішнього ринку. Ці директиви стосуються функціонування як первинного ринку цінних паперів так і вторинного.

На рівні права ЄС встановлюються умови для початку та умови здійснення діяльності, що висуваються до осіб, які надають послуги (інвестиційних фірм), умови, що стосуються діяльності інвестиційних фондів та умови випуску цінних паперів.

Умови, що стосуються діяльності інвестиційних фондів, мають на меті спрощення процедури розміщення сертифікатів інвестиційних фондів на території всього Співтовариства.

Що стосується допуску цінних паперів до обігу, то на рівні Співтовариства висуваються вимоги для пропонування цінних паперів невизначеному колу осіб та вимоги для включення цінних паперів до лістингу на фондовій біржі. Таким чином, встановлюються мінімальні вимоги щодо інформації, яку має бути розкрито невизначеному колу осіб, та спрощуються процедури транскордонного випуску цінних паперів⁴⁷.

Розширення Європейського Союзу з необхідністю призведе до загострення старих та виникнення нових проблем регулювання ринків цінних паперів в країнах-членах.

Незважаючи на те, що сьогодні із впевненістю можна казати про формування єдиного ринку товарів та послуг, значні інтеграційні успіхи, яких Європейському Союзу вдалося досягти у сфері банківських послуг, але ринки цінних паперів держав—членів все ще залишаються су-

⁴⁰ Official Journal L 184, 06.07.2001, p.1.

⁴¹ Official Journal L 390, 31.12.2004, p.38.

⁴² Official Journal L 345, 31.12.2003, p.64.

⁴³ Official Journal L 166, 11.06.1998, p.45.

⁴⁴ Official Journal L 168, 27.06.2002, p.43.

⁴⁵ Directory of Community legislation. Europe. Gateway to European Union // <http://www.europa.eu.int/eur-lex/lex/en/repert/index.htm>.

⁴⁶ *Вовк Т., Друзенко Г., Зуравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Паранан М., Перестук Н.* Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Харків: Консул, 2002. — С. 40—41.

⁴⁷ *Вовк Т., Друзенко Г., Зуравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Паранан М., Перестук Н.* Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Харків: Консул, 2002. — С. 123.

то національним явищем⁴⁸. Більшість європейських країн мають достатньо довгі традиції та історичні особливості регулювання національних ринків цінних паперів. І, на жаль, в силу того, що ринки цінних паперів більшості європейських країн так і не набрали критичної маси, яка б зробила їх реальним конкурентом банківських установ, потужні стимули щодо розвитку, впровадження та уніфікації правового регулювання ринків цінних паперів були відсутні.

Європейські інституції довгий час не приділяли цій сфері належної уваги, обмежившись прийняттям декількох фрагментарних, хоча і досить важливих актів, серед яких Директива про інвестиційні послуги в сфері цінних паперів, Рекомендація Комісії щодо Європейського кодексу поведінки стосовно операцій з цінними паперами, що обертаються, Директива про узгодження нормативних актів проти інсайдерської торгівлі, Директива про приведення у відповідність законів та положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються.

У законодавстві більшості держав—членів ЄС спостерігаються значні розбіжності в сфері правового регулювання ринку цінних паперів, суперечливі концептуальні підходи, підкріплені суттєвою національною специфікою. Але, на жаль, Комісія втратила значний шанс досягти певної узгодженості в межах Співтовариства на етапі, коли найпотужніші в економічному сенсі держави—члени (Німеччина, Франція, Велика Британія) здійснили програми комплексної модернізації національних ринків цінних паперів, базуючись на американському досвіді. У всіх цих країнах були різні «стартові позиції», та вони по-різному визначили свої пріоритети і розставили акценти. Отже, незважаючи на те, що цим країнам вдалося досягти значних результатів у підвищенні ефективності національних фінансових ринків, їх системи майже не узгоджуються між собою⁴⁹.

Повідомлення Комісії від 11 травня 1999 року під назвою «Імplementація регулювання фінансових ринків: план дій» визначає серію дій, які необхідні для завершення формування єдиного ринку фінансових послуг. Квітнева Лісабонська Європейська Рада 2000 року закликала до імplementації цього плану дій до 2005 року. План дій наголошував на потребі розробки Директиви проти маніпулювання на ринку.

На засіданні 17 липня 2000 року Рада створила Експертний комітет по врегулюванню європейських ринків цінних паперів. Резолюцією, ухваленою Європейською Радою у Стокгольмі в березні 2001 року, було схвалено остаточний звіт Експертного комітету по врегулюванню європейських ринків цінних паперів та запропоновано чотирирівневий підхід для підвищення ефективності та прозорості регуляторного процесу європейського законодавства про цінні папери.

Якщо розглядати ринок цінних паперів як комплексне явище, то визначальними його складовими є учасники — емітенти, інвестори та розвинена і ефективна інфраструктура (біржі, депозитарії, брокери, ділери, інститути спільного інвестування).

Європейській Комісії вдалося досягти узгодження національного законодавства про компанії за більшістю істотних аспектів. Однак, намагання Комісії за будь-яку ціну примусити держави—члени інкорпорувати в своє законодавство німецьку чи французьку системи залучення робітників до органів управління акціонерними компаніями загаломувало досить плідний процес узгодження національних правових систем держав—членів. Вже довгий час в інституціях Співтовариства обговорюється проект директиви з права компаній про пропозицію про поглинання, який у разі свого прийняття дозволить би підняти на новий якісний рівень системи корпоративного управління акціонерними товариствами та став би потужним стимулом розвитку національних фондових ринків та їх консолідації. Йдеться про встановлення чітких, справедливих та прозорих правил придбання значного пакету акцій акціонерної компанії з метою набуття контролю над нею. Фактично, це усунення значної кількості правових, організаційних та інших перешкод на шляху формування прозорого фондового ринку. Однак, поки що

⁴⁸ *Сфименко А. П.* Розширення Європейського Союзу, проблеми та перспективи регулювання фінансових ринків (ринку цінних паперів) / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. Інститут міжнародних відносин КНУ ім. Т. Шевченка. К., 2004. — С. 63.

⁴⁹ *Сфименко А. П.* Розширення Європейського Союзу, проблеми та перспективи регулювання фінансових ринків (ринку цінних паперів) / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. Інститут міжнародних відносин КНУ ім. Т. Шевченка. К., 2004. — С. 64.

уряди держав—членів та національні бізнес-еліти, які вони представляють, виявилися неготовими до такого кроку та блокують прийняття цієї директиви⁵⁰.

З метою підвищення загальних стандартів розкриття інформації та якості зовнішнього аудиту, що дає змогу зменшувати ризики за операціями з корпоративними цінними паперами у березні 2005 року було прийнято 8-му Директиву, яка значно підвищує вимоги до зовнішнього аудиту і посилює контроль за змістом і строками розкриття інформації, яку повинні надавати емітенти. Всі 25 країн — членів ЄС повинні здійснити її імплементацію до 2006 року.

1.4. Тенденції та перспективи розвитку права ЄС у сфері ринку цінних паперів (аналіз проектів актів ЄС)

Основними тенденціями розвитку ринку цінних паперів в країнах ЄС є наступні:

- сек'юритизація (securitisation) фінансових операцій з акцентом на розвиток корпоративних фінансових інструментів (передусім, акцій та їх похідних);
- активізація участі європейських фінансових інститутів у глобальних операціях (значною мірою під впливом американських конкурентів);
- інтеграція фондового ринку країн Європи (не лише в межах ЄС) і, як результат, міждержавна консолідація інститутів інфраструктури фондового ринку;
- комерціалізація принципів діяльності організаторів фондової торгівлі;
- сегментація європейського фондового ринку, що посилюється за рахунок появи великої кількості нових національних ринків, які, прагнучи інтегрувати в загальноєвропейський економічний простір, на даному етапі змушені вирішувати проблеми свого становлення, чому й ризикують значно відстати (кількісно і якісно) від групи країн—лідерів.

Розширення Європейського Союзу об'єктивно призведе до розширення повноважень його органів та збільшить їх вплив, що, в свою чергу, збільшує шанси на прийняття цієї директиви та вжиття низки інших заходів, спрямованих на підвищення ефективності національних ринків цінних паперів та створення передумов для їх інтеграції. Серед таких заходів визначають:

- лібералізацію руху фінансових потоків в межах Співтовариства;
- уніфікацію заходів щодо забезпечення виконання зобов'язань, особливо стосовно осіб з інших держав—членів;
- створення системи ефективного позасудового розв'язання спорів між професійними учасниками ринку та інвесторами (особливо дрібними);
- застосування повною мірою принципів законодавства щодо захисту прав споживачів відносно споживачів фінансових послуг (в першу чергу, дрібних інвесторів);
- запровадження ефективної системи оскаржень порушень законодавства та принципів Співтовариства державними органами, що регулюють фінансові ринки, та з боку ключових інституцій інфраструктури (біржі, гарантійні фонди, саморегулятивні організації професійних учасників) шляхом створення посади європейського омбудсмена з фінансових послуг;
- створення ринку венчурного капіталу, тобто капіталу із підвищеним рівнем ризику його інвестування (завичай доступ на цей ринок мають лише висококваліфіковані гравці, переважна більшість з яких є венчурними фондами), але саме цей ринок є життєво необхідним для інноваційного сектору економіки⁵¹.

Серед проблем, які принесє з собою розширення Європейського Союзу, можна зазначити наступні:

- застаріле корпоративне і фінансове законодавство та національні правові системи нових держав—членів;

⁵⁰ *Сфименко А. П.* Розширення Європейського Союзу, проблеми та перспективи регулювання фінансових ринків (ринку цінних паперів) / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. Інститут міжнародних відносин КНУ ім. Т. Шевченка. — К., 2004. — С. 64.

⁵¹ *Сфименко А. П.* Розширення Європейського Союзу, проблеми та перспективи регулювання фінансових ринків (ринку цінних паперів) / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. Інститут міжнародних відносин КНУ ім. Т. Шевченка. — К., 2004. — С. 65.

— обмеженість фінансових ресурсів національного капіталу, який намагатиметься її компенсувати за рахунок адміністративного ресурсу (корупції);

— нерозвинені системи корпоративного управління (для їх формування необхідний значний проміжок часу);

— великий тіньовий сектор в економіці;

— певні законсервовані проблеми, пов'язані з кардинальними системними змінами в економіці (в Польщі існує значна кількість великих збиткових компаній, що належать державі та фактично утримуються за рахунок бюджету);

— опір з боку національних урядів (національного капіталу) запровадженню ефективної системи боротьби з відмиванням грошей (Угорщина, Польща)⁵².

Регулювання ринку цінних паперів на рівні Європейського Союзу є повноцінним. Вторинне законодавство в цій сфері було і є динамічним.

Протягом останніх років відбувається активна робота по перегляду Директиви 2001/34 ЄС щодо інвестиційних послуг. В роботі Комісії визначені наступні акценти: підвищення ефективності ліцензування на загальноєвропейському рівні, регламентація нових видів послуг, підвищення ефективної конкуренції між біржами та торговельними майданчиками, збільшення транскордонного напрямку. Результатом такої роботи стало, зокрема, прийняття Директиви 2004/109/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 грудня 2004 року про гармонізацію вимог щодо прозорості відносно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку, та внесення змін до Директиви 2001/34/ЄС⁵³.

7 травня 2002 року Рада Міністрів ЄС погодила пропозицію про прийняття Директиви щодо фінансових конгломератів та прийняла за основу проект Директиви щодо ринкових зловживань. Пропозиція щодо фінансових конгломератів має на меті підтримання належної міцності фінансових груп, які здійснюють діяльність і в банківському/ інвестиційному, і в страховому секторах. Пропозиція щодо ринкових зловживань намагається захистити ринки та інвесторів від інсайдерської торгівлі та ринкових маніпуляцій⁵⁴.

1.5. Правове регулювання ринку цінних паперів у законодавстві України

1.5.1. Джерела правового регулювання фондового ринку в Україні. Загальний огляд стану адаптації законодавства України до ЄС у сфері правового регулювання ринку цінних паперів

Однією з важливих ознак країн з ринковою економікою є стійка та ефективно функціонуюча фінансова система, частиною якої є ринок цінних паперів. Проголошені євроінтеграційні пріоритети України визначають напрямки удосконалення правового регулювання українського ринку цінних паперів.

Важливим елементом правової реформи, що триває в Україні, є процес наближення національного законодавства до законодавства Європейського Союзу. Необхідність такого наближення обумовлена тим, що розвиток і поглиблення торгових та економічних зв'язків із європейськими країнами залежить від соціально-економічних і законодавчих передумов. Проголошений нашою державою стратегічний курс на інтеграцію до Європейського Союзу

⁵² *Єфименко А. П.* Розширення Європейського Союзу, проблеми та перспективи регулювання фінансових ринків (ринку цінних паперів) / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. Інститут міжнародних відносин КНУ ім. Т. Шевченка. — К., 2004. — С. 66.

⁵³ Official Journal L 390/19, 31.12.2004, p. 1.

⁵⁴ *Вовк Т., Друзенко Г., Зуравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Парпан М., Перестук Н.* Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Харків: Консул, 2002. — С. 126.

передбачає всебічне входження в європейський політичний, економічний, а також правовий простір.

Гармонізація національного законодавства з правом ЄС є однією з найважливіших умов для поглиблення співробітництва з Європейським Союзом та поступової інтеграції до його лав (набуття статусу асоційованого або повного члена). Розвиток відносин з Європейським Союзом значною мірою залежить від законодавчого закріплення незворотності ринкових перетворень в Україні та надання надійних гарантій захисту прав людини, що, в свою чергу, свідчить про готовність нашої країни виконувати взяті на себе міжнародні зобов'язання і про ширість наших намірів стосовно європейської інтеграції.

Стратегія інтеграції України до Європейського Союзу визначає, що адаптація законодавства є одним з основних напрямків інтеграційного процесу. Наша держава керується в цьому питанні положеннями ст. 51 УПС, відповідно до якої вона взяла на себе зобов'язання вжити належні заходи для забезпечення поступового наближення та приведення національного законодавства у відповідність із законодавством ЄС.

В УПС визначені 16 сфер у яких у першу чергу слід мати адекватні норми, однією з яких є сфера фінансових послуг.

Велику роль у регулюванні та адаптації до євро стандартів фондового ринку в Україні мають рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), а також «Рекомендації щодо наближення законодавства України, яке регулює сферу фінансових послуг до законодавства ЄС», прийняті Міжвідомчою координаційною радою з адаптації українського законодавства до законодавства ЄС 12 липня 2002 року.

Гармонізація законодавства є важливою основою і рушійною силою правової реформи в Україні на шляху до створення ринкової соціально-орієнтованої економіки; вона має створити правову базу для майбутнього членства України в ЄС, є основним напрямком поступової інтеграції України до Європейського Союзу.

Основними нормативно-правовими актами, що регулюють ринок цінних паперів в Україні є:

1. Закон України від 23.02.2006 року «Про цінні папери та фондовий ринок»;
2. Закон України від 30 жовтня 1996 року «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»⁵⁵.
3. Господарський кодекс України⁵⁶.
4. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 40—44. — Ст. 356.
5. Закон України від 15 березня 2001 року «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»⁵⁷.
6. Закон України від 10 грудня 1997 року «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів»
7. Закон України від 12.07.2001 р. «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»⁵⁸.
8. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про сертифікацію осіб, що здійснюють професійну діяльність з цінними паперами в Україні» від 29 липня 1998 року № 93.
9. Наказ Державного комітету з питань регуляторної політики та підприємництва, рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів».
10. Рішення ДКЦПФР від 27.01.1998 р. № 11-а «Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність»⁵⁹.
11. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок подання адміністративних даних фондовими біржами та торгівельно-інформаційними системами» від 11 червня 2002 року № 212.

⁵⁵ ВВР України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

⁵⁶ Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 18. — Ст. 144.

⁵⁷ ВВР України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

⁵⁸ ВВР України. — 2002. — № 1. — Ст. 1.

⁵⁹ Комп'ютерна правова система «Ліга: Закон».

12. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про визначення переліку керівних посадових осіб, які підлягають сертифікації для здійснення їхніми юридичними особами професійної діяльності на ринку цінних паперів» від 5 січня 1999 року № 1.

13. Рішення ДКЦПФР від 31.07.1998 № 100 «Щодо звітування торговцями цінними паперами про укладені ними угоди з купівлі-продажу цінних паперів перед фондовими біржами»⁶⁰.

14. Рішення ДКЦПФР від 10.06.97 р. № 11/1 «Про затвердження Порядку надання звітності торговцями цінними паперами»⁶¹.

15. Рішення ДКЦПФР від 01.08.2002 № 216 «Про затвердження Положення про порядок подання інформації компанією з управління активами про результати діяльності інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів)»⁶².

16. Рішення ДКЦПФР від 10.12.2003 р. № 560 «Про затвердження Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами недержавних пенсійних фондів щодо складу та структури зазначених активів»⁶³.

17. Рішення ДКЦПФР від 13 квітня 2000 р. № 40 «Про затвердження Норм і правил обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі України»⁶⁴.

18. Рішення ДКЦПФР від 26 травня 1998 р. № 61 «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність»⁶⁵.

19. Рішення ДКЦПФР від 15.01.1997 р. № 9 (в ред. рішення ДКЦПФР від 04.09.2003 р.) «Про затвердження Положення про регулювання діяльності фондових бірж та торговельно-інформаційних систем»⁶⁶.

20. Рішення ДКЦПФР від 31.07.1998 р. № 100-1 «Щодо забезпечення укладення угод з купівлі-продажу цінних паперів лише на організаційно оформленому ринку»⁶⁷.

Аналіз відповідності української нормативної бази в сфері правового регулювання ринку цінних паперів до acquis ЄС засвідчує її відповідність принципам права ЄС. Зокрема, такої відповідності досягнуто щодо пакету директив в сфері цінних паперів, ухвалених на реалізацію доповіді Робочої групи Ламфалуссі⁶⁸.

Водночас слід наголосити, що реформування цієї галузі, а також робота з адаптації тривають. Прийняття 23.02.2006 р. нового Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дозволяє говорити про удосконалення регулювання цієї сфери та поглиблення її адаптації до acquis ЄС.

З метою врахування динаміки розвитку правового регулювання ринку цінних паперів, яке має місце в Європейському Союзі та в Україні, необхідна адаптація вітчизняного законодавства до останнього покоління директив ЄС у сфері правового регулювання ринку цінних паперів.

Чинне законодавство потребує вдосконалення у сфері корпоративного управління шляхом прийняття нормативних документів, які сприятимуть підвищенню рівня захисту прав акціонерів та інвесторів, підвищенню рівня розкриття та оприлюднення інформації на фондовому ринку. Основним законом у цій сфері повинен стати Закон «Про акціонерні товариства», про який йшлося вище.

Враховуючи малу капіталізацію ринку цінних паперів видається важливим забезпечити утримання витрат на операції з цінними паперами на якомога нижчому рівні. Крім того, утворення специфічних інституцій ринку, які забезпечують здійснення операцій з цінними паперами, підвищило б довіру потенційних інвесторів до ринку та гарантувало би оперативність і захищеність таких операцій⁶⁹.

⁶⁰ Офіційний вісник України. — 1998. — № 38. — Ст. 322.

⁶¹ Комп'ютерна правова система «Ліга: Закон».

⁶² Офіційний вісник України. — 2002. — № 35. — Ст. 1671

⁶³ Офіційний вісник України. — 2003. — № 52. — Ст. 2862.

⁶⁴ Офіційний вісник України. — 2000. — № 38. — Ст. 1644.

⁶⁵ Комп'ютерна правова система «Ліга: Закон».

⁶⁶ Комп'ютерна правова система «Ліга: Закон».

⁶⁷ Офіційний вісник України. — 1998. — № 38. — Ст. 352.

⁶⁸ Качка Т. Загальний огляд стану адаптації законодавства України до законодавства ЄС // Часопис Парламент. — 2005. — № 8. — С. 13

⁶⁹ Асланян Г. Проблеми імплементації Угоди про партнерство і співробітництво між Європейськими Співтовариствами та їх державами — членами та Україною // Часопис ПАРЛАМЕНТ. — 2004. — № 5.

Подальший розвиток депозитарно-клірингової системи в Україні сьогодні є одним з головних факторів розвитку національного ринку цінних паперів та його інтеграції в міжнародний фінансовий ринок.

Необхідно розширювати коло цінних паперів і фінансових інструментів, які виступають об'єктами інвестування, за рахунок розвитку похідних інструментів. Нижче подано низку заходів, яких необхідно вжити для забезпечення функціонування ринку цінних паперів у відповідності до міжнародних стандартів. Зокрема, пропонується продовжувати впровадження міжнародних принципів бухгалтерської звітності (International Accounting Standards — IAS) для використання емітентами. Важливим є продовження роботи у сфері забезпечення належного захисту інтересів інвесторів, для чого Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку пропонується наполягати на використанні і дотриманні принципів найкращої корпоративної практики емітентами цінних паперів (Рішення Комісії № 190 від 2 червня 2002 р.), що розроблені в Україні на базі рекомендацій ОЕСР.

Пропонується продовжувати забезпечувати відповідність українського законодавства до вимог законодавства ЄС щодо допуску цінних паперів до лістингу на фондовій біржі та інформації про такі цінні папери, яка підлягає опублікуванню з метою надання потенційним інвесторам необхідної інформації про фінансовий стан емітента та відомості про цінні папери, що пройшли лістинг.

Необхідно продовжувати роботу щодо наближення національного законодавства до вимог законодавства ЄС:

- щодо критеріїв для надання ліцензії чи умов її відзвучу (для чого пропонується перевірити положення Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» на предмет їх відповідності стандартам законодавства ЄС);

- щодо річних звітів окремих видів компаній відносно сум, які виражені у євро, з метою введення міжнародних стандартів бухгалтерського обліку для емітентів, які пропонують цінні папери для вільного продажу на первинному ринку та фондовій біржі.

План дій Україна — Європейський союз підписаний у Брюсселі 21 лютого 2005 року⁷⁰ в досліджуваній сфері передбачає необхідність покращення інвестиційного клімату шляхом запровадження недискримінаційних, прозорих і передбачуваних умов ведення бізнесу, спрощення адміністративних процедур та боротьбу з корупцією; поступове наближення законодавства, норм та стандартів України до законодавства, норм та стандартів Європейського Союзу.

В процесі подальшої співпраці між Україною та ЄС в досліджуваній сфері визначають за необхідне докласти зусиль в практичному застосуванні чинних законів із захисту прав іноземних інвесторів у спільних підприємствах, прозорості умов ведення бізнесу, уникнення дискримінаційних заходів, які впливають на іноземні інвестиції (заборгованість з відшкодування ПДВ, протекціоністські заходи по відношенню до вітчизняного товаровиробника, забезпечення прозорості та ефективної приватизації)⁷¹.

Подальша законодавча робота в цій сфері потребує вжиття наступних заходів:

- узгодження норм Цивільного та Господарського кодексу України в частині положень, що стосуються вимог до компаній;

- приведення норм Закону України «Про господарські товариства», що регулюють питання створення та діяльності юридичних осіб у відповідність до норм Цивільного та Господарського кодексів України та прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» з урахуванням вимог законодавства ЄС про компанії;

- приведення правил щодо оформлення податкової звітності підприємств у відповідність до Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (МСБО);

- розширення прав Антимонопольного комітету України шляхом внесення змін до Закону України від 11.01.2001 року «Про захист економічної конкуренції»⁷².

⁷⁰ Комп'ютерна правова система «Ліга: Закон».

⁷¹ Асланян Г., Ковриженко Д., Замніус В. План дій Україна — Європейський Союз та його законодавча імплементація // Часопис «Парламент». — 2005. — № 1. — С. 14.

⁷² Відомості Верховної Ради. — 2001. — № 12. — ст. 64.

1.5.2. Поняття ринку цінних паперів

З переходом економіки України до розвитку на ринкових засадах та прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» в Україні почав формуватися і все активніше функціонувати і розвиватися фондовий ринок, набули поширення цінні папери.

В економіці кожної країни постійно відбувається обіг фінансових ресурсів. Фінансовий ринок являє собою грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється у цінних паперах⁷³. Важливою складовою фінансового ринку є ринок цінних паперів.

Формування національного фондового ринку протягом 1995—2002 років стало значним внеском у реформування економіки України. Найважливішими джерелами залучення фінансових ресурсів в цей період стали випуски акцій та облігацій.

Відповідно до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. **фондовий ринок (ринок цінних паперів)** — сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів). Таким чином, законодавець вживає терміни «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» як синоніми.

Як зазначалось в Основних напрямках розвитку фондового ринку України на 2001—2005 роки, схвалених Указом Президента України від 26 березня 2001 року «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України», головною метою функціонування та розвитку фондового ринку в Україні повинно стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення дальшого зростання виробництва.

Ліквідний, надійний та прозорий фондовий ринок має забезпечити реалізацію національних інтересів України, сприяти зміцненню економічного суверенітету шляхом:

- сприяння надходженню інвестицій у реальний сектор економіки;
- створення ефективної системи захисту прав та інтересів інвесторів, як вітчизняних, так і іноземних;
- створення сприятливих умов для розвитку інститутів спільного інвестування, в тому числі недержавних пенсійних фондів;
- розбудови сучасної надійної системи виконання угод з цінними паперами та обліку права власності на цінні папери;
- розбудови ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначати ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів;
- концентрації і централізації торгівлі корпоративними цінними паперами українських емітентів на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій;
- створення умов для підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;
- гармонізації політики держави на фондовому ринку з грошово-кредитною, валютною і бюджетно-податковою політикою з метою розвитку фондового ринку України.

Головною метою ринку цінних паперів кожної країни має стати становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки⁷⁴.

1.5.3. Державне регулювання ринку цінних паперів

Регулювання ринку цінних паперів — це упорядкування діяльності на ньому всіх його учасників та операцій між ними з боку уповноважених на це державних органів та організацій. Регулювання ринку цінних паперів охоплює всіх його учасників як професійних, так і не професійних та всі види операцій на ньому.

⁷³ Павлов В. І., Пилипенко І. І., Кривов'язюк І. В. Цінні папери в Україні: Навчальний посібник. — К.: Кондор, 2004. — С. 5.

⁷⁴ Павлов В. І., Пилипенко І. І., Кривов'язюк І. В. Цінні папери в Україні: Навчальний посібник. — К.: Кондор, 2004. — С. 13.

Регулювання ринку цінних паперів за критерієм суб'єкта, який здійснює функції, щодо регулювання ринку, поділяється на:

- державне регулювання, яке здійснюється спеціально уповноваженими органами держави до компетенції яких належить виконання тих чи інших функцій регулювання;
- саморегулювання, яке здійснюється саморегулювними організаціями професійних учасників ринку цінних паперів.

Відповідно до ст. 1 Закону України від 30.10.1996 року «Про державне регулювання ринку цінних паперів» **державне регулювання ринку цінних паперів** — це здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Метою державного регулювання ринку цінних паперів відповідно до ст. 2 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів» є:

- реалізація єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;
- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;
- одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;
- забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;
- гарантування прав власності на цінні папери;
- захист прав учасників фондового ринку;
- інтеграція в європейський та світовий фондові ринки;
- дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства;
- запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів;
- контроль за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.

Форми державного регулювання ринку цінних паперів встановлені статтею 3 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів». До них належать:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;
- регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів;
- видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю;
- заборона та зупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність та притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством;
- реєстрація випусків (емісій) цінних паперів та інформації про випуск (емісію) цінних паперів;
- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;
- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;
- контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
- встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їх дотриманням;
- контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
- контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;
- проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.

1.5.4. Поняття, ознаки та види цінних паперів за законодавством України

Відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» цінні папери — документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові

або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам.

Цивільний кодекс України містить окрему главу, яка присвячена цінним паперам як об'єктам цивільних прав. Окремі питання випуску, обігу цінних паперів, надання посередницьких послуг при здійсненні операцій з цінними паперами у сфері господарювання врегульовані в Господарському кодексі України.

Легальні визначення цінного папера, які містяться у п. 1 ст. 194 ЦК України та в абз. 2 п. 1 ст. 163 ГК України, є майже тотожними з однією лише відмінністю щодо суб'єкта, який може випускати (видавати) цінний папір, яка зумовлена розмежуванням сфер правового регулювання обох кодексів.

Ознаки цінного паперу. Легальне визначення цінного паперу дає змогу виділити наступні його характерні ознаки:

- 1) цінним папером є документ.
 - 2) наявність визначеної законом форми та необхідних реквізитів, перелік яких щодо конкретних видів цінних паперів встановлюється законодавством.
 - 3) посвідчує грошове або інше майнове право та визначає ті юридичні можливості, на здійснення яких має право власник цінного паперу (одержання доходу у вигляді дивідендів або процентів чи певного майна тощо);
 - 4) характеризується можливістю передачі прав, що випливають з нього, іншим особам;
 - 5) здійснення засвідченого ним суб'єктивного права можливо лише шляхом його пред'явлення;
 - 6) визначає взаємовідносини між особою, яка випустила цінний папір та його власником.
- Наявність усіх наведених ознак у сукупності та за умови визнання державою дозволяє віднести той чи інший документ до цінних паперів.

Види цінних паперів. Цінні папери можна класифікувати за різними критеріями:

1. За формою випуску згідно ч. 1 ст. 197 ЦК України та п. 4 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» цінні папери можуть бути на пред'явника, іменні або ордерні.

2. Відповідно до ч. 3 статті 163 ГК України в Україні можуть випускатись і перебувати в обігу пайові, боргові та інші цінні папери.

Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає, що в Україні в цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів: пайові цінні папери, боргові цінні папери, похідні цінні папери, товаророзпорядчі цінні папери, приватизаційні цінні папери, іпотечні цінні папери.

3. Відповідно до статті 3 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» та ч. 3 статті 163 ГК України в Україні можуть випускатись і обертатись такі види цінних паперів: акції; облигації підприємств, облигації внутрішніх місцевих позик, Державні облигації; казначейські зобов'язання; ощадні сертифікати; інвестиційні сертифікати; векселі; приватизаційні папери. Відповідно до ч. 3 статті 163 ГК України цей перелік не є вичерпним і включає інші види цінних паперів, передбачені цим кодексом та іншими законами.

4. За порядком їх розміщення (видачі) виділяють емісійні та неемісійні цінні папери (ст. 3 Закону). До емісійних цінних паперів належать: акції; облигації підприємств; облигації місцевих позик; державні облигації України; іпотечні сертифікати; іпотечні облигації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю (далі — сертифікати ФОН); інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України.

5. Відповідно до ч. 3 ст. 3 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» цінні папери за формою існування поділяються на документарні та бездокументарні.

1.5.5. Поняття та види учасників ринку цінних паперів

У законодавстві України відсутнє визначення поняття учасника ринку цінних паперів.

У літературі учасників ринку цінних паперів визначають як фізичних осіб або організації, що продають або купують цінні папери, обслуговують їх обіг та розрахунки за ними⁷⁵.

⁷⁵ Рынoк ценных бумаг: Учебник / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2002. — С. 199.

Відповідно до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів» учасниками ринку цінних паперів є:

- емітенти;
- інвестори;
- особи, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів.

Ст. 2 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає, що учасниками фондового ринку є емітенти, інвестори, саморегульовані організації та професійні учасники фондового ринку.

Емітент — юридична особа, Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Інвестори в цінні папери — фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства. Інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Саморегульована організація професійних учасників фондового ринку — неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність ресстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Професійні учасники фондового ринку — юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України.

Проаналізувавши положення чинного законодавства та спеціальну літературу, на мою думку, в залежності від функціонального призначення слід виділити наступні групи учасників ринку цінних паперів:

1. інвестори (фізичні та юридичні особи);
2. емітенти цінних паперів (держава, місцеві органи влади, юридичні особи будь-якої форми власності);
3. органи, що здійснюють державне регулювання та контроль на ринку цінних паперів (Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку України, Кабінет Міністрів України, Президент України, Фонд державного майна України, Національний банк України, Міністерство фінансів України, Антимонопольний комітет України);
4. фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, комерційні банки, довірчі товариства тощо);
5. інфраструктура ринку цінних паперів (депозитарії, фондові біржі, торгово-інформаційні системи, центри сертифікатних аукціонів, зберігачі, ресстратори, саморегульовані організації, аудиторські компанії, консалтингові компанії, курси по підготовці спеціалістів фондового ринку).

Ця класифікація, на мою думку, найбільш повно дає відповідь на питання: хто є учасником ринку цінних паперів України.

1.5.6. Участь України у міжнародних угодах

Україна активно співпрацює з державами—членами Євросоюзу та країнами—кандидатами на членство в ЄС як на двосторонньому, так і багатосторонньому рівнях. Налагоджено діалог в рамках Постійної українсько-польської конференції з питань європейської інтеграції. Відбуваються консультації з євро інтеграційних питань з Польщею, Угорщиною, Чехією, Литвою, Естонією, Словаччиною, Болгарією. Розвивається співробітництво з державами—членами ЄС та країнами—кандидатами в рамках ООН, Ради Європи, ОБСЄ, інших міжнародних (в тому числі регіональних) організацій.

1.6. Проблеми функціонування ринку цінних паперів. Основні тенденції та перспективи розвитку законодавства України у сфері правового регулювання ринку цінних паперів

В Україні з розвитком та поширенням цінних паперів, почав формуватися і все активніше функціонувати і розвиватися фондовий ринок, що вимагає відповідного законодавчого врегулювання та вироблення основних підходів у правозастосовчій практиці. Однак, сучасний вітчизняний ринок цінних паперів значно відстає у своєму розвитку як від ринків промислово розвинутих країн, так і від ринків багатьох держав з перехідною економікою (Латвія, Словаччина та ін.).

Розвиток ринку цінних паперів стримують багато проблем, основними з яких є наступні:

1. Операції з цінними паперами здійснюються суб'єктами господарювання переважно на неорганізованому ринку. Це обумовлює непрозорість ринку цінних паперів, що знижує його ефективність як частини фінансового ринку країни⁷⁶.

2. Недосконалість інфраструктури ринку цінних паперів, передусім в сфері депозитарної діяльності, що обумовлена, зокрема, відсутністю в Україні Центрального депозитарію цінних паперів⁷⁷.

3. Проблеми обліку права власності на цінні папери: чинне законодавство, передбачає дві форми обліку прав власності на цінні папери: шляхом ведення реєстрів власників іменних цінних паперів самим емітентом або через систему реєстраторів (для іменних цінних паперів випущених в документарній формі) та шляхом ведення рахунків у цінних паперах зберігачами (для цінних паперів, випущених в бездокументарній формі).

4. Необхідність приведення законодавства України у відповідність до Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASB) та міжнародних стандартів розкриття інформації Міжнародної організації комісії з цінних паперів (IOSCO) та запровадження комплексної системи збору та розкриття інформації про учасників фондового ринку.

Відсутність дієвої системи захисту прав інвесторів, що є одним з наслідків недотримання принципів корпоративного управління, відсутності у законодавстві чіткої регламентації прав акціонерів та відповідальності за їх порушення. Вирішення цієї проблеми сприятиме прийняття Закону України «Про акціонерні товариства», проект якого вже тривалий час знаходиться на розгляді у Верховній Раді України.

5. Низький рівень знань, поінформованості населення щодо функціонування ринку цінних паперів, що призводить до низької активності на ринку цінних паперів фізичних осіб, які в розвинутих країнах є одними з головних інвесторів⁷⁸.

6. Проблема використання інсайдерської інформації при укладанні угод з цінними паперами⁷⁹.

7. Низький рівень використання похідних цінних паперів, обумовлений недосконалістю правового регулювання їх випуску та обігу.

Удосконалення законодавства України в сфері випуску та обігу цінних паперів в процесі адаптації до законодавства ЄС потребує:

1. Уточнення норм Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» щодо кола осіб, на яких він поширюється, а саме чи потребує одержання ліцензії разове надання суб'єктом підприємництва фінансової послуги.

2. Належного врегулювання спеціальних видів ІСІ (пенсійні та дитячі фонди, фонди банківського управління (ФБУ), фонди фінансування будівництва нерухомості (ФФБН) та фонди операцій з нерухомістю (ФОН).

3. Визначення правового статусу, порядку випуску та обігу і правил роботи з похідними фінансовими документами. Концепція правового регулювання деривативів в Україні не відповідає концепції, яка застосовується в ЄС. В Україні порядок випуску та обігу деривативів вре-

⁷⁶ Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку// Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 4.

⁷⁷ Примітка. Детальніше див. розділ 2 Проблеми питання клірингово-розрахункової діяльності.

⁷⁸ Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку// Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 9.

⁷⁹ Примітка. Детальніше див. підрозділ 5 «Зловживання на фондовому ринку» розділу 2 дослідження.

гульовано в межах автономного поняття «похідні цінні папери», в той час як в ЄС ці питання стосовно деривативів регулюються в межах двох різних інститутів права. З одного боку, це цінні папери («цінні папери, що підлягають вільному обігу» (емісійні) та інструменти грошового ринку (неемісійні)), а з іншого — «інструменти, еквівалентні фінансовим ф'ючерсам». Доцільність такого поділу обумовлена тим, що всі деривативи (похідні фінансові інструменти) хоч і мають однакове фінансове походження, все ж таки доволі різноманітні за правовою природою. Тому їх обіг має регулюватися в межах різних інститутів права⁸⁰.

4. Спрощення процедури допуску цінних паперів іноземних емітентів на українській ринку шляхом зняття формальних вимог щодо лістингу цінних паперів на фондовій біржі. Рішенням ДКЦПФР від 20 листопада 1997 р. № 42 «Про порядок реєстрації акцій та облігацій іноземних емітентів в Україні», визначено, що іноземні цінні папери, які пропонуються для обігу на території України, повинні мати лістинг на фондовій біржі або бути допущені до обігу в торговельно-інформаційній системі в країні їх походження та мати лістинг на одній із наступних фондових бірж: Нью-Йоркській, Американській, Токійській, Торонтській, Гонконгській, Франкфуртській, Лондонській.

5. Вирішення проблеми обміну боргів на акції товариства на стадії мирової угоди, у справі про банкрутство, шляхом узгодження норм Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом».

Пропонується також здійснення централізації існуючих фондових бірж шляхом створення єдиної біржової системи з покладенням її функцій на Українську фондову біржу як найбільш розвинену, що має відповідну технічну, методологічну та кадрову забезпеченість⁸¹.

Стратегія розвитку фондового ринку на середньостроковий період визначена Указом Президента України № 1648/2005 від 24.11.2005 р., яким затверджено Основні напрями розвитку фондового ринку на 2006—2010 роки⁸² (далі — Основні напрями розвитку фондового ринку на 2006—2010 роки). Відповідно до Основних напрямів розвитку фондового ринку на 2006—2010 роки державна політика у сфері функціонування фондового ринку має бути спрямована на створення умов для постійного підвищення капіталізації економіки, запровадження ефективної системи захисту прав інвесторів, забезпечення прозорих правил і процедури діяльності учасників фондового ринку, використання надійних та ліквідних інструментів ринку цінних паперів.

Розпорядженням КМУ № 131-р від 07.03.2006 р. затверджено план з реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку на 2006—2010 роки. Цей документ передбачає здійснення заходів за такими напрямками, як: удосконалення механізму захисту прав інвесторів; розвиток інструментів ринку цінних паперів; зосередження укладення договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах та в інших організаторів торгівлі цінними паперами; удосконалення Національної депозитарної системи; удосконалення системи розкриття інформації на ринку цінних паперів; розвиток інвестиційної інфраструктури. Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку зобов'язано у найближчі роки розробити ряд проектів нормативних документів для розвитку фондового ринку, зокрема: щодо запровадження в акціонерних товариствах посади корпоративного секретаря; щодо запровадження системи рейтингування суб'єктів господарювання та інструментів фондового ринку; зберігання копій реєстрів власників іменних цінних паперів в Національному депозитарію; вирішення питання про можливість створення спеціалізованих судів для розгляду корпоративних спорів та ін.

У 2003 році відбулися позитивні зміни у цьому секторі економіки завдяки створення сприятливих умов щодо розвитку ринку цінних паперів та стабілізації макроекономічних факторів, а саме: зростання реального приросту ВВП, стовідсоткове виконання доходів загального фонду державного бюджету, зменшення податкової заборгованості, зростання інвестицій в основний капітал, зростання кількості прибуткових підприємств, використання заощаджень,

⁸⁰ Вовк Т., Друзенко Г., Зуравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Парпан М., Перестук Н. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Харків: Консул, 2002. — С. 170.

⁸¹ Клименко В. В. Проблеми інтеграції фондового ринку України у світовий фінансовий простір // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. — 2001. — Випуск 49. — С. 52.

⁸² Комп'ютерна правова система «Ліга: Закон».

акумульованих та перерозподілених через банківську систему, активізація рефінансування комерційних банків, зростання споживчого попиту⁸³.

Виключення України з «чорного списку» FATF та надання країні статусу з ринковою економікою зменшить недовіру з боку зовнішніх інвесторів, підвищить інвестиційний рейтинг нашої держави. Стануть більш прозорими фінансові потоки, відбудуватиметься їх поступовий вихід із тіні, скорочуватиметься відтік капіталу із країни. Покращення інвестиційного іміджу країни сприятиме збільшенню обсягів прямих іноземних інвестицій.

В умовах коли відбувається синхронізація темпів економічного зростання в базових галузях економіки, зміцнення міжгалузевих зв'язків, збільшення питомої ваги видів діяльності, пов'язаних із задоволенням потреб внутрішнього ринку, активізація та вдосконалення інвестиційних процесів, простежується тенденція збільшення обсягів торгів на ринку цінних паперів.

Події на валютних ринках протягом останніх років відбувалися без різких та ажіотажних коливань, що свідчить про стабільне функціонування банківської системи, зростання її надійності та збереження довіри населення до банківської системи в цілому.

Альтернативним джерелом залучення фінансових ресурсів є залучення за допомогою ринку цінних паперів. Порівняно з минулими роками в останні 3—4 роки спостерігається значне збільшення не тільки реєстрації випусків цінних паперів, а й обсягу торгів на ринку цінних паперів. Очікується, що в Україні продовжиться тенденція сталого зростання обсягів угод з цінними паперами, при цьому збільшиться питома вага угод, укладених на організованому ринку.

Важливим фактором який впливає на розвиток ринку цінних паперів є створення умов для виконання угод з цінними паперами на організаторах торгівлі. Торгівля цінними паперами на організаторах торгівлі, підвищує інвестиційну привабливість емітента за рахунок забезпечення його ліквідності та прозорості. ДКЦФР прогнозує зростання річного обсягу укладених угод на ринку цінних паперів на 96,2 млрд грн — із 403,8 млрд в 2005 році до 500 млрд грн — в 2008 році⁸⁴.

На розвиток ринку цінних паперів активним чином впливає також стан законодавчого регулювання випуску та обігу цінних паперів, правового статусу учасників ринку цінних паперів та порядку здійснення операцій з цінними паперами на фондовому ринку.

Влітку 2003 року ВРУ було прийнято декілька важливих законів, які безумовно впливають на розвиток ринку цінних паперів в Україні. Серед них Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9.07.2003 р., Закон України «Про іпотеку» від 5 червня 2003 року, Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06.2003 р. та Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 р. Цими законами запроваджені нові види ЦП: іпотечні ЦП, застава, сертифікат ФОН, без яких неможливий розвиток споживчого кредитування на ринку нерухомості. Прийняття цих законів обумовило появу нового виду професійного учасника на ринку цінних паперів — компанії з управління активами та відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку — діяльність з управління активами інституційних інвесторів.

Інститути спільного інвестування здатні суттєво прискорити розвиток фондового ринку України, забезпечити збільшення надходжень інвестицій від вітчизняних та іноземних інвесторів і стати потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки країни.

Так, зокрема, протягом 2004 року було зареєстровано випуски акцій корпоративних інвестиційних фондів на суму понад 150 млн грн та випуски інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів на суму понад 2 млрд грн. Тенденція щодо збільшення випусків цінних паперів інвестиційних фондів спостерігається і протягом 2005—2006 років. На відміну від акцій і облігацій, поява яких обумовлена безпосередніми потребами відтворювального процесу, виникнення похідних цінних паперів викликано необхідністю перерозподілу цінних ризиків, основна економічна функція яких — надання суб'єктам механізму хеджування, тобто страхування від зміни цін на ринку капіталів.

Ринок похідних цінних паперів — найбільш динамічний сегмент світових фондових ринків. В Україні процес реєстрації похідних цінних паперів розпочався у 2000 році. За станом на

⁸³ Детальніше див.: Розвиток фондового ринку України // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2003/2.1.shtml>

⁸⁴ Новини Української асоціації інвестиційного бізнесу 13.03.2006 р. // <http://uaib.com.ua>

01.01.05 Комісією зареєстровано 19 випусків опціонів загальною на суму 310,420 млн грн.⁸⁵ Крім того Комісією з 2003 року розпочато реєстрацію специфікацій ф'ючерсних контрактів закритим акціонерним товариством «УМВБ».

З 1.01.2004 року набув чинності ЦК України який запровадив класифікацію ЦП на 4 групи: пайові, боргові, похідні та товаророзпорядчі. Однак, це не відповідало ст. 3 чинного на той час Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» та викликало на практиці багато проблем щодо визначення кола документів, що мають правовий режим ЦП, та відповідні правові наслідки: вимоги до випуску та обігу, відповідальність, тощо; проблеми класифікації ЦП, зокрема, віднесення до певної групи ЦП, визначених ЦК таких ЦП, як вексель, інвестиційний сертифікат.

Активно протягом останніх років розвивається в Україні ринок корпоративних облігацій як альтернатива традиційному ринку акцій. Так, зокрема, протягом 2004 року було зареєстровано випусків облігацій на суму 4,1 млрд грн.

Зростають обсяги емісії державних ЦП (облігацій внутрішніх та зовнішніх державних позик, казначейських зобов'язань).

Все це викликало необхідність у їх відповідному законодавчому регулюванні порядку випуску та обігу облігацій, що було здійснено у 2 половині 2003 року шляхом затвердження ДКЦПФР двох положень: Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик від 7.10.2003 р. та Положення про порядок випуску облігацій підприємств від 17.07.2003 р.

Протягом чотирьох останніх років боргова політика уряду була спрямована на активізацію операцій по розміщенню сврооблігацій на зовнішньому та скорочення обсягів запозичень на внутрішньому ринках.

За інформацією Міністерства фінансів України, фінансові аналітики «Морган Стенлі» (Morgan Stanley) очікують продовження прогресу фундаментальних показників економічного зростання в Україні. Вони рекомендують інвесторам звернути увагу на українські цінні папери, порівнюючи надійність і енергію зростання України з феноменом Китаю. Крім того, одне з найавторитетніших у діловому світі видань *EuroWeek* визнало випуск українських облігацій зовнішньої державної позики, так званих свробондів, що відбувся у 2003 році, кращою суверенною угодою на ринках, що розвиваються, за підсумками року (Україна випустила і надзвичайно вдало розмістила в 2003 році свробонди серед більш ніж 300 іноземних інвесторів на суму 1 млрд дол. США). Запозичення здійснені протягом 2003 року носять довгостроковий характер та залучені під мінімально можливі відсотки (середньозважені ставки за запозиченнями внутрішніми — 9,2 %, зовнішніми — 7,65 %) ⁸⁶.

За висновками фахівців, переорієнтація уряду на відносно дешеві зовнішні джерела фінансування дефіциту бюджету, з одного боку, дає короткострокові переваги, пов'язані із можливим зменшенням витрат на обслуговування державного боргу, а з другого, стримує розвиток національного фондового ринку та зменшує можливості використання Національним банком України державних цінних паперів як інструменту рефінансування комерційних банків. Окрім того, існує валютний ризик, пов'язаний із запозиченнями в іноземній валюті ⁸⁷.

Збільшення обсягу операцій держави як емітента цінних паперів створить ефективний інструмент грошово-кредитної політики, завдяки наявності на ринку достатньої кількості цінних паперів з мінімальним ризиком, сприятиме стабілізації фондового ринку та стимулюватиме інституційних інвесторів вкладати залучені кошти у ці ліквідні та надійні цінні папери.

Прогалини в правовому регулюванні випуску та обігу цінних паперів, визначенні правового режиму окремих видів цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів, державному регулюванні ринку цінних паперів вирішуються завдяки нормотворчій діяльності Верховної ради України та інших державних органів, в першу чергу ДКЦПФР. Так, 23.02.2006 року було прийнято новий закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», який регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та

⁸⁵ Стилий огляд ринку цінних паперів за 2004 рік// <http://www.ssmc.gov.ua/8/4/18>

⁸⁶ Розвиток фондового ринку України// <http://www.ssmc.gov.ua/4/2003/2.1.shtml>

⁸⁷ *Дценюк А.* Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку// Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 5.

ефективності функціонування фондового ринку. регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку.

Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30 травня 2006 року № 365 схвалено Положення про порядок реєстрації випуску акцій під час створення акціонерних товариств, яке встановлює вимоги до реєстрації випуску акцій під час створення відкритих акціонерних товариств та закритих акціонерних товариств.

На розгляді Верховної Ради України знаходяться законопроекти, спрямовані на удосконалення правового регулювання фондового ринку, а саме: «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо обігу векселів в Україні)», «Про похідні (деривативи)», «Про акціонерні товариства», «Про внесення змін до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)».

Розвиток ринку цінних паперів України залежить від цілого ряду політичних та економічних умов. Так, зокрема, влітку 2006 року зменшилися обсяги торгів акціями у зв'язку з політичною нестабільністю в Україні; спостерігалось виведення капіталів іноземних інвесторів з ринків, що розвиваються, в ринки розвинених країн Європи та США, обумовлене збільшенням облікових ставок в США, яке вплинуло на зростання доходності американських а європейський цінних паперів. Крім того, початок нової війни на Близькому Сході змушує інвесторів вкладати свої кошти тільки в найбезпечніші ринки⁸⁸.

⁸⁸ Новости. Заклинило // Бізнес. — 2006. — № 31 (706). — С. 42—43.

2. ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Інвестування в широкому розумінні (як інвестиційна професійна діяльність — різновид господарської діяльності, як окрема операція/дія чи комплекс взаємопов'язаних дій, а також надання інвестиційних та пов'язаних з ними додаткових послуг роздрібному інвестору) є, як правило, суспільно-корисним, оскільки забезпечує досягнення певного соціально-економічного ефекту (створення нових суб'єктів господарювання чи нових об'єктів господарсько-виробничого, культурного, соціального та іншого призначення, збільшення майнової бази, запровадження новітніх технологій, випуск принципово нової продукції). Тому суспільство зацікавлене у поживленні інвестування, у збільшенні інвестицій та спрямуванні їх на реалізацію пріоритетних інвестиційних проектів.

Разом з тим, інвестори та підприємницькі організації, що спеціалізуються на наданні інвестиційних послуг, в процесі реалізації інвестицій нерідко прагнуть зменшити свої видатки і відповідно — збільшити вигоди від інвестування у формі додаткового прибутку, отримання іншого соціально-економічного ефекту за рахунок менших зусиль та коштів. Зазвичай це досягається шляхом ігнорування встановлених законом вимог, що мають на меті забезпечити врахування публічних інтересів різних рівнів (суспільства в цілому, держави, територіальних громад, споживачів інвестиційних послуг як категорії учасників господарських відносин). Прагнучи зменшити свої витрати та/або збільшити вигоди (прибуток), інвестори можуть порушувати при цьому вимоги щодо: якості продукції, робіт, послуг, які надаються іншим учасникам господарського життя та роздрібним інвесторам (зазвичай це громадяни, щокладають інвестиції в цінні папери); дотримання норм антимонопольного законодавства; підтримання конкурентного середовища на ринку інвестицій і відповідно — добросовісної поведінки у сфері економічної конкуренції; дотримання інших, встановлених законом вимог, щодо забезпечення цивілізованості інвестування та — як одну з її складових — прав та законних інтересів споживачів інвестиційних послуг.

2.1. Зелені книги

Роль так званих «Зелених Книг» полягає в залученні зацікавлених осіб до процесу вдосконалення правового регулювання певного виду відносин в межах Євросоюзу і відповідно — обговорення пропозицій щодо вдосконалення правового регулювання певної категорії відносин (в нашому випадку — щодо спільного інвестування, в т.ч. правового статусу інвестиційних фондів та надання ними інвестиційних послуг). Щодо інститутів спільного інвестування, інвестиційних послуг тощо на сайтах Євросоюзу розміщено кілька зелених книг, в т.ч.:

- Зелена Книга про політику щодо фінансових послуг на 2005-2010 роки — правовий документ, прийнятий Комісією Європейського Співтовариства 03.05.2005 в Брюсселі (Brussels, 3.5.2005 COM (2005) 177 final);
- Зелена Книга про покращення правового статусу структури ЄС щодо інвестиційних фондів — правовий документ, прийнятий Комісією Європейського Співтовариства 12.07.2005 в Брюсселі (Brussels, 12.7.2005 COM (2005) 314 final);(SEC (2005) 947);
- Зелена Книга про Європейські ініціативи щодо прозорості — правовий документ, прийнятий Комісією Європейського Співтовариства в Брюсселі 2006 р. (Brussels, xxx COM (2006) ууу final).

Зелена Книга про покращення правового статусу структури ЄС щодо інвестиційних фондів — правовий документ, прийнятий Комісією Європейського Співтовариства 12.07.2005 в Брюсселі(SEC (2005) 947) — далі — Зелена Книга 2.

Призначені Зелених Книг значною мірою подібна до передбачених Законом України від 11.09.2003 р. «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності»: (1) принципів регуляторної політики (адекватність, ефективність, збалансованість, передбачуваність, прозорість та врахування громадської думки), (2) основні етапи та елементи державної регуляторної політики (підготовка аналізу регуляторного впливу; планування діяльності з

підготовки проектів регуляторних актів; оприлюднення проектів регуляторних актів; їх відкриті обговорення; відстеження результативності регуляторних актів; перегляд регуляторних актів; систематизація регуляторних актів; оприлюднення інформації про здійснення регуляторної діяльності), а також (3) основні засади здійснення державної регуляторної політики у сфері господарювання (єдиний підхід до підготовки аналізу регуляторного впливу та до здійснення відстеження результативності регуляторних актів; недопущення прийняття регуляторних актів у спосіб, який є доступним та однозначним до розуміння особами, які повинні впроваджувати або виконувати вимоги цього регуляторного акту).

Проте в Україні є проблема реалізації на практиці закріплених в законі загальних засад державної регуляторної політики у сфері господарювання, на відміну від Євросоюзу, де аналогічні за змістом та спрямуванням засади (навіть без їх декларування в спеціальній директиві) реалізуються шляхом прийняття та обговорення Зелених Книг з найбільш актуальних питань вдосконалення правового регулювання в межах ЄС.

Зелена Книга складатиметься з (1) результатів проведеного експертами аналізу стану відповідного ринку (в даному випадку — ринку інвестиційних послуг) та правового статусу суб'єктів, що надають такі послуги, (2) визначення ступеня адекватності чинного правового регулювання відповідних відносин (щодо інвестиційних послуг, становища інвестиційних фірм з точки зору їх ефективності та захисту інтересів інвесторів при отриманні інвестиційних послуг), (3) визначення актуальних проблем правового регулювання відносин у певній сфері (на ринку фінансових послуг), в т. ч. прогалин, застарілих та неефективних положень в системі правового регулювання ЄС щодо певного ринку (фінансових послуг), (4) пропонування шляхів та засобів вдосконалення правового регулювання, (5) прогнозів від запровадження нових правових механізмів, а також (6) питань, звернень до заінтересованих осіб (в т. ч. компетентних органів держав—членів ЄС та учасників відповідного ринку — в нашому випадку — ринку інвестиційних послуг; (7) коротких висновків щодо необхідності вдосконалення правового регулювання на ринку інвестиційних послуг та ваги відповідей заінтересованих осіб (компетентних органів держав—учасниць, учасників ринку, їх акціонерів та посадових осіб) на поставлені в Зеленій Книзі питання.

Причини прийняття Зеленої Книги про покращення правового статусу структури ЄС щодо інвестиційних фондів (далі — ЗК щодо ІФ):

1. Бурхливий розвиток галузі фондів інвестицій протягом останніх десяти років, завдяки чому вони посіли ключові позиції на Європейських фондових ринках: (1) інвестиційні фонди мобілізують збереження отримані від господарської діяльності і спрямовують їх в продуктивні інвестиції; (2) сучасна Європейська фондова галузь управляє активами понад 5 трильйонів Євро.

2. Необхідність оцінки впливу європейського законодавства, яке було прийняте з метою забезпечення розробки єдиного виду інвестиційних фондів на Європейському ринку — UCITS (що складає більше 70 % активів, що знаходяться в управлінні фондової галузі). UCITS (Підприємство/компанія для колективного інвестування в оборотні цінні папери) є спеціально створеними колективними інвестиційними портфелями, призначеними виключно для інвестування активів, отриманих від інвесторів. Згідно з Директивою⁸⁹ UCITS, інвестиційна політика UCITS діє і його керівник уповноважуються згідно зі спеціальними вимогами. Метою законодавства UCITS є встановлення відповідного рівня захисту інвестора. Досягнути цього можна шляхом застосування суворих інвестиційних обмежень, вимог щодо капіталу, а також зберігання активів та фрондування, що забезпечується незалежним депозитарієм. UCITS отримує вигоду від «паспорту», який в відповідності з повідомленням, має бути виданим дрібним інвесторам у будь-якій юрисдикції ЄС, що має уповноваження в будь-якій державі—члені.

3. Стимування активності UCITS (за оцінкою більшості депозитаріїв) положеннями чинного законодавства про UCITS як такого, що (1) не дозволяє оптимізувати весь потенціал фондової галузі на пан-Європейському рівні; (2) не забезпечує UCITS необхідної гнучкості, щоб

⁸⁹ Директива 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 року від 20 грудня 1985 року про наближення законів, постанов та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу (ICI) (85/611/ЄС) (ОБ L 375, 31.12.1985, С. 3), змінена, *inter alia*, Директивами 2001/107/ЄС («Директива інвестиційної компанії») від 21 січня 2002 року (ОБ L 41 від 13.2.2002, С. 20) та 2001/108/ЄС («Директива про товари») від 21 січня 2002 року (ОБ L 41 від 13.2.2002, С. 35), що обидві зазначені в тексті як UCITS III.

упоратися зі змінами, що виникають в наслідок швидкого розвитку фінансових ринків; (3) втрата законодавчою базою про UCITS свого потенціалу сприяння успішному розвитку фондової галузі в короткостроковому та середньостроковому періодах та забезпечення рівночасно необхідний рівень захисту інвестора.

4. Сприятливі соціально-економічні зміни, що свідчать про настання слушного моменту для здійснення перегляду законодавства про UCITS: (1) правове середовище ЄС надає можливість фондовій галузі розробити структуровану систему щодо управління колективними інвестиціями з метою отримання найвищого доходу з врахуванням індивідуальних фінансових можливостей інвесторів та їх схильності до ризику, при наданні їх усієї необхідної інформації для оцінки ризиків та витрат; (2) інтегровані та ефективні Європейські ринки мають стратегічне значення для інвестиційних фондів: вони можуть значно сприяти відповідному забезпеченню вилучення з обігу; вони асигнують збереження в продуктивні інвестиції; і вони можуть бути засобом бездоганного корпоративного управління.

5. Невпинне зростання ролі UCITS (вони широко використовуються як в ЄС, так і поза її межами), чому сприяють відповідні Директиви ЄС (28 830 фондів UCITS управляють 4 трильйонами Євро; використання паспортів на товар UCITS збільшилося більше ніж в два рази за останні 5 років; 16 % UCITS є справжніми транснаціональними фондами і цей відсоток продовжує зростати за рахунок збільшення інвестицій);

6. Недостатнє використання потенціалу ринку інвестиційних послуг (на ринку залишаються домінуючими недостатньо оптимальні фонди; європейські фонди є, в середньому, у п'ять разів меншими за відповідні американські фонди, і як наслідок — фондова галузь не має можливості у повній мірі отримувати вигоду від економії, що обумовлена ростом масштабу, результатом чого є зменшення чистого прибутку для кінцевих інвесторів.

7. Хоча з UCITS ще не було пов'язано жодних значних фінансових скандалів щодо порушення захисту інвестора (правове регулювання UCITS створив міцне підґрунтя для здійснення належного управління фондовою галуззю), проте, характеристики ризику діяльності змінюються відповідно до тенденцій галузі. Пошук функцій оперативного управління або переходу до вільно-конструйованих функцій може призвести до збільшеного *операційного ризику* або *конфлікту інтересів*. Нові типи фондів, що базуються на більш вдосконалених інвестиційних стратегіях, можуть мати особливості, що є не зрозумілими для дрібних інвесторів. Можливе залучення альтернативних інвестиційних стратегій для захисту інвестора та для забезпечення фінансової стабільності залишаються мало прийнятними. Крім того, продукти-замінники, такі як продукти, що фондові папери, або сертифікати, конкурують з UCITS щодо довгострокових капіталовкладень. Проте, вони не обов'язково підпорядковуються тому ж самому рівню відкритості або прозорості.

8. Глибокі структурні зміни на європейському фондовому ринку, що матимуть тривалі наслідки: а) постійні інновації в інвестиційній стратегії та продуктах; б) нові види моделей бізнесу; в) поява постачальників спеціалізованих послуг; г) динамізм (постійна змінюваність) системи розподілу на фондовому ринку; д) посилення професійності та/або прозорливості інвесторів.

Мета прийняття Зеленої Книги щодо інвестиційних фондів:

1. Усунення невизначеності щодо визнання фондів, що були основані в період переходу від UCITS I⁹⁰ до UCITS III⁹¹.

2. Спрощення процедури повідомлення про реєстрацію фондів, оскільки зміст, складність та тривалість фази повідомлення значно відрізняються в різних державах—членах ЄС.

3. Сприяння виконанню рекомендацій Комісії щодо використання вторинних та спрощених проспектів шляхом покращення стандартів управління ризиками та прозорості зборів.

4. Визначення поняття «активи», що можуть бути отримані UCITS: одним з основних засобів законодавства UCITS є те, що фонд має інвестувати спочатку в ліквідні фінансові ін-

⁹⁰ Інвестиційні фонди (UCITS), що відповідають Директиві 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 року від 20 грудня 1985 року про наближення законів, постанов та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу (ICI) (85/611/ЄЕС) (ОБ L 375, 31.12.1985, С. 3)

⁹¹ Інвестиційні фонди (UCITS), що відповідають Директивам 2001/107/ЄС («Директива інвестиційної компанії») від 21 січня 2002 року (ОБ L 41 від 13.2.2002, С. 20) та 2001/108/ЄС («Директива про товар») від 21 січня 2002 року (ОБ L 41 від 13.2.2002, С. 35), прийнятим на зміну положень Директиви 85/611/ЄЕС.

струменти. UCITS III дав можливість визначитися щодо доцільності інвестування в інші категорії фінансових інструментів шляхом їх придбання UCITS.

5. Забезпечення Євросоюзом ефективності діяльності UCITS для успішного розвитку фондової галузі в довгостроковому періоді, в т.ч. високий рівень захисту інвестора, а також таке регулювання, яке б дозволило цій галузі надавати привабливі та обґрунтовано-керовані продукти, що можуть успішно змагатися за інвестиційних клієнтів.

6. Обговорення шляхів, за допомогою яких європейська законодавча структура може здійснити значний вклад для досягнення комплексної мети: (а) створити європейську структуру для використання ефективності витрат, що можуть бути успішно поєднані з податками інвестора; (б) підтримки довіри інвестора; (в) запобігання зайвому викривленню конкуренції між інвестиційними продуктами-замінниками; (г) заохочення здорового розвитку внутрішніх альтернативних інвестицій.

7. UCITS є ключовим елементом для створення успішної європейської фондової галузі. Законодавство UCITS (включаючи положення про паспорт на продукт, механізми захисту роздрібною інвестора) дозволило досягти такого результату. Проте, на думку експертів, є підстави вважати про втрату UCITS своїх можливостей, чому можна запобігти шляхом вдосконалення (перегляду) правового регулювання з огляду на значний потенціал діючої правової структури.

Заінтересованим особам (інвестиційним фірмам та інститутам спільного інвестування, їх посадовим особам та акціонерам/учасникам, споживачам інвестиційних послуг, працівникам компетентних органів держав—членів ЄС та ін.), що бажають взяти участь в обговоренні стану ринку інвестиційних послуг та відповідно — правового регулювання, запропоновано кілька блоків питань. Аналіз відповідей на поставлені в Зеленій Книзі питання, а також регулярні обговорення з акціонерами та додаткова підготовча робота в рамках Комісії, мають бути прийняті до уваги для визначення можливих наступних заходів щодо вдосконалення правового регулювання.

Перший блок питань Зеленої Книги щодо ІФ стосується прогнозів щодо реалізації положень чинних Директив про UCITS; другий блок — змісту заходів, що пропонується з метою сприяння кращому використанню діючої структури UCITS за двома напрямками: 1. *Через Паспорт управління керівної компанії, що має вирішити проблеми (а) управління (вже двома юрисдикціями, (б) надання паспортом додаткових комерційних можливостей, (в) контролю (ефективне управління ризиками); 2. Через розподіл, продаж та просування фондів, що має забезпечити захист інтересів інвесторів, які стикаються з досить складними послугами, шляхом кращого та зручного оприлюднення інформації про прибутки та витрати, що в кінцевому рахунку сприятиме поєднанню конкуренції та прозорості у розподілі фондів, від чого кінцевий інвестор має виграти на зростанні відсоткових ставок.*

Третій блок питань, пов'язаний із забезпечення оптимального співвідношення заходів, передбачених Директивою 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 року про ринки фінансових інструментів (далі — MiFID), якою передбачений корисний «комплект інструментів» щодо удосконалення прозорості процесу розподілення, через застосування правил управління та уникнення конфлікту інтересів та для «найкращого здійснення», та законодавством про UCITS; четвертий — стосується доцільності запровадження заходів щодо підвищення рентабельності галузі (довгострокових завдань), що зумовлено функціонуванням на ринку інвестиційних послуг занадто дрібних фондів, що, за оцінкою експертів, перешкоджає промисловості ЄС отримувати повну вигоду від масштабної економіки і відповідно — зумовлює вирішення комплексу завдань щодо підвищення ефективності інвестування.

П'ятий блок питань має на меті з'ясування ефективності заходів, спрямованих на забезпечення високого рівня захисту; шостий — стосується конкуренції на ринку фінансових послуг з продуктами-замінниками; сьомий — пов'язаний з розвитком альтернативного інвестиційного ринку Європи (хеджування фондів та фонди з приватними акціями), що, з одного боку, надають можливість отримати нові вигоди від прибутків для розпорядника активами та підвищити загальну ліквідність ринку, а, з іншого боку, — через свою складність та більш значну ризикованість для інвесторів, ніж ті, що запропоновані UCITS, потребують додаткового вивчення (аналізу); останнє питання Зеленої Книги щодо ІФ стосується визначення доцільності модернізації законодавства UCITS, що зумовлено необхідності вирішення проблеми у пристосуванні положень UCITS до змінних факторів ринку та в забезпеченні їх послідовного запровадження з врахуванням підходу Lamfalussy.

2.2. План гармонізації національних правил діяльності депозитаріїв ІСІ

Останнім часом актуальною в міжнародному та національному масштабах стала проблема попередження легалізації (відмивання) коштів, отриманих злочинним шляхом (нерідко такі кошти «відмиваються» в процесі інвестування). Україна, відповідно до вимог FATF вжила відповідних заходів, насамперед, у формі прийняття низки актів законодавства (внесення змін до чинних), створення уповноважених органів чи покладення додаткових функцій на чинну систему органів державної влади, спрямованих на попередження легалізації таких коштів. Основним нормативно-правовим актом у цій сфері став Закон України від 28.11.2002 р. «Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом»

Отже, суспільна користь від інвестиційної діяльності може нівелюватися порушенням в процесі її здійснення публічних інтересів. Разом з тим успіх інвестування нерідко залежить від суспільної потреби в певних об'єктах, товарах, що створюються в процесі інвестування. Це означає, що організація та здійснення інвестиційної діяльності має відбуватися з оптимальним та збалансованим врахуванням інтересів (а) інвестора та приватних інтересів інших учасників інвестування і (б) публічних інтересів різних рівнів. Забезпечення такого поєднання двох категорій протилежних і водночас взаємопов'язаних (взаємодоповнюючих) інтересів має відбуватися у процесі нормативного регулювання інвестиційних відносин, під час планування, управління інвестиційних процесом та контролю за дотриманням його учасниками встановлених законом вимог.

Вирішення такого складного завдання може забезпечити держава за участі органів місцевого самоврядування, саморегульованих та громадських організацій (в т. ч. створених за професійною ознакою). У зв'язку з цим в українському законодавстві значна увага приділяється державному регулюванню інвестиційної діяльності, в т. ч. його формам, напрямам, системі органів, що здійснюють таке регулювання, їх компетенції тощо.

Державна інвестиційна політика як складова економічної політики держави (ст. 10 Господарського кодексу) протягом всього періоду існування незалежної Української держави змінювалася залежно від економіко-соціальних умов в країні. Це можна прослідкувати по двох документах, прийнятих в різні періоди: (1) Концепції регулювання інвестиційної діяльності в умовах ринкової трансформації економіки (затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 01.06.1995 р. № 384) і (2) Указу Президента України від 12.07.2001 № 512/2001 «Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні».

Затверджена в 1995 р. Концепція регулювання інвестиційної діяльності в умовах ринкової трансформації економіки визначала принципи регулювання інвестиційної діяльності з урахуванням реальної економічної ситуації, перспективи залучення інвестицій та їх використання на момент її прийняття (1995 р.), а також:

І) Державні пріоритети в інвестиційній діяльності: державна інвестиційна підтримка надаватиметься переважно для розвитку пріоритетних напрямів в економіці, які щорічно уточнюються з урахуванням конкретних завдань і можливостей бюджету.

ІІ) Принципи державного регулювання інвестиційної діяльності:

- послідовної децентралізації інвестиційного процесу;
- збільшення частки внутрішніх (власних) коштів суб'єктів господарювання у фінансуванні інвестиційних проектів;
- перенесення центру ваги з безповоротного бюджетного фінансування у виробничій сфері на кредитування;
- виділення бюджетних коштів переважно для реалізації державних пріоритетів, програм (проектів), спрямованих на здійснення структурної перебудови економіки, за адресним принципом;
- фінансування об'єктів, будівництво яких знову розпочинається за рахунок бюджетних коштів, як правило, на конкурсній основі;
- надання переваги завершенню раніше розпочатих будов, технічному переоснащенню і реконструкції діючих підприємств;
- здійснення відповідними державними органами контролю за цільовим використанням централізованих інвестицій;
- розширення змішаного фінансування інвестиційних проектів;

- удосконалення нормативної та правової бази з метою збільшення обсягів залучення інвестицій;

- впровадження системи страхування інвестицій.

III) *Шляхи залучення інвестицій:*

- економічно обґрунтовані нормативи амортизаційних відрахувань і створення галузевих та міжгалузевих фондів амортизації;

- випуск цінних паперів під конкретні проекти для ширшого залучення коштів підприємств та населення;

- розширення іпотечного кредитування;

- залучення матеріальних, фінансових та інших ресурсів позабюджетних та інноваційних фондів, страхових компаній, комерційних банків, внутрішніх інвестиційних позик;

- використання іноземних інвестицій, кредитних ліній та кредитів міжнародних фінансових організацій тощо.

IV) *Механізми реалізації інвестиційної політики:*

- спрямування коштів державного бюджету на фінансування капітального будівництва безпосередньою органом державного управління, в тому числі на виробниче будівництво — лише у разі вичерпання інших джерел фінансування;

- проведення податкової політики, спрямованої на стимулювання інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання;

- створення умов для формування обґрунтованих договірних цін у будівництві та посилення державного контролю за їх впровадженням;

- сприяння розвитку конкуренції на інвестиційному ринку;

- розвитку та захисту внутрішнього інвестиційного ринку в межах діючих законодавчих та нормативних актів, міжнародних договорів і угод;

- створення Українського державного банку реконструкції та розвитку з метою розв'язання проблеми довго- та середньо термінового фінансування і кредитування інвестиційних проектів пріоритетного значення.

Затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 28.12.2001 р. № 1801 Програма розвитку інвестиційної діяльності на 2002-2010 роки, враховуючи сучасний стан інвестиційної діяльності (її значне погравлення у зв'язку з розвитком ринкових відносин, випереджаючі темпи зростання інвестицій порівняно зі зростанням валового внутрішнього продукту та промислового виробництва і рівночасно — недостатнє зростання обсягу іноземних інвестицій), визначила:

I) мету — створення привабливого інвестиційного клімату та розвиток інфраструктури інвестиційної діяльності для забезпечення сталого економічного зростання та підвищення життєвого рівня населення;

II) шляхи та засоби активізації інвестиційної діяльності, зокрема необхідність:

- зниження рівня державного регулювання підприємницької діяльності та забезпечення стабільності відповідного законодавства;

- усунення неоднозначності трактування нормативно-правових актів та завершення судової реформи;

- удосконалення нормативної бази з питань реалізації прав власності;

- завершення адміністративної реформи, забезпечення публічності та прозорості у прийнятті рішень органами влади і як результат — подолання бюрократизму та проявів корупції;

- запровадження ефективності методів корпоративного управління;

- сприяння розвиненості ринків капіталу, в першу чергу — банківського сектору, фондового та страхового ринків;

- зниження податкового навантаження;

- забезпечення стабільності політичного середовища;

- активізація діяльності із створення позитивного іміджу держави.

III) основні завдання Програми:

— у сфері створення привабливого інвестиційного середовища для приватного непозикового капіталу: дерегулювання підприємницької діяльності та лібералізація ділової активності; завершення формування стабільної нормативно-правової бази, яка б ґрунтувалася на принципах рівності всіх інвесторів; забезпечення прозорості процедур прийняття рішень центральними та місцевими органами виконавчої влади; удосконалення механізмів управління корпоративними правами, в тому числі тими, що належать державі, посилення захисту

прав дрібних акціонерів; підвищення ефективності процедур банкрутства; забезпечення подальшого реформування податкової системи, в тому числі шляхом зниження податкового навантаження, оптимізації та підвищення прозорості процедури адміністрування податків, безумовного додержання прав платників податків;

— підвищення інвестиційної привабливості об'єктів приватизації; подальше проведення адміністративної реформи з метою вдосконалення та підвищення ефективності державного управління, усунення бюрократизму та проявів корупції; зміцнення банківської системи України, сприяння концентрації банківського капіталу, практичне запровадження іпотечних механізмів; поживлення інвестиційної діяльності у спеціальних економічних зонах; сприяння судовій реформі та безумовному виконанню судових рішень; створення додаткових стимулів для залучення інвестицій у пріоритетні галузі української економіки;

— у сфері розвитку інвестиційної діяльності держави: усунення структурних деформацій в економіці України шляхом випереджаючого нарощування темпів розвитку споживчих галузей та сфери послуг; розширення і модернізація транспортної інфраструктури, зокрема газотранспортної системи, створення умов для зростання обсягів транзитних перевезень, створення національної мережі міжнародних транспортних коридорів на основі залучення інвестицій у розвиток транспортної інфраструктури, дорожнього господарства, з використанням механізмів концесії та лізингу; сприяння збільшенню обсягу інвестицій у галузі зв'язку та телекомунікаційних послуг; стимулювання залучення інвестицій у наукову, науково-технічну та інноваційну діяльність.

IV) *Роль держави в інвестиційній діяльності*: створення рівних умов для ведення бізнесу та інвестування економіки України суб'єктами господарювання різної форми власності, здійснення процесу інвестування на прозорих та цивілізованих засадах (в т.ч. зниженні рівня тінізації вітчизняної економіки), поліпшення структури інвестиційних джерел (з використанням можливостей інститутів спільного інвестування, страхових та пенсійних фондів, ринку корпоративних цінних паперів), створення додаткових економічних стимулів для залучення інвестицій в пріоритетні галузі економіки.

V) *Напрями виконання Програми*:

• створення сприятливого середовища для розвитку підприємництва, дерегулювання підприємницької діяльності, лібералізація ділової активності та створення ефективного конкурентного середовища шляхом;

- удосконалення та підвищення ефективності державного управління;
- стимулювання довготермінового банківського кредитування;
- розвиток фондового ринку;
- створення системи інвестування пенсійних коштів;
- розвиток спеціальних (вільних) економічних зон, територій, де запроваджено спеціальний режим інвестиційної діяльності, та депресивних територій;
- інвестиційна діяльність держави та усунення структурних деформацій в економіці;
- розвиток інфраструктури внутрішнього ринку;
- залучення інвестицій у наукову, науково-технічну та інноваційну діяльність;
- створення високопродуктивних робочих місць;

VI) *Зобов'язання держави як суб'єкта інвестиційної діяльності щодо забезпечення*:

- концентрації і спрямування державних інвестиційних ресурсів на розвиток інфраструктури ринку, підтримку науково-технологічної та інноваційної політики;
- підвищення конкурентоспроможності вітчизняної продукції, подолання ресурсовитратного характеру виробництва та його поновлення;
- проведення фундаментальних і прикладних досліджень, які можуть забезпечити вихід вітчизняної продукції на світовий ринок;
- створення та впровадження новітніх інформаційних технологій;
- запровадження змішаного фінансування високоєфективних інвестиційних та інноваційних проектів;
- надання цільових кредитів для реалізації інвестиційних проектів, часткову компенсацію ставок за кредитами комерційних банків за рахунок відшкодування частини коштів з державного бюджету;
- розширення участі держави в реалізації міжнародних інвестиційних

Таким чином, Програма розвитку інвестиційної діяльності 2002—2010 роки визначає більш складні завдання держави (щодо поживлення інвестування в Україні за багатьма на-

прямами, з використанням комплексі різноманітних механізмів організаційного, правового та економічного характеру), ніж схвалена 1995 р. Концепція регулювання інвестиційної діяльності в умовах ринкової трансформації економіки, що віддзеркалює, з одного боку, істотні зміни в економіці країни та світовій економіці, а з іншого — невирішеність частини проблем, подолання яких стояло на порядку денному ще в 1995 р. (зокрема, незадовільний стан іноземного інвестування). Зростання ролі інвестування в умовах сучасної економіки, що потребує значних вкладень для розвитку не лише економіки, але й інших сфер суспільного життя, що потребують запровадження нових технологій — зазвичай, капіталосмних і відповідно — таких, що потребують залучення коштів багатьох осіб (як крупних, так і дрібних інвесторів). Проте зазначена Концепція неналежним чином враховує світові тенденції у сфері інвестування, в т. ч. зростання ваги ринку інвестиційних послуг, який в Україні вже сформувався, хоча і розкладається державою як складова ринку фінансових послуг і відповідно — не зазнає спеціального регулювання (за деякими винятками).

У зв'язку з цим виникає потреба створення таких структур, які б забезпечували надання інвестиційних та пов'язаних з ними послуг роздрібним інвесторам, їх ефективність для економіки, а також забезпечення в процесі їх діяльності захисту прав та законних інтересів роздрібних інвесторів як споживачів інвестиційних послуг. Останні є досить вразливою категорією учасників відносин у сфері економіки, оскільки найбільш ризикують (втрата вкладених інвестицій, не говорячи вже про очікуванні прибутки від їх вкладення — досить поширене явище).

Отже, при цьому мають бути оптимально враховані:

— **публічні інтереси** (економіки країни, а також інтереси роздрібних інвесторів — як важливої категорії учасників ринку інвестиційних послуг, що вкладають власні або позичкові кошти в об'єкти інвестування і найбільш ризикують) та

— **приватні інтереси** (окремих учасників ринку інвестиційних послуг, зокрема, інвестиційних фірм, інститутів спільного інвестування, компанії з управління активами інститутів спільного інвестування, депозитаріїв, зберігачів, ресстраторів).

При вирішенні цієї складної проблеми Україна має звернутися до досвіду інших країни з розвиненими ринками інвестиційних послуг та відповідно — забезпеченням з боку держави за участю саморегульованих організацій цивілізованого характеру відносин щодо надання таких послуг, тобто врахування в комплексі інтересів ринку інвестиційних послуг, типових інтересів основних категорій його суб'єктів, запровадження та підтримання механізмів, що унеможливають зловживання зазначеними особами своїми правами та можливостями та забезпечують захист найбільш вразливої категорії учасників ринку інвестиційних послуг — роздрібних інвесторів. Крім того, з огляду на глобалізаційні процеси на ринку інвестиційних послуг постає проблема співпраці різних країн на транснаціональних (міжнародних) ринках інвестиційних послуг з тією ж комплексною метою, але на вищому рівні.

Україна, враховуючи ці тенденції, прагне забезпечити більш-менш рівні можливості для своїх підприємств та інвесторів на транснаціональних (міжнародних) ринках фінансових послуг, одним з напрямів якого є адаптація українського законодавства про ринок інвестиційних послуг до відповідного законодавства інших країн та міжнародних спільнот, зокрема, до права Європейського Союзу, оскільки Україна є європейською країною, має досить тісні зв'язки з державами—учасницями ЄС та прагне набути членство цієї поважної міжнародної організації.

Право ЄС щодо ринків інвестиційних послуг — як одного з різновидів ринку у сфері економічної конкуренції — набуло особливого розвитку протягом останніх 20-и років, про що свідчить й прийняття Директива Ради від 20 грудня 1985 року про наближення законів, постанов та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери, які перебувають в обігу, а згодом — і решти правових документів (в т.ч. нижченазваних), спрямованих на зближення національних законодавств держав—учасниць ЄС щодо регулювання ринку інвестиційних послуг.

II. ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ТА ACQUIS ЄС

1. НАГЛЯДОВІ ТА ДОРАДЧІ ОРГАНИ ФОНДОВИХ РИНКІВ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ

1.1. Органи фондових ринків ЄС

Досвід становлення ринків цінних паперів однозначно свідчить, що їх надійність, міцність та ефективність залежать від ступеня розвинутої інфраструктури фондового ринку, ефективності системи державного регулювання як цього сегмента фінансової системи, так і економічних процесів в цілому.

Європейський Союз помітно відрізняється від інших міжнародних організацій своєю інституціональною структурою. Його специфіка полягає в тому, що після укладення низки договорів країни—члени поступилися частиною свого суверенітету на користь незалежних інституцій, що входять у структуру Європейського Союзу. Ці незалежні інституції одночасно представляють і національні, і спільні інтереси. Вони доповнюють одна одну і кожна з них вносить свою лепту в процес ухвалення рішень.

Європейський Союз виконує свої обов'язки за допомогою таких органів:

- 1) Європейського парламенту (European Parliament);
- 2) Ради Європейського Союзу (Council of the European Union);
- 3) Європейської комісії (European Commission);
- 4) Європейського суду (European Court of Justice);
- 5) Європейського суду аудиторів (European Court of Auditors).

Кожен орган діє відповідно до своїх повноважень, закріплених за ним договором. Надзвичайно важливим інститутом у системі інститутів Європейського Союзу є Європейська Рада (European Council), хоча вона й не має статусу органу співтовариства.

Інститути Європейського Союзу:

- 1) Європейська рахункова палата;
- 2) Європейський центральний банк;
- 3) Економічно-соціальний комітет;
- 4) Комітет регіонів;
- 5) Економічно-фінансовий комітет;
- 6) Комітет із зайнятості;
- 7) Консультативний комітет (діє лише в рамках Європейського об'єднання вугілля та сталі);
- 8) Координаційний комітет зі співробітництва між органами поліції і правосуддя;
- 9) Європейський інвестиційний банк;
- 10) Європейський уповноважений з прав людини.

До інших інститутів належать:

- 1) Європол;
- 2) агенції.

Європейській Парламент

Історія Європейського Парламенту бере початок у 1952 році, коли розпочала діяльність Загальна Асамблея Європейського Об'єднання вугілля та сталі в складі 78 представників. Делеговані із своїх країн парламентарії були наділені виключно функціями громадського конт-

ролю над виконавчими органами Об'єднання. Саме тоді були закладені основи суттєвого обмеження прав Європейського Парламенту порівняно з традиційними національними парламентами. В умовах, коли до складу Європейського Економічного Співтовариства входили тільки шість держав, необхідність існування відносно повноправного парламенту на міжнаціональному рівні не вважалася достатньо обґрунтованою. Але, саме в 50-х роках, на першому етапі становлення нинішнього ЄС розгорнулася дуже складна боротьба між прихильниками «міждержавного» та «федеративного» підходів побудови пан-європейського проекту під назвою «Європейський Союз». Причому, Європейська Рада та Рада Міністрів ЄС вже тоді розглядалися прихильниками «міждержавного» підходу в якості основи функціонування нового утворення. На відміну від них прихильники «федеративного» підходу вбачають саме в Європейській Комісії основний інструмент реалізації своїх програмних та ідеологічних установок. Багато в чому, боротьба між цими двома світоглядними підходами й визначила статус представницького органу, який до 1979 року формувався згідно процедур делегування національних представників⁹².

Інтеграційні процеси всередині ЄЕС, його розширення в 1973 році за рахунок вступу Великобританії, Ірландії та Данії, передбачали необхідність перерозподілу повноважень між головними інститутами утворення і, в першу чергу, надання дієвих контролюючих, особливо в бюджетній сфері, повноважень представницькому органу Співтовариства. Бюджетні повноваження були суттєво розширені в 1975 році, а трохи пізніше був створений Суд Аудиторів (своєрідний аналог рахункової палати). У 1977 році в практику ЄС були введені «процедури узгодження», які застосовуються для узгодження законодавчих актів під час їхнього обговорення та прийняття.

Від початку створення Європарламенту його роль у вирішенні спільних проблем держав—членів Європейського Союзу була досить незначною. Однак з року в рік держави ЄС надають йому все більше повноважень: якщо у 1957 році Римський договір (ДЕС) закріпив за ним статус консультативного та контрольного органу, то вже Маастрихтським договором 1992 року за Європарламентом було закріплено провідне місце серед інших інституцій, створених у рамках ЄС.

Європейський Парламент — це асамблея представників більше ніж 370 мільйонів громадян Європейського Союзу. Європейський Парламент складається з 626 депутатів, які обираються в країнах-членах ЄС шляхом прямого голосування (з 1979 року) терміном на п'ять років. Чисельність парламентарів від кожної країни, що входить до складу Європейського Союзу, не залежить від кількості мешканців відповідної країни та від числа громадян, які мають право голосу в усіх 15 країнах-членах. Належність депутата до певної політичної транснаціональної фракції є важливішою, ніж національне громадянство. Згідно з Амстердамським договором кількісною межею складу парламенту є 700 депутатів.

Парламент є головним органом Євросоюзу поряд з такими інституціями, як Європейська Рада (самміт глав держав та урядів, що приймає найголовніші політичні рішення), Рада Європейського Союзу (колишня Рада міністрів, що здійснює переважно більшість законодавчих функцій), Європейська Комісія (головний виконавчий орган Союзу), Суд Європейських Співтовариств та Суд аудиторів (виконує функції рахункової палати).

До функцій Парламенту, зокрема, на фондовому ринку належать:

- 1) законодавча функція;
- 2) функція обрання та формування виконавчих органів Співтовариства;
- 3) функція контролю за діяльністю виконавчої влади;
- 4) просвітницько-інформаційна функція щодо громадян Союзу, інтереси яких представляє парламент. Зокрема, Парламент розглядає звернення громадян Союзу та юридичних осіб, що зареєстровані в державі—члені ЄС.

Виділяють чотири класичні сфери діяльності Європейського Парламенту:

- 1) *політична*, що складається з трьох основних складових: політичної законодавчої ініціативи, права на співучасть у законотворчій діяльності та контролю за здійсненням виконавчих повноважень структурними підрозділами Ради і Єврокомісії;
- 2) *обрання та формування керівних органів ЄС*. Ця сфера діяльності забезпечує реалізацію парламентських повноважень при призначенні на керівні посади. На першому етапі фор-

⁹² Європарламент — 2004: новий формат «Старого світу». Доповідь ІЕАС. — 2004. — вип. № 6 // www.ieac.org.ua

мування Єврокомісії її президент та весь корпус комісарів мають пройти процедуру затвердження в парламенті. Також передбачено право Європейського Парламенту на обрання омбудсмена. Проте призначення членів правління Європейського центрального банку та Європейської рахункової палати здійснюється лише шляхом консультацій з парламентом;

3) *системотворча*. У межах цієї сфери здійснюється не лише перегляд договорів, а й зміна процедур ухвалення рішень та перерозподіл сфер компетенції між Європейським Союзом і країнами—членами;

4) *забезпечення зворотного зв'язку*. Йдеться про зв'язки між депутатами Європейського Парламенту та їх виборцями, а також про зв'язки між Європейським Парламентом і парламентами країн—членів Європейського Союзу, асоційованими членами Співтовариства та третіми країнами⁹³.

Європейський Парламент здійснює дорадчі та контрольні повноваження на фінансовому та інших ринках, основними з яких є наступні:

— розглядає пропозиції Комісії і, спільно з Радою, бере участь у законодавчому процесі через численні процедури, обрання яких залежить від предметних повноважень самого Європарламенту й Ради ЄС (процедура спільного прийняття рішень, процедура співпраці, процедура узгодження, консультативний висновок тощо);

— повноваження в законодавчій сфері (ухвалення правових актів у сфері внутрішньої політики та права неможливе без консультацій з Парламентом);

— повноваження на отримання інформації, на затвердження складу нової Європейської Комісії і на призначення Президента Комісії;

— право призначати незалежного омбудсмена;

— здійснює контроль за діяльністю Комісії та Ради шляхом направлення їм усних та письмових запитів, має право вираження вотуму недовіри Комісії, може створювати спеціальні комісії з розслідування порушень законодавства Співтовариства в окремих сферах (які не входять до компетенції Суду ЄС), порушує питання про вотум недовіри у зв'язку з діяльністю Європейської Комісії, обговорює на відкритій сесії щорічний звіт Комісії;

— має низку кадрових повноважень. Зокрема, він затверджує кандидатуру на посаду Президента Комісії, що висувається країнами—членами ЄС, призначає членів Палати аудиторів. Крім того, склад всієї Комісії, що також висувається урядами держав—членів за погодженням із кандидатом на посаду Президента, підлягає затвердженню в цілому Європарламентом;

— в бюджетній сфері Європарламент має право останнього слова в затвердженні щорічного бюджету Співтовариства, здійснює поточний контроль за виконанням бюджету, надає згоду в разі укладання угод про вступ до Європейського Союзу чи про асоційоване членство, затверджує звіт Суду аудиторів щодо виконання бюджету (не затвердження, однак, не означає винесення вотуму недовіри);

— в галузі здійснення спільної зовнішньої політики Європарламент має право отримувати докладну інформацію про всі найважливіші зовнішньополітичні події за участю Євросоюзу (міжнародні переговори, укладення міжнародних угод). Крім того, існує категорія угод за участю Співтовариства, укладенню яких має передувати отримання консультативного висновку Парламенту. Ці угоди після їх укладення підлягають також ратифікації (наприклад, угоди про асоціацію, приєднання нових держав).

Як правило, рішення приймаються більшістю або абсолютною більшістю голосів депутатів. Порядок роботи закріплено в регламенті. Робота здійснюється переважно в комітетах.

Резиденцією Європейського парламенту є місто Страсбург. Штаб-квартира Генерального секретаріату знаходиться в Люксембурзі. Більшість засідань фракцій та комітетів відбувається в Брюсселі. Така ситуація створює великі незручності для функціонування Європарламенту.

Повноваження Європейського Парламенту (далі — ЄП) в сфері контролю, законодавчої діяльності, призначення на ключові посади постійно розширювались у ході внесення змін до договору (під час ухвалення Єдиного європейського акта, Маастрихтського та Амстердамського договорів та інших правових документів поза чинним договорами, зокрема угоди про співробітництво між інститутами парламенту, Ради та Єврокомісії).

⁹³ Європейська інтеграція: крок за кроком // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>

Згідно Ніщського Договору, схваленого на Міжурядовій Конференції ЄС в кінці 2000 року, Європейський парламент був наділений наступними повноваженнями:

- ✓ розгляд пропозицій Європейської Комісії та участь разом із Радою ЄС в законодавчому процесі через спеціально регламентовані процедури (процедура спільного прийняття рішень (co-decision), процедура узгодження, консультативні висновки тощо);
- ✓ контролю за діяльністю Європейської Комісії шляхом направлення на її адресу усних та письмових питань;
- ✓ право винесення вотуму недовіри Європейській Комісії (далі — ЄК);
- ✓ право створення спеціальних комісій за фактами порушення законодавства ЄС в сферах, що не входять до компетенції Суду ЄС;
- ✓ схвалення кандидатури на посаду Президента ЄК, яку пропонує Європейська Рада. ЄП також схвалює весь склад Комісії, який пропонується Президентом ЄК після узгодження з країнами ЄС кандидатур на посади комісарів;
- ✓ затвердження річного бюджету ЄС та фінансових перспектив на семирічний термін, реалізація поточного контролю за виконанням бюджету, а також затвердження звіту Суду аудиторів щодо виконання бюджету;
- ✓ право на отримання докладної інформації щодо всіх напрямків зовнішньоекономічної діяльності ЄС в галузях CFSP та ESDP. Окрім цього, існує категорія договорів за участі ЄС, перед укладанням яких повинні бути отримані консультативні згоди ЄП.

Таке суттєве розширення повноважень Парламенту все гостріше ставило питання легітимності її діяльності та схвалених нею законодавчих актів ЄЕС. Питання «парламентської демократії» в ЄЕС стало одним із найпринциповіших.

Зі вступом 10-и нових членів та прийняттям Конституції ЄС роль та значення Європарламенту мають суттєво зрости. На сьогодні Європарламент здійснює законодавчу, бюджетну, контрольну та зовнішньополітичну функцію.

Рада Європейського Союзу

Рада Європейського Союзу є головною інституцією, що ухвалює рішення. Рада ухвалює законодавство Союзу, укладає міжнародні угоди, відповідає за координацію спільної економічної політики держав—членів.

До її складу входять по одному представнику на рівні міністра від кожної країни—члена. Після підписання Маастрихтського договору до складу Ради можуть делегуватися також і представники міністерського рівня від територіальних утворень, що діють у межах публічного права. Склад учасників кожного засідання Ради залежить від предмета обговорення. (наприкінці 1990-х років Рада провела 20 засідань у різному складі — міністрів екології, закордонних справ, транспорту тощо).

Засідання Ради скликається її головою, що змінюється кожні півроку, або на вимогу одного з її членів чи Єврокомісії. Держава—член, що головує, виконує адміністративну, ініціативну, координаційну та представницьку функцію.

Правовий статус Ради визначає положення ДЕС (статті 202—210 та ін.). До сфери компетенції Ради віднесено ухвалення рішень, координацію політики національних держав—членів Європейського Союзу, повноваження щодо взаємного інформування та виконавчі повноваження. Однак, Рада не має необхідних повноважень і може діяти лише згідно з положеннями, передбаченими ДЕС.

Основними повноваженнями Ради є:

- 1) повноваження у сфері здійснення законодавчої діяльності, зокрема, ухвалення спільно з Парламентом директив, що регулюють фінансовий, в тому числі і фондовий ринок ЄС;
- 2) право на висування та призначення Президента Єврокомісії, Верховного представника Європейського Союзу, членів Єврокомісії, Економічно-соціального комітету, Комітету регіонів, Європейської рахункової палати, Європейського Суду, правління Європейського центрального банку, адміністративної ради Європейського інвестиційного банку, Економічно-фінансового комітету, комітетів з вивчення окремих проблем Євратому;
- 3) право звільняти з посади членів правління Європейського інвестиційного банку, а також порушувати питання про звільнення з посади членів Європейської комісії за рішенням Європейського суду;

- 4) право вимагати від Єврокомісії ініціювання прийняття нового правового акта;
- 5) обмежені функції контролю за діяльністю Єврокомісії щодо виконання бюджету;
- 6) координаційні повноваження в сфері загальної економічної політики держав—учасниць та політики зайнятості;
- 7) право наділяти Єврокомісію повноваженнями на ведення переговорів з третіми країнами чи міжнародними організаціями;
- 8) право на укладання від імені Співтовариства і Союзу міжнародних договорів з третіми країнами чи міжнародними організаціями;
- 9) право на встановлення посадових окладів;
- 10) право на складання проекту плану бюджету та прийняття бюджету спільно з Парламентом⁹⁴;
- 11) право на встановлення обсягу власних коштів співтовариства.

До найважливіших функцій голови Ради ЄС та його апарату належать: адміністративна, ініціативна, координаційна, посередницька та представницька.

Рішення ухвалюються простою і кваліфікованою більшістю, одностайно або відповідно до особливих умов голосування, зафіксованих у Договорах про Європейські Співтовариства та Європейський Союз. Відповідно до ст. 100 ДЕС Рада, приймаючи рішення одностайно за пропозицією Комісії, видає директиви стосовно зближення законодавчих положень, приписів та адміністративних дій держав—членів, які прямо стосуються створення чи функціонування спільного ринку.

Резиденція Ради знаходиться в Брюсселі.

Рада Європейського Союзу є важливим органом для ухвалення рішень співтовариства. З одного боку, Рада діє як орган співтовариства, з іншого — є своєрідним форумом, у рамках якого країни—члени Європейського Союзу мають можливість озвучити свої національні інтереси. Завдання та статус Ради протягом часу змінювалися. Зі створенням в 1974 році Європейської Ради з'явилась ще одна впливова інстанція, що відіграє важливу роль в процесах розширення Європейського Союзу.

Форми голосування та сфери застосування:

1. *Проста більшість*. Винятковий випадок: це стосується тих поодиноких питань, для яких процедура голосування не передбачена договором (ст. 152 і 213);

2. *Кваліфікована більшість*. Це найбільший здобуток Єдиного акта, який надає широкий простір для застосування принципу кваліфікованої більшості, зокрема, реалізації положень щодо Спільного ринку (ст. 7а, 100а, 100б), безпеки й охорони здоров'я трудящих (ст. 118а), «нових напрямків політики» у розумінні статті 130а (зміцнення економічної та соціальної єдності тощо).

3. *Одностайність*. Одностайність вважається досягнутою, навіть якщо одна або декілька країн утримуються. Цей принцип має дві області застосування: інституціональні рамки (ст. 138 щодо уніфікації процедур голосування у парламенті; ст. 237 щодо прийняття нових членів та інші) та деякі «політичні» аспекти реалізації положень щодо Спільного ринку (ст. 56 щодо права іноземних громадян на професійну діяльність; ст. 99 щодо гармонізації податкової системи; ст. 118 щодо соціальної політики; ст. 130г та 130с щодо охорони довкілля та інших ст.)⁹⁵.

Європейська Рада

Європейська Рада утворилась із започаткованої в 1974 році практики організації регулярних зустрічей глав держав та урядів співтовариства.

До складу цієї структури входять глави держав та урядів, а також президент Європейської комісії, а в ролі помічників виступають міністри закордонних справ та один із членів Європейської комісії. Як правило, Європейська Рада збирається тричі на рік.

Місце Європейської Ради в системі інститутів співтовариства є дискусійним. Відповідно до договірних положень Європейська Рада не може претендувати на статус органу Європей-

⁹⁴ Грисяк І. Право та інституції Європейського Союзу. Навчальний посібник. — К.: «К.І.С.», 2006. — С. 196.

⁹⁵ Європейська інтеграція: крок за кроком // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>.

ського Союзу. Насправді ж вона виконує функції, близькі за своїм характером до функцій Ради Європейського Союзу. Так, зокрема, Резолюцією Європейської Ради у Стокгольмі в березні 2001 року було схвалено остаточний звіт Комітету компетентних осіб та запропоновано чотирирівневий підхід для підвищення ефективності та прозорості регуляторного процесу європейського законодавства про цінні папери.

Спочатку правовою основою діяльності Європейської Ради залишалась виключно міжурядова угода країн—членів Європейського Союзу. Після ухвалення Єдиного європейського акта (1987 рік) повноваження Європейської Ради було формально закріплено в первинному праві співтовариства (ст. 2). Після ухвалення Маастрихтського договору про Європейський Союз Європейська Рада самостійно визначає загальний політичний курс розвитку ЄС, а також засади та ключові напрямки спільної політики в галузі безпеки і міжнародних відносин. Європейська Рада є своєрідною стартовою лінією для ширших політичних ініціатив Союзу і форумом для розгляду спірних питань, не вирішених у Раді Європейського Союзу. Європейська Рада представляє собою інстанцію-арбітра в тих випадках, коли якась із її країн—членів намагається перешкодити прийняттю рішення кваліфікованою більшістю голосів. У новому розділі VIII «Зайнятість» Амстердамського договору Європейська Рада вперше названа органом з контрольними повноваженнями.

Європейська Комісія

Комісію для всіх трьох утворень (Європейського об'єднання вугілля та сталі, Європейського Економічного Співтовариства та Євратому) було сформовано, коли набув чинності договір, що об'єднав виконавчі структури співтовариств (1 липня 1967 року).

З 2004 року Комісія складається з 25 членів, обраних на підставі їхньої загальної компетентності. Кількість членів може бути змінена за рішенням Ради⁹⁶.

Єврокомісія є достатньо незалежною структурою, представляючи інтереси співтовариства і не отримуючи інструкцій від будь-якої держави—члена.

У системі інститутів Європейського Союзу Європейська Комісія є найяскравішим утіленням ідеї наднаціонального утворення. Цілями її діяльності є забезпечення функціонування європейського ринку, захист інтересів співтовариства, представництво Європейського Союзу у сфері міжнародних відносин. Фінансується Європейська комісія державними цивільними службами.

До складу Європейської Комісії входять 20 комісарів. Згідно з практикою п'ять найбільших країн—членів Європейського Союзу — Німеччина, Франція, Італія, Великобританія та Іспанія — за взаємним погодженням делегують до складу Комісії двох членів, інші країни — по одному. Ця практика в процесі розширення ЄС потребує перегляду з тим, щоб у Єврокомісії були представлені і нові країни—члени Союзу. Термін службових повноважень членів комісії дорівнює 5 рокам. Після закінчення терміну перебування членів Комісії на посаді можливе і повторне їх призначення.

Комісари Європейського Союзу не зв'язані жодними вказівками чи інструкціями. «При виконанні своїх обов'язків вони не повинні ні шукати, ані приймати інструкцій від будь-якого уряду чи іншого органу», а мають керуватися лише власною думкою.

Комісія діє як колегіальний орган, тобто не може бути рішення окремих комісарів — є лише рішення Єврокомісії як єдиного цілого. Рішення приймаються абсолютною більшістю голосів.

Кожен член Єврокомісії відповідає за один або кілька напрямків діяльності. Виконуючи свої обов'язки, він отримує підтримку з боку так званих кабінетів, до складу яких входить невелика група співробітників, підібраних самим комісаром.

Комісія має виконавчий апарат, а також управляє бюджетом та різними фондами і програмами Європейського Союзу, зокрема, програмою Тасіс⁹⁷.

На підставі положень ДЕС можна виділити наступні основні повноваження Єврокомісії:

1) законотвірчі: виключне право на законодавчу ініціативу, розробка щорічних законодавчих планів для Співтовариства, реалізація власних повноважень у рамках ухвалених рішень,

⁹⁶ Грицяк І. Право та інституції Європейського Союзу. Навчальний посібник. — К.: «К.І.С.», 2006. — С. 218.

⁹⁷ Інститути Європейського Союзу // http://www.ced.bsu.by/ru/eu_institutes.asp

а також участь у розробці заходів, що їх мають здійснювати інші органи, делеговані законодавчі повноваження;

2) повноваження на ухвалення рішень у таких сферах, як виконання бюджету співтовариства, стягнення компенсаційних зборів при експорті-імпорті сільськогосподарської продукції, запобігання випадкам податкової дискримінації, ухвалення рішень та надання дозволу на отримання різних видів допомоги з бюджету Європейського Союзу;

3) активізація інтеграції шляхом підготовки та внесення відповідних рекомендацій і висновків;

4) контроль за дотриманням первинного і вторинного європейського права. Для виконання цього завдання комісія має повноваження на отримання інформації, можливість здійснення контролю за виконанням рішень Європейського суду, а також прями повноваження на здійснення нагляду за діяльністю країн—членів у зв'язку з використанням ними різних видів допомоги співтовариства та виконанням директив;

5) реалізація делегованих Радою повноважень на дотримання правил, нею встановлених⁹⁸;

6) виконує численні представницькі, фінансові й адміністративні функції (представляє Співтовариство як юридичну особу, підтримує відносини з органами ООН та СОТ, міжнародними організаціями тощо);

7) відповідає за управління фондами Співтовариства, що становлять частину його бюджету: Європейський соціальний фонд, Європейський фонд розвитку, Європейське сільськогосподарське керівництво і Гарантійний фонд, Європейський регіональний фонд розвитку, Фонд єдності⁹⁹;

8) ініціює судове провадження проти держав—членів у випадках порушення ними права Співтовариства, здійснює розслідування та надання початкового висновку щодо порушення права Співтовариства державами—членами або приватними фірмами у деяких сферах, зокрема, конкуренції та державної допомоги¹⁰⁰.

Комісія має значні автономні повноваження в різних галузях політики, в тому числі аграрній, торгівельній, конкурентній, транспортній, регіональній тощо.

Комісія зобов'язана щорічно, але не пізніше ніж за місяць до відкриття сесії Європейського парламенту, публікувати загальний звіт про діяльність співтовариства.

У разі виявлення недовіри Європейським парламентом комісія в повному складі може бути змушена скласти свої повноваження.

Європейський Комітет з цінних паперів. Комітет Європейських регуляторів цінних паперів

На засіданні 17 липня 2000 року Рада заснувала Експертний Комітет по врегулюванню європейських ринків цінних паперів, діяльність якого спрямована на розробку та впровадження заходів щодо формування єдиного ринку фінансових послуг.

У своєму звіті Експертний Комітет закликав до створення двох комітетів: Європейського комітету з цінних паперів, що складається з високо посадовців кожної з держав—членів, та Комітету європейських регуляторів цінних паперів, до якого входитимуть найстарші представники національних органів влади, компетентних у сфері цінних паперів, які виступатимуть радниками Комісії.

Рішенням Європейської Комісії 2001/528/ЄС¹⁰¹ було створено Європейський Комітет з цінних паперів, а рішенням Європейської Комісії 2001/527/ЄС¹⁰² від 6 червня 2001 року було засновано Комітет Європейських регуляторів цінних паперів, як незалежну консультативну групу з питань цінних паперів у Співтоваристві.

Європейський Комітет з цінних паперів є нарадчим органом, який відображає, консультує та надає поради Комісії у сфері цінних паперів, надає пропозиції щодо законодавчих актів, що

⁹⁸ Європейська інтеграція: крок за кроком // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>
⁹⁹ Грицяк І. Право та інституції Європейського Союзу. Навчальний посібник. — К.: «К.І.С.», 2006. — С. 230—231.

¹⁰⁰ Кравчук І. В., Паранан М. В. Гармонізація національних правових систем. — К., 2004. — С. 35.

¹⁰¹ Official Journal L 191, 12.07.2001, p. 45.

¹⁰² Official Journal L 191, 13.07.2001, p. 43.

можуть бути схвалені Комісією у сфері цінних паперів. Комітет складається із високопосадовців держав—членів та має бути очолений представником Комісії. Головуючий Комітету європейських регуляторів цінних паперів бере участь в усіх зборах Комітету в якості спостерігача.

Комітет європейських регуляторів цінних паперів є незалежною стороною для відображення, обговорення та консультацій Комісії щодо ринку цінних паперів, робить внесок у послідовну і своєчасну імплементацію законодавства Співтовариства у державах—членах шляхом підвищення ефективності співпраці між національними контролюючими органами, а також здійснює перевірки та сприяє покращенню діяльності, підтримує тісний зв'язок із Комісією та Європейським комітетом з цінних паперів. Так, зокрема, резолюцією, ухваленою Європейською Радою у Стокгольмі в березні 2001 року, було схвалено остаточний звіт Комітету та запропоновано чотирирівневий підхід для підвищення ефективності та прозорості регуляторного процесу європейського законодавства про цінні папери.

Європейський Суд (Суд Європейського Союзу)

Європейський Суд ще більшою, ніж Європейська Комісія, мірою є наддержавним органом, вільним від впливу країн—членів та необхідності врахування їх інтересів.

За взаємним погодженням урядів країн—членів Європейського Союзу до складу Європейського Суду призначаються п'ятнадцять суддів та вісім генеральних адвокатів терміном на шість років. Зі свого складу судді обирають голову строком на три роки. Кожні три роки відбувається часткова заміна генеральних адвокатів і суддів.

Розміщується Європейський Суд у Люксембурзі.

Головним завданням Європейського Суду є забезпечення дотримання права в процесі тлумачення і застосування договорів Європейського Співтовариства.

Суд вирішує спори між державами—членами; між державами—членами та самим Європейським Союзом; між інститутами ЄС; між ЄС та фізичними або юридичними особами, включаючи співробітників його органів¹⁰³.

В Амстердамському договорі Європейський Суд було наділено додатковими повноваженнями на здійснення правосуддя, зокрема, сферу його повноважень було поширено на такі важливі галузі, як здійснення спільної політики в галузі безпеки і міжнародних відносин та діяльність Європейської Ради, зокрема, в сфері співробітництва органів юстиції і поліції в кримінальних справах.

Рішення Суду приймаються згідно з принципом більшості.

Повноваження і типи процедур:

- 1) порушення державою—членом договірних зобов'язань;
- 2) неправомірні дії Ради і Єврокомісії;
- 3) бездіяльність органів співтовариства всупереч договору;
- 4) процедура попереднього розгляду.

Діяльність Європейського суду створює основи для правової стабільності всіх країн—членів Європейського Союзу і забезпечує реальне дотримання рішень, ухвалених будь-коли органами співтовариств, навіть якщо інколи це робиться всупереч волі, намірам чи інтересам окремих країн—членів.

Спираючись на систему європейського права, Європейський суд розробив перелік основних прав людини.

Рішення суду обов'язкові насамперед для учасників судового процесу. Вони оприлюднюються в офіційному збірнику матеріалів суду.

Системою співтовариства не передбачено розподілу між гілками судової влади. Таким чином, виконуючи різноманітні функції, Європейський суд водночас є і конституційним, й адміністративним, і цивільним, й арбітражним судом, а також експертною інстанцією.

Суд першої інстанції. 24 жовтня 1988 року Рада ЄС прийняла рішення про заснування в складі Європейського суду Суду першої інстанції. Першочерговою метою створення цього органу було полегшення роботи Європейського суду; таким чином, було покладено край винятковому і монопольному становищу Європейського суду. Це дозволило також забезпечити

¹⁰³ Інститути Європейського Союзу // http://www.ced.bsu.by/eu/eu_institutes.asp

більш рівномірний розподіл обсягів роботи між Європейським судом і Судом першої інстанції. До сфери юрисдикції Суду першої інстанції відносяться розгляд у першій інстанції всіх позовів фізичних чи юридичних осіб, предметом яких є правові дії органів та інститутів Європейського Союзу. Суд першої інстанції створює кращі можливості для звернення службовців співтовариства і громадян Європейського Союзу до Європейського суду.

Суд аудиторів. Цей орган було створено 1977 року. Він складається з 15 членів, які призначаються терміном на шість років після консультацій з Європейським парламентом. Роль Суду аудиторів полягає в нагляді за належним веденням фінансових справ співтовариства, зокрема в контролі за доходами та видатками (за дотриманням строків та законності). За Маастрихтським договором цей орган отримав статус п'ятої інституції співтовариства. Висновки Суду аудиторів оприлюднюються наприкінці кожного року в щорічних звітах. Його штаб-квартира знаходиться в Люксембурзі.

Європейська рахункова палата

Рахункову палату було створено на вимогу Європейського парламенту шляхом внесення змін до договору від 22 липня 1977 року.

Європейська рахункова палата складається з п'ятнадцяти членів. Вони обираються одно-стайним голосуванням членів Ради Європейського Союзу після консультацій з Європейським парламентом терміном на шість років. Голова Рахункової палати обирається строком на три роки. Чисельність апарату Рахункової палати складає понад 300 службовців.

Європейська рахункова палата є колегіальним органом і приймає рішення більшістю голосів. Після завершення поточного бюджетного року палата представляє річний звіт, що публікується в Офіційному бюлетені ЄС. Крім річного звіту механізм впливу рахункової палати є складання спеціальних звітів з окремих питань і надання експертних висновків на вимогу того чи іншого інституту Європейського Союзу.

Основними повноваження Європейської рахункової палати є:

1) перевірка звітності, правомірності і дотримання передбаченого порядку здійснення всіх платіжних операцій Європейського Союзу та його органів й інститутів;

2) перевірка раціональності та економності витрачання бюджетних коштів Європейського Союзу.

Рахункова палата відповідає за виконання бюджету співтовариства. Контрольні функції поширюються також на надання позик та кредитів, фінансову діяльність підпорядкованих їй інститутів та агенцій. Її контролю підлягають усі національні, регіональні та місцеві органи влади та всі організації-донори незалежно від місця їх знаходження (на територіях країн—членів чи на територіях третіх країн, що отримують допомогу в рамках співробітництва). Відповідно діяльність Рахункової палати не обмежується географічними кордонами і дає їй можливість здійснювати аудит по всьому світу¹⁰⁴.

Економічно-соціальний комітет

Цей орган офіційно заснований 1958 року.

Економічно-соціальний комітет складається з 350 членів з 25 країн, які представляють різні сфери економічної та соціальної діяльності¹⁰⁵. Комітет обирає зі свого складу голову і президію (24 члени) терміном на два роки. Комітет має власний секретаріат.

Місцезнаходженням Економічно-соціального комітету є Брюссель.

Головним завданням Економічно-соціального комітету є формування та представництво на європейському рівні позицій зацікавлених сторін при підготовці обов'язкових для виконання рішень. Функція Економічно-соціального комітету полягає в наданні Європейській комісії та Європейській Раді своїх висновків щодо запланованих правових актів у випадках, передбачених договором.

Згідно з положеннями договору Економічно-соціальний комітет не є повноцінним органом співтовариства: його вважають допоміжним або консультативним органом.

¹⁰⁴ Європейська інтеграція: крок за кроком // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>
¹⁰⁵ Грицак І. Право та інституції Європейського Союзу. Навчальний посібник. — К.: «К.І.С.», 2006. — С. 251.

Право на участь цього комітету в різноманітних сферах політики співтовариства (у вирішенні питань про свободу пересування найманих працівників, свободу заснування підприємств і здійснення економічної діяльності, розв'язанні поточних проблем у сфері соціальної, промислової, екологічної політики, а також політики в галузі охорони здоров'я, освіти, наукових досліджень та зайнятості) поетапно розширювалося шляхом внесення змін до чинних договорів після ухвалення Єдиного європейського акта, Маастрихтського й Амстердамського договорів.

Комітет регіонів

Цей орган створений у 1993 році в рамках Маастрихтського договору. До його складу входять 350 представників регіональних та місцевих органів Європейського Союзу зі статусом правосуб'єктності. Із числа своїх членів Комітет регіонів обирає голову та президію строком на два роки.

У Договорі про Європейський Союз було закріплено статус Комітету регіонів як інституту з дорадчим статусом, що складається з представників регіональних та місцевих органів. Таким чином, Комітет регіонів функціонує як дорадчий інститут, з яким повинні консультиватися Європейська Рада, Єврокомісія та Європейський парламент у випадках, передбачених договором, і насамперед у тих галузях політики, які безпосередньо торкаються інтересів регіонів (освіта, культура, охорона здоров'я, розвиток транс'європейських мереж, а також економічне та соціальне вирівнювання; сюди ж відноситься і діяльність структурних фондів).

Після укладення Амстердамського договору консультативні повноваження цього інституту було поширено й на інші напрямки політики співтовариства (питання, пов'язані із забезпеченням зайнятості, а також на соціальну та екологічну політику).

Комітет регіонів користується правом надавати висновки з власної ініціативи, що дає організаціям-представникам регіональних і місцевих інтересів висловити свої позиції з усіх питань європейської інтеграції. Проте Комітет регіонів не має права вимагати реалізації своїх висновків, як і можливості звернутись із позовом про порушення своїх прав до Європейського суду.

Формування позиції Комітету регіонів відбувається через діяльність політичних фракцій.

Крім згаданих основних інституцій, є численні допоміжні установи, які або консультиують, або інакше беруть участь у діяльності Євросоюзу. До них належать Науково-технічний комітет Євратому, Економічний і фінансовий комітет, Комітет митного кодексу, Транспортний комітет, Комітет зайнятості.

Європейський інвестиційний банк

Європейський інвестиційний банк створений у 1958 році відповідно до Римського договору. Його задача — надавати фінансове сприяння збалансованому та стійкому розвитку загального ринку в інтересах Союзу. Банк надає позики та видає гарантії під проекти, які представляють інтерес для Союзу в цілому та для деяких держав—членів та/або за своїм масштабом не можуть повністю фінансуватись за рахунок власних ресурсів країн—членів ЄС. Правління банку, що складається з міністрів фінансів чи економіки 15 країн—членів, затверджує основні напрямки кредитної політики. Рада директорів (25 членів) несе відповідальність за управління банком, затверджує позики та кредити.

Банк розташований в Люксембурзі.

Європейський центральний банк

Офіційно створений 1 червня 1998 року з банків 11 країн ЄС, що входять в так звану Єврозону (Німеччина, Іспанія, Франція, Ірландія, Італія, Австрія, Португалія, Фінляндія, Бельгія, Нідерланди, Люксембург) на зміну Європейському валютному інституту. Європейський центральний банк разом із національними центральними банками країн—членів утворює європейську систему центральних банків. До його штату входить приблизно 700 співробітників. Європейський центральний банк знаходиться у Франкфурті-на-Майні (Німеччина).

На Європейський центральний банк покладено відповідальність за спільну монетарну політику країн—членів євросони, здійснення валютних операцій, управління та підтримання валютних резервів і забезпечення безперерйного функціонування платіжної системи; він встановлює ключові процентні ставки та управляє офіційними резервами Європейської системи Центробанків (ЄСЦБ), головним завданням якої є підтримка стабільності цін. ЄЦБ також має право санкціонувати емісію банкнот у межах валютного союзу. Європейський центральний банк сприяє здійсненню заходів, змістом яких є зміцнення стабільності фінансової системи. Він користується виключним правом емісії євро банкнот у межах співтовариства. Метою його діяльності є забезпечення цінової стабільності і підтримка загальної економічної політики співтовариства.

Європол

Європейське поліцейське відомство Європол є організацією, що займається наглядом за дотриманням норм європейського права. Європол було створено в 1995—1999 роках завдяки укладенню угоди між країнами—членами Європейського Союзу. Резиденцією Європолу є місто Гаага (Нідерланди).

Створенню Європолу передувало формальне заснування в 1993 році за рішенням Європейської Ради Європейського відділу боротьби з наркотиками. Згодом сферу діяльності відділу було розширено до вжиття спільних заходів задля протидії злочинності, пов'язаній з ядерними матеріалами і речовинами, організований нелегальній міграції, спекуляції автомобілями, а також для боротьби проти торгівлі людьми.

Європол було створено з метою підвищення ефективності діяльності правоохоронних служб країн—членів Європейського Союзу та сприяння оперативній співпраці між ними для запобігання і боротьби з тероризмом, незаконною торгівлею наркотиками та іншими особливо небезпечними формами міжнародної злочинності. Діяльність правоохоронних органів країн—членів може бути поліпшена завдяки використанню банків даних Європолу та іншої інформації, зібраної на території всієї Європи, яку можна будь-якої миті отримати через комп'ютерну мережу Європолу.

Агенції Європейського Союзу, які не мають повноважень органів ЄС, — це, зокрема, Європейський центр розвитку професійного навчання, Європейський фонд поліпшення умов життя та праці, Європейське агентство охорони довкілля, Європейський центр моніторингу обігу наркотиків та наркотичної залежності, Бюро гармонізації внутрішнього ринку, Європейське агентство безпеки праці, Центр перекладів для інституцій Європейського Союзу, Європейський центр моніторингу расизму та ксенофобії¹⁰⁶.

1.2. Повноваження компетентних органів в сфері правового регулювання фондового ринку відповідно до acquis ЄС

Відповідно до положень Директиви Ради 2001/34 ЄС (статті 15 — 18) повноваження компетентних органів держави члена полягають в наступному:

- прийняття рішення про допуск цінних паперів до офіційного лістингу в межах території (кожна заявка на допуск цінних паперів до офіційного лістингу повинна містити інформацію про подання такої заявки до іншої країни—члена, якщо цей факт має місце);
- прийняття рішення щодо відмови у наданні допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі, якщо не виконуються умови допуску цінних паперів до офіційного лістингу;
- компетентні органи можуть вимагати від емітента всю необхідну інформацію з метою захисту інвестора або опублікувати цю інформацію за нього, але з його дозволу;
- призупинення реєстрації цінних паперів;
- припинення реєстрації цінних паперів.

Додаток 1 Директиви Ради 2001/34 ЄС містить схему лістингових подробиць для одержання допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі.

¹⁰⁶ Європейська інтеграція: крок за кроком // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>

1.3. Органи, що здійснюють державне регулювання ринку цінних паперів в Україні

В світі існують 2 моделі державного регулювання, які засновані на: 1) монополізації державних функцій по регулюванню ринку в руках спеціально уповноваженого органу держави; 2) передачі основних повноважень саморегульним організаціям. Україна на даний період розвитку фондового ринку більше тяжіє до першої моделі державного регулювання.

Відповідно до ч. 2 ст. 166 Господарського кодексу України та ст. 5 Закону України від 30.10.1996 року «Про державне регулювання ринку цінних паперів» державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством.

Відповідно до ст. 47 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» регулювання фондового ринку здійснює держава та саморегульні організації. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи у межах своїх повноважень, визначених законом.

До першої групи органів в рамках системи органів, які в межах своїх повноважень здійснюють регулювання ринку цінних паперів можна віднести органи загально-державного регулювання, а саме: Верховну Раду України, Президента України, Кабінет Міністрів України. Відповідно до положень Конституції України до повноважень цих органів на ринку цінних паперів належать:

Верховна Рада України приймає закони, затверджує Державний бюджет України та вносить зміни до нього, здійснює контроль за виконанням Державного бюджету України, визначає засади внутрішньої і зовнішньої політики; затверджує загальнодержавні програми економічного, науково-технічного, соціального, національно-культурного розвитку, охорони довкілля, призначає чи обирає на посади, звільняє з посад осіб у випадках, передбачених Конституцією (ст. 85 Конституції України);

Президент України утворює, реорганізує та ліквідує за поданням Прем'єр-міністра України міністерства та інші центральні органи виконавчої влади, що діють в межах коштів, передбачених на утримання органів виконавчої влади (ст. 106 Конституції України);

Кабінет Міністрів України забезпечує проведення фінансової, цінової, інвестиційної та податкової політики, розробляє проект закону про Державний бюджет України і забезпечує виконання затвердженого Верховною Радою України Державного бюджету України, подає Верховній Раді України звіт про його виконання, розробляє та здійснює загальнодержавні програми економічного, науково-технічного, соціального і культурного розвитку України (ст. 116 Конституції України).

Другу групу органів, які здійснюють державне регулювання ринку цінних паперів України в межах своїх повноважень складають Міністерство фінансів України, Антимонопольний комітет, Національний банк України, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України, Фонд державного майна України та інші органи.

Міністерство фінансів України — здійснює за дорученням Кабінету Міністрів України в установленому порядку випуск державних цінних паперів, визначає обсяги емісії облігацій внутрішньої державної позики за строками погашення у межах загального обсягу емісії, вступає від імені Кабінету Міністрів України гарантом своєчасного погашення облігацій, що випускаються; організовує в межах своїх повноважень виготовлення бланків цінних паперів і документів суворого обліку, затверджує нормативно-технічну документацію з цих питань; розробляє за дорученням Кабінету Міністрів України програми державних зовнішніх запозичань, затверджує в установленому порядку плани рахунків, типові форми бухгалтерського обліку і звітності, зокрема, щодо операцій з цінними паперами тощо (п. 4 Положення про Міністерство фінансів України, затвержене Указом Президента України від 26.08.1999 року).

Національний банк України — здійснює дисконтні операції з векселями і чеками, купує та продає на вторинному ринку цінні папери у порядку, передбаченому законодавством України; приймає на зберігання та в управління державні цінні папери; виконує операції по обслуговуванню державного боргу, пов'язані із розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням і виплатою доходу за ними тощо (ст. 42 Закону України «Про Національний банк України» від 20.05.1999 року).

Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України — здійснює згідно із законами України державне регулювання і нагляд за діяльністю професійних учасників фондового ринку, інститутів спільного інвестування в частині їх діяльності на фондовому ринку; здійснює реєстрацію фінансових установ та веде Державний реєстр фінансових установ; здійснює реєстрацію та веде реєстр саморегульованих організацій тощо (п. 4 Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України, затвердженого Указом Президента України від 4 квітня 2003 року № 292/2003).

Фонд державного майна України — здійснює повноваження власника щодо частки акцій акціонерних товариств, які не були реалізовані у процесі приватизації, зокрема несе ризик (відповідальність) у межах зазначеної частки; (п. 5 Тимчасового положення про Фонд державного майна України, затвердженого Постановою Верховної Ради України від 7 липня 1992 року № 2558-ХІІ).

Виділяють також третю групу державних органів, які виконують спеціальні функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства та правозастосування у державі. Ці функції поширюються і на ринок цінних паперів. До цієї групи відносять Міністерство внутрішніх справ, Генеральна прокуратура, Служба безпеки України, Вищий господарський суд¹⁰⁷.

З метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів ст. 5 Закону передбачене створення Координаційної ради. До складу Координаційної ради входять керівники державних органів, що у межах своєї компетенції здійснюють контроль або інші функції управління щодо фондового ринку та інвестиційної діяльності в Україні. Очолює Координаційну раду Голова Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Склад та Положення про Координаційну раду з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні затверджені Указом Президента України від 10.05.1997 року № 409/97.

Спеціально уповноваженим органом у сфері регулювання ринку цінних паперів є Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі — ДКЦПФР) є державним органом, підпорядкованим Президенту України і підзвітним Верховній Раді України. До системи цього органу входять ДКЦПФР, її центральний апарат і територіальні органи.

ДКЦПФР утворюється у складі Голови Комісії та шести членів Комісії. Голова Комісії, її члени призначаються та звільняються Президентом України за погодженням з Верховною Радою України.

Голова та члени Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку мають право без спеціальних дозволів представляти Комісію у суді чи арбітражному суді.

Термін повноважень Голови Комісії та членів Комісії — сім років. Одна й та ж особа не може бути членом Комісії більше двох термінів підряд.

Звільнення Голови Комісії та членів Комісії протягом терміну повноважень може мати місце лише за власним бажанням, а також у разі вчинення злочину та у зв'язку з неможливістю виконання обов'язків за станом здоров'я.

Основною формою роботи Комісії є засідання, які проводяться за рішенням Голови Комісії у разі необхідності, але не рідше одного разу на місяць.

Засідання Комісії є правомочним, якщо на ньому присутні не менше п'яти осіб.

Рішення Комісії вважається прийнятим, якщо за нього подано не менше п'яти голосів.

Правовий статус ДКЦПФР визначається Законом України від 30.10.1996 року «Про державне регулювання ринку цінних паперів» та Положенням про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затвердженим Указом Президента України від 25.09.2002 року № 861/2002 «Про додаткові заходи щодо вдосконалення діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку».

ДКЦПФР розробляє і затверджує з питань, що належать до її компетенції, акти законодавства, обов'язкові для виконання центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їх об'єднаннями, контролює їх виконання.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку звертається до суду та арбітражного суду з позовами (заявами) у зв'язку з порушенням законодавства України про цінні папери (ст. 6 Закону).

¹⁰⁷ Бурмака М. О. Регулювання фондового ринку в Україні // Фінанси України. — 1998. — № 11. — С. 80

Основними завданнями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку є:

1) 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;

2) координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних;

3) здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, додержання законодавства у цій сфері;

4) 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;

5) сприяння розвитку ринку цінних паперів;

6) узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

Відповідно до покладених на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку завдань щодо розвитку законодавства у сфері державного регулювання ринку цінних паперів України, протягом останніх років здійснювалась розробка проектів законодавчих актів та їх супроводження при розгляді Кабінетом Міністрів України та Верховною Радою України, а також здійснювались заходи щодо адаптації законодавства України про цінні папери до законодавства Європейського Союзу.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку відповідно до покладених на неї завдань:

1) встановлює вимоги щодо випуску (емісії) і обігу цінних паперів та їх похідних, інформації про випуск та розміщення цінних паперів, в тому числі іноземних емітентів (з урахуванням вимог валютного законодавства України), які здійснюють випуск і розміщення цінних паперів на території України, а також встановлює порядок реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;

2) встановлює за погодженням з Національним банком України додаткові вимоги щодо випуску цінних паперів комерційними банками;

3) встановлює стандарти випуску (емісії) цінних паперів, інформації про випуск цінних паперів, що пропонується 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;

4) видає дозволи на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України;

5) здійснює реєстрацію випусків цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, у тому числі цінних паперів іноземних емітентів, що є в обігу на території України;

6) встановлює вимоги щодо допуску цінних паперів іноземних емітентів та обігу їх на території України;

7) реєструє правила функціонування організаційно оформлених ринків цінних паперів;

8) встановлює вимоги та умови відкритого продажу (розміщення) цінних паперів на території України;

9) встановлює порядок та видає дозволи на здійснення діяльності по 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 професійної діяльності на ринку цінних паперів, а також анулює ці дозволи (ліцензії) у разі порушення вимог законодавства про цінні папери;

10) встановлює порядок складання адміністративних даних учасників ринку цінних паперів відповідно до чинного законодавства України;

11) визначає за погодженням з Національним банком України особливості отримання комерційними банками дозволу на депозитарну та розрахунково-клірингову діяльність;

12) 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;

13) встановлює порядок і здійснює державну реєстрацію фондових бірж та позабіржових торговельно-інформаційних систем, призначає державних представників на фондових біржах, у депозитаріях та торговельно-інформаційних системах;

14) встановлює порядок і реєструє саморегульнів організації, що створюються особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;

15) встановлює вимоги та стандарти щодо обов'язкового розкриття інформації емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, забезпечує створення інформаційної бази даних про ринок цінних паперів відповідно до чинного законодавства;

16) бере участь у розробці та вносить на розгляд у встановленому порядку проекти актів законодавства, що регулюють питання розвитку фондового ринку України, а також бере участь у підготовці відповідних проектів міжнародних договорів України, здійснює співробітництво з державними органами і неурядовими організаціями іноземних держав, міжнародними організаціями з питань, віднесених до їх компетенції;

17) координує роботу по підготовці фахівців з питань фондового ринку, встановлює кваліфікаційні вимоги щодо осіб, які здійснюють професійну діяльність з цінними паперами, та проводить сертифікацію фахівців;

18) розробляє і організовує виконання заходів, спрямованих на запобігання порушенням законодавства України про цінні папери;

19) організовує проведення наукових досліджень з питань функціонування фондового ринку в Україні;

20) інформує громадськість про свою діяльність та стан розвитку ринку цінних паперів;

21) встановлює порядок здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів іноземними юридичними особами та підприємствами з іноземними інвестиціями;

22) видає дозволи, визначає стандарти і правила діяльності, реєструє випуск та інформацію про випуск інвестиційних сертифікатів інвестиційних фондів та інвестиційних компаній;

23) роз'яснює порядок застосування чинного законодавства про цінні папери.

Комісія під час виконання покладених на неї завдань взаємодіє з іншими центральними органами виконавчої влади, відповідними органами Автономної Республіки Крим, місцевими органами виконавчої влади і відповідними органами самоврядування (ст. 7 Закону).

Повноваження ДКЦПФР визначаються ст. 8 Закону України від 30.10.1996 року «Про державне регулювання ринку цінних паперів» та Положенням про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затвердженим Указом Президента України від 25.09.2002 року (п. 5), відповідно до якого ДКЦПФР має право:

1) давати висновки про віднесення цінних паперів до того чи іншого виду, визначеного чинним законодавством;

2) встановлювати обов'язкові нормативи достатності власних коштів та інші показники і вимоги, що обмежують ризики по операціях з цінними паперами в ході здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів, інших видів професійної діяльності на ринку цінних паперів (за винятком банківських операцій);

3) встановлювати за погодженням з Кабінетом Міністрів України плату за видачу спеціальних дозволів (ліцензій), реєстрацію документів, надання інформації за запитами юридичних та фізичних осіб і спрямуванням отриманих коштів до Державного бюджету України;

4) встановлювати обмеження щодо суміщення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів;

5) у разі порушення законодавства про цінні папери, нормативних актів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку виносити попередження, зупиняти на термін до одного року розміщення (продаж) та обіг цінних паперів того чи іншого емітента, дію спеціальних дозволів (ліцензій), виданих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, анулювати дію таких дозволів (ліцензій);

6) у разі виявлення ознак правопорушення у вигляді випуску в обіг чи розміщення не зареєстрованих відповідно до чинного законодавства цінних паперів або діяльності на ринку цінних паперів без спеціального дозволу (ліцензії) зупиняти видаткові операції по банківських рахунках відповідної юридичної особи до виконання або скасування в судовому порядку рішення про накладення штрафу, за винятком сплати державного мита із заяв і скарг, що подаються до суду;

7) у разі порушення фондовою біржею законодавства про цінні папери, статуту та правил фондової біржі зупиняти торгівлю на фондовій біржі до усунення таких порушень;

8) здійснювати контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, та її відповідністю встановленим стандартам;

9) проводити самостійно чи разом з іншими відповідними органами перевірки та ревізії фінансово-господарської діяльності емітентів, осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових бірж та саморегульованих організацій;

10) надсилати емітентам, особам, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондовим біржам та саморегульованим організаціям обов'язкові для виконання розпорядження про усунення порушень законодавства про цінні папери та вимагати надання необхідних документів відповідно до чинного законодавства;

11) надсилати матеріали в правоохоронні органи стосовно фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, якщо до компетенції комісії не входить накладення адміністративних стягнень за відповідні правопорушення;

12) надсилати матеріали в органи Антимонопольного комітету України у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства;

13) розробляти і затверджувати з питань, що належать до її компетенції, обов'язкові для виконання нормативні акти;

14) накладати адміністративні стягнення, штрафні та інші санкції за порушення чинного законодавства на юридичних осіб та їх співробітників, аж до анулювання дозволів на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;

15) порушувати питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку у випадках недодержання ними чинного законодавства України, з метою захисту інтересів інвесторів та громадян;

16) призначати тимчасово (до двох місяців) керівників фондових бірж, депозитаріїв та інших установ інфраструктури фондового ринку, зупиняти або припиняти допуск цінних паперів на фондові біржі або торгівлі ними на будь-якій фондовій біржі, зупиняти кліринг та укладення договорів купівлі-продажу на певний термін для захисту держави, інвесторів;

17) здійснювати разом з іншими виконавчими органами контроль за поліграфічною базою з випуску цінних паперів;

18) здійснювати моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ринок;

19) розробляти та впроваджувати моделі інфраструктури фондового ринку;

20) здійснювати сертифікацію програмного забезпечення та встановлювати вимоги до програмних продуктів на фондовому ринку;

21) вилучати під час проведення перевірок на строк до трьох діб документи, що підтверджують факти порушення актів законодавства про цінні папери.

При Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку створюється Консультаційно-експертна рада, інші органи та установи.

Консультаційно-експертна рада розробляє рекомендації щодо політики на ринку цінних паперів та бере участь у підготовці та обговоренні проектів актів законодавства, які розробляються та розглядаються Комісією.

Склад Консультаційно-експертної ради та положення про неї затверджує Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Територіальні органи ДКЦПФР діють на основі положення, що затверджується ДКЦПФР, і координують свою діяльність з місцевими державними адміністраціями, органами місцевого самоврядування.

Територіальні органи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку згідно Положення про територіальний орган Комісії, що затверджене рішенням Комісії від 14.10.2005 року № 85 та відповідно до покладених на них завдань:

1) здійснюють реєстрацію випусків цінних паперів підприємств та інформацій про їх випуск у межах повноважень, наданих Комісією;

2) здійснюють відповідно до законодавства контроль за реєстрацією акціонерів для участі у загальних зборах акціонерів акціонерних товариств;

3) здійснюють в межах наданих повноважень видачу та анулювання ліцензій (дозволів) учасникам ринку цінних паперів;

4) контролюють дотримання в регіоні законодавства про цінні папери;

5) сприяють організації та проводять роботу щодо підготовки фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління;

6) розглядають звернення та скарги щодо порушення законодавства про цінні папери, здійснюють заходи щодо усунення порушення законодавства про цінні папери;

7) звітують перед Комісією про виконання завдань, покладених на Управління, та надають звітність про свою діяльність в установленому порядку;

8) приймають участь у розробці та виконанні регіональних програм розвитку фондового ринку, аналізують стан їх виконання та ін.

На законодавчому рівні існує значна невизначеність розмежування компетенції та питань співробітництва органів нагляду, особливо в регулюванні діяльності інститутів спільного інвестування (ІСІ) та недержавних пенсійних фондів (НПФ). Так, наприклад, у питаннях створення, рестрації, ліцензування, а також здійснення контрольних повноважень Держфінпослуг та ДКЦПФР існує законодавча колізія, оскільки з огляду на формулювання Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» (ст. 21) суб'єктивним вбачається розуміння того, де саме проходить межа «ринку цінних паперів» та «ринку інших фінансових послуг»¹⁰⁸.

Фактично на сьогодні відповідний розподіл сфери впливу базується лише на специфіці створення і спеціалізації даних фінансових установ. ІСІ створюються, насамперед, для здійснення операцій з цінними паперами; діяльність із залучення грошових коштів та створення грошових фондів з цих коштів для них є вторинною (оскільки, як правило, вони створюються під вже існуючі капітали інвесторів). Натомість НПФ мають первинною діяльність із залучення дрібних вкладів населення та їх збереження; діяльність же з інвестування у цінні папери для них, у свою чергу, є вторинною. Тому НПФ було вирішено відносити до наглядової сфери Держфінпослуг.

На нашу думку, повноваження з регулювання та нагляду за діяльністю ІСІ та НПФ як інституційних інвесторів на ринку цінних паперів є винятковою компетенцією ДКЦПФР. Проте, оскільки за законодавством України ІСІ та НПФ можуть інвестувати залучені кошти і в інші активи, знаходячись при цьому у межах інших, ніж фондовий ринок, сегментів фінансового ринку, підпадаючи під сферу регулювання Державної комісії з ринків фінансових послуг.

У літературі пропонується також реорганізація наглядових структур шляхом об'єднання всіх повноважень на небанківському фінансовому ринку в межах єдиного контролюючого органу. Так, зокрема, утворення єдиного державного органу з регулювання ринків небанківських фінансових послуг та фондового ринку з урахуванням міжнародних стандартів та відповідних директив і рекомендацій Європейського Союзу було одним з положень програми уряду Ю. Тимошенко «Назустріч людям».

Основними аргументами на користь інтеграції нагляду на фінансовому ринку можуть бути такі:

- розвиток та підвищення стабільності фінансових ринків завдяки більш скоординованим управлінським заходам;
- зниження сукупних витрат управління за рахунок об'єднання інформаційних технологій та систем, створення єдиних баз даних та реєстрів;
- підвищення ефективності управління за рахунок консолідації висококваліфікованого персоналу та реалізації єдиної кадрової політики;
- підвищення здатності своєчасно та адекватно реагувати на виникнення фінансових інновацій та фінансових конгломератів;
- проведення найбільш комплексного та повного контролю конкретного набору фінансових послуг у кожному конкретному випадку і установі за допомогою єдиних методів (перевірок, звітності тощо)¹⁰⁹.

Визначивши переваги інтеграційних ініціатив, не поділяємо таку точку зору — Директиви та рекомендації Європейського Союзу більше орієнтують на регулювання фінансових послуг за спеціалізацією (кредитні, страхові, накопичувального пенсійного забезпечення тощо).

В Україні в процесі інтеграції державного управління фінансовими ринками наразі обмежилися лише небанківськими фінансовими установами, (щоправда, за необґрунтованим виключенням інвестиційних фондів і компаній). Як справедливо зазначає О. Близнюк, у сучасних умовах Україна не готова до глобальної інтеграції наглядових структур як у межах об'єднання функцій комісій, так і в межах повноважень усіх органів нагляду на фінансовому

¹⁰⁸ Близнюк Олена Щодо розподілу повноважень у системі нагляду на фінансовому ринку // Юридична газета. — 2005. — № 21 (57).

¹⁰⁹ Близнюк Олена Щодо розподілу повноважень у системі нагляду на фінансовому ринку // Юридична газета. — 2005. — № 21 (57).

ринку. Натомість зміни в розподілі контрольних повноважень, з огляду на дотримання однаманітності та обґрунтованості дій у контролі об'єктів та суб'єктів, є об'єктивно необхідними. Вони однозначно сприятимуть усуненню проблем перетину, дублювання повноважень або уникнення нагляду в окремих операціях, а також конфлікту інтересів та сфер впливу регулюючих органів на фінансовому ринку України.

Україна активно співпрацює з більшістю міжнародних організацій, які діють у галузі ринку капіталу та фінансових послуг, включаючи Міжнародну організацію Комісій з цінних паперів (IOSCO), Організацію економічного співробітництва та розвитку (OECD), Міжнародну фінансову корпорацію (IFC), Світовий банк, а також Комісіями з цінних паперів інших країн.

2. ІНВЕСТИЦІЙНІ ПОСЛУГИ ТА РЕГУЛЬОВАНІ РИНКИ

2.1. Інвестиційні послуги та порядок їх надання в праві ЄС

2.1.1. Поняття та види інвестиційних послуг

В праві Євросоюзу (зокрема, Директиви 2004/39) закріплено поняття інвестиційної послуги, що ототожнюється з діяльністю (ймовірно інвестиційною). Так, відповідно до ст. 4 названої Директиви «інвестиційні послуги та діяльність» означає будь-які послуги або діяльність, які (1) перелічені в Секції А Додатку I (отримання та передача наказів стосовно одного чи більше фінансових інструментів; виконання наказів від імені клієнта; здійснення торгівельних відносин від власного імені; управління портфелем; надання інвестиційних консультацій; гарантоване розміщення (андеррайтинг) фінансових інструментів та/або розміщення фінансових інструментів на основі твердої гарантії; розміщення фінансових інструментів без твердої гарантії; управління міжнародними торговими засобами обслуговування (MTF), пов'язані із будь-якими інструментами, переліченими в Секції С Додатку I (перевідні цінні папери; інструменти грошового ринку; сертифікати інститутів спільного інвестування; опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із цінними паперами, валютами, відсотковими ставками або прибутком, або інші деривативні інструменти, фінансові індекси або фінансові одиниці, розрахунки по яким можуть здійснюватися в речовому еквіваленті або готівкою; опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яких повинні проводитися готівкою або можуть здійснюватися готівкою на вибір однієї зі сторін (в іншому випадку, ніж по причині дефолту або іншої ситуації припинення); опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яких можуть проводитися матеріально, за умови, що вони продаються на регульованому ринку та/або MTF; опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яких можуть здійснюватися матеріально, якщо інше не зазначено в С(6) та не використовується для комерційних цілей, які мають характеристики інших деривативних фінансових інструментів, приймаючи до уваги, *inter alia*, чи розрахунки по ним здійснено через визнані клірингові палати або вони підпадають під дію звичайної вимоги маржі; деривативні інструменти для переведення кредитного ризику; фінансові контракти щодо різниці; за певних умов — інші деривативні фінансові інструменти, приймаються до уваги чи, *inter alia*, якщо ними торгують на регульованому ринку або MTF, по них здійснені фінансові розрахунки через визнані клірингові палати або вони вимагають маржі).

Крім інвестиційних послуг, що власне опосередковують інвестування (тобто вкладення інвестиції в певні об'єкти), Директивою 2004/39/ЄС враховується надання в процесі інвестування додаткових послуг, що сприяють цьому процесові, обслуговують його, допомагаючи інвесторам у виборі найбільш оптимальних для них об'єкта інвестування та інвестиційної фірми, а також участі у визначенні умов договору щодо надання інвестиційних послуг, контролю за виконанням інвестиційною фірмою договірних зобов'язань та захистові своїх прав та законних інтересів у разі їх порушення інвестиційною фірмою чи іншим учасником інвестування.

«Додаткові послуги» визначаються ст. 4 Директиви 2004/39/ЄС як будь-які послуги, перелічені в Секції В Додатку I цієї Директиви (збереження та управління фінансовими інструментами за рахунок клієнта, включаючи опіку та пов'язані послуги, такі як управління готівковою/поруचितельствами; надання кредитів або позик інвесторів, щоб дозволити йому здійснити транзакцію з одним чи більше фінансовими інструментами, коли фірма, яка надає кредит чи позику приймає участь у транзакції; консультації підприємствам щодо структури капіталу, промислової стратегії та інших питань такого типу, а також послуги, пов'язані зі злиттям та придбанням підприємств; послуги обміну іноземних валют, коли це пов'язано із наданням інвестиційних послуг; інвестиційне дослідження та фінансовий аналіз або інші форми загальних рекомендацій, пов'язаних із транзакціями із фінансовими інструментами; послуги, пов'язані із гарантованим розміщенням (андеррайтингом); інвестиційні послуги та діяльність, а також до-

даткові послуги типу, що включений до Секції А або В Додатку 1¹¹⁰, пов'язані із основою дериватив, включених до Секції С¹¹¹ — 5, 6, 7 та 10, — коли ці пов'язані із наданням інвестиційних або додаткових послуг)

Крім того, в директиві 2004/39/ЄС закріплюється визначення поняття «інвестиційна порада» (означає надання особистих рекомендацій клієнту, або на його вимогу або з ініціативи інвестиційної фірми щодо однієї чи більше трансакцій, пов'язаних із фінансовими інструментами) і відповідно — особливості їх надання, в т.ч. отримання необхідної інформації від клієнта, попередження його про наслідки інвестування за певних умов та ін. (див.: обов'язки інвестиційної фірми).

*Характерною ознакою інвестиційних послуг є їх надання організаціями з правами юридичної особи, що мають статут «інвестиційної фірми» як професійного учасника ринку інвестиційних послуг, що діє на підставі отриманої ліцензії (ліцензій) та відповідає встановленим вимоги (щодо організаційної структури, капіталу, управління, забезпечення захисту інтересів роздрібних інвесторів/інвесторів як споживачів інвестиційних послуг, прозорості діяльності та дотримуються принципу «найкращого виконання»), а також повинна надавати клієнтові (роздрібному інвесторові) необхідну для реалізації ним своїх повноважень власника інвестицій інформацію (див. вимоги до інвестиційних фірм щодо надання інформації), а також діяти найкращих для роздрібною інвестора способом (**принцип найкращого виконання**).*

У зв'язку з ризиковістю для інвестора та інвестиційних фірм інвестиційних операцій, правом ЄС передбачені фінансові гарантії виконання угод на ринку інвестиційних послуг. Так, Директива 2002/47/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 6 липня 2002 року про фі-

¹¹⁰ **Додаток 1. Секція А: Інвестиційні послуги та види діяльності:** 1. Отримання та передача наказів стосовно одного чи більше фінансових інструментів; 2. Виконання наказів від імені клієнта; 3. Здійснення торговельних відносин від власного імені; 4. Управління портфелем; 5. Надання інвестиційних консультацій; 6. Гарантоване розміщення (андеррайтинг) фінансових інструментів та/або розміщення фінансових інструментів на основі твердої гарантії; 7. Розміщення фінансових інструментів без твердої гарантії; 8. Управління міжнародними торговими засобами обслуговування (MTF); **Секція В: Додаткові послуги:** 1. Збереження та управління фінансовими інструментами за рахунок клієнта, включаючи опіку та пов'язані послуги, такі як управління готівкою/поручителством; 2. Надання кредитів або позик інвесторів, щоб дозволити йому здійснити трансакцію з одним чи більше фінансовими інструментами, коли фірма, яка надає кредит чи позику приймає участь у трансакції; 3. Консультації підприємствам щодо структури капіталу, промислової стратегії та інших питань такого типу, а також послуги, пов'язані зі злиттям та придбанням підприємств; 4. Послуги обміну іноземних валют, коли це пов'язано із наданням інвестиційних послуг; 5. Інвестиційне дослідження та фінансовий аналіз або інші форми загальних рекомендацій, пов'язаних із трансакціями із фінансовими інструментами; 6. Послуги, пов'язані із гарантованим розміщенням (андеррайтингом); 7. Інвестиційні послуги та діяльність, а також додаткові послуги типу, що включений до Секції А або В Додатку 1, пов'язані із основою дериватив, включених до Секції С — 5, 6, 7 та 10, — коли ці пов'язані із наданням інвестиційних або додаткових послуг.

¹¹¹ **Секція С: Фінансові інструменти:** 1. Перевідні цінні папери, 2. Інструменти грошового ринку, 3. Сертифікати інститутів спільного інвестування; 4. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із цінними паперами, валютами, відсотковими ставками або прибутком, або інші деривативні інструменти, фінансові індекси або фінансові одиниці, розрахунки по яким можуть здійснюватися в речовому еквіваленті або готівкою; 5. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яким повинні проводитися готівкою або можуть здійснюватися готівкою на вибір однієї зі сторін (в іншому випадку, ніж по причини дефолту або іншої ситуації припинення); 6. Опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яким можуть проводитися матеріально, за умови, що вони продаються на регульованому ринку та/або MTF; 7. Опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яким можуть здійснюватися матеріально, якщо інше не зазначено в С(6) та не використовується для комерційних цілей, які мають характеристики інших деривативних фінансових інструментів, приймаючи до уваги, *inter alia*, чи розрахунки по ним здійснено через визнані клірингові палати або вони підпадають під дію звичайної вимоги маржі; 8. Деривативні інструменти для переведення кредитного ризику; 9. Фінансові контракти щодо різниць; 10. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із кліматичним розмаїттям, ставками по фрахту, знижки при емісії, або рівень інфляції, або інші економічні статистичні дані, по яких можна розраховувати готівкою або готівкою за умови, що одна зі сторін (інакше, ніж з причини дефолту), а також будь-які інші деривативні контракти, пов'язані з активами, правами, зобов'язаннями, індексами та мірами, інакше не згадані в цій Секції, які мають ознаки деривативних фінансових інструментів, приймаючи до уваги чи, *inter alia*, ними торгують на регульованому ринку або MTF, по них здійснені фінансові розрахунки через визнані клірингові палати або вони вимагають маржі.

нансові гарантійні угоди встановлює систему ЄС стосовно фінансових гарантійних угод передбачас:

Формальні вимоги до фінансових гарантій: 1. Відповідність чинному законодавству; 2. Письмова форма гарантій (в т.ч. фінансової заставної угоди) або засвідчення іншим юридично рівнозначним шляхом.

Правові санкції, що можуть бути застосовані до фінансових гарантійних угод: право одержувача гарантій реалізувати в установленому порядку будь-які фінансові гарантії, надані згідно умов, узгоджених в заставній фінансовій гарантійній угоді: а) фінансові інструменти шляхом їх продажу або асигнування і виплати їх вартості, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання; та б) готівку шляхом виплати суми, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання.

2.1.2. Вимоги до інвестиційних фірм

Правовий статус осіб, які надають інвестиційні послуги, регулюється низкою директив, а саме:

Директивою Ради 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 року щодо приведення у відповідність законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно діяльності інститутів спільного інвестування (ICI);

Директивою 2004/39/ЄС Європейського парламенту та Ради від 21 квітня 2004 щодо ринків фінансових інструментів, що вносить зміни до Директиви 85/611/ЄС та Директиви 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради, а також припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС.

Європейське право (ЄС) оперує кількома суміжними поняттями: інвестиційна фірма, інвестиційна компанія, інвестиційне підприємство, інститут спільного інвестування. При цьому перші три поняття за своїм змістом в основному збігаються, як це видно з відповідних положень директив (див. таблицю термінів), і характеризуються тим, що вони надають інвестиційні та пов'язані з ними додаткові послуги інвесторам як споживачам таких послуг. Інститути спільного інвестування здійснюють, як правило, лише спільне інвестування і відповідно — мають підпорядковуватися спеціальним вимогам.

Інвестиційні послуги, як правило, мають надаватися суб'єктами зі спеціальною компетенцією — інвестиційними фірмами. Відповідно до п. 1 ст. 4 Директиви 2004/39/ЄС, «інвестиційна фірма» — це організація зі статусом юридичної особи, постійне заняття або діяльність якої полягає у наданні однієї або більше інвестиційних послуг третім особам та/або здійснення одного або більше видів інвестиційної діяльності на професійній основі.

З метою забезпечення ефективності діяльності інвестиційних фірм та захисту інтересів інвесторів як споживачів інвестиційних послуг, що надаються інвестиційними фірмами, встановлюються численні вимоги до таких фірм, їх посадових осіб, учасників/акціонерів зі значним ступенем участі у капіталі (10 і більше відсотків), зокрема:

1) вимоги до інвестиційних фірм, що мають дотримуватися при ліцензуванні їх діяльності:

наявність у осіб, які здійснюють ефективне управління справами інвестиційної фірми, достатньо доброї репутації, кваліфікації та досвіду, щоб забезпечити стабільне та розважливе управління інвестиційною фірмою (компетентний орган влади відмовляє у наданні ліцензії, якщо він не задоволений репутацією чи досвідом осіб, які будуть здійснювати ефективне управління справами інвестиційної фірми, або якщо наявні об'єктивні та очевидні підстави, щоб вважати, що запропоновані зміни в керівництві фірми являють загрозу стабільному та розважливому управлінню;

керівництво інвестиційною фірмою має здійснюватися хоча б двома особами, які відповідають вищезгаданним вимогам (як виключення, держави—члени можуть надавати ліцензії інвестиційним фірмам, які є фізичними особами, або інвестиційним фірмам, які є юридичними особами, якими керує одна фізична особа відповідно з їх засновницькими правилами та національним правом за умови здійснення альтернативних заходів, які забезпечать стабільне та розважливе управління інвестиційними фірмами);

2) вимоги до акціонерів та членів із істотною участю:

спроможність учасників/акціонерів інвестиційної фірми, що мають істотну участь — 10 і більше відсотків капіталу фірми — спроможності забезпечити стабільне та розважливе управ-

ління інвестиційною фірмою (фірма-заявник зобов'язана подати компетентному органу інформацію про особистості акціонерів або членів, прямих чи непрямих, фізичних або юридичних осіб, які здійснюють істотну участь та обсяг тієї участі, під загрозою відмови у наданні дозволу щодо надання інвестиційних послуг чи здійснення інвестиційної діяльності інвестиційною фірмою);

відсутність перешкод ефективному здійсненню наглядових функцій компетентного органу влади у разі наявності тісного зв'язку між інвестиційною фірмою та іншою фізичною чи юридичною особою;

3) вимоги щодо капіталу інвестиційної фірми (компанії):

щодо (а) первинного внесення капіталу (*загальні вимоги* були передбачені Директивою 93/6/ЄЕС, дію якої було скасовано Директивою 2004/39, а *спеціальні* — щодо відкритих акціонерних товариств — Другою Директивою Ради (Директивою 77/91/ЄЕС) від 13 грудня 1976 року про узгодження гарантій, яких вимагають держави—члени від товариств у розумні частини другої статті 58 Договору, з метою захисту інтересів учасників та третіх осіб, з огляду на створення акціонерних товариств, збереження та зміни капіталу, з метою забезпечення рівності застосування таких гарантій: мінімальний розмір підписного капіталу, необхідного для отримання дозволу на здійснення товариством своєї діяльності згідно з Директивою 77/91/ЄЕС, має становити *не менше 25 000 єкю*¹¹²; (б) відзеркалення в статуті товариства розміру підписного капіталу; (в) оприлюднення цих (нарівні з іншими) відомостей статуту (установчого документу); (г) формування підписного капіталу (лише з тих активів, які підлягають економічній оцінці, проте зобов'язання щодо виконання робіт або надання послуг не можуть становити частини таких активів); (д) *оплати акцій*: акції, як правило, не можуть бути випущені за ціною, нижчою за їхню номінальну вартість, або за відсутності номінальної вартості, нижче облікової вартості; на момент реєстрації товариства або на момент отримання дозволу на здійснення діяльності, акції, випущені за оплату, мають бути сплачені в частині, яка є не меншою за 25 % від їхньої номінальної вартості, а за відсутності номінальної вартості, від їхньої облікової вартості; (е) проведення *незалежної експертної оцінки оплати акцій в негрошовій формі* до моменту реєстрації товариства або отримання дозволу на здійснення діяльності) одним або більше незалежними експертами, призначеними або затвердженими адміністративним чи судовим органом; за результатами такої оцінки складається відповідно до встановлених вимог звіт;

4) вимоги щодо схем компенсації інвестору відповідно до Директиви 97/9/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 3 березня 1997 року про схеми компенсації інвесторам, яка передбачає: (а) *поінформованість* (в доступній та зрозумілій формі) інвестиційною компанією своїх існуючих і майбутніх інвесторів стосовно визначення схеми компенсації для інвесторів, членами якої є інвестиційна компанія та її філії (така інформація має бути доступною і зрозумілою з метою надання можливості інвесторам обирати між інвестиційними фірмами залежно від включення їх до схем компенсації інвесторам); (б) *випадки застосування таких схем*: неспроможність інвестиційної компанії/фірми виконати свої зобов'язання або прийняття судовим органом постанови з причин, які безпосередньо пов'язані з фінансовими умовами інвестиційної компанії, якщо така постанова призупиняє спроможність інвесторів виставляти вимоги проти компанії; (в) характер вимог інвесторів до інвестиційної компанії у разі її неплатоспроможності: повернути грошові кошти чи будь-які інструменти, що належать інвесторам, і зберігатися від їх імені у зв'язку з інвестиційним бізнесом або перебувають в управлінні інвестиційної компанії або під її керівництвом від їх імені відповідно до положень законодавства та умов договору; (г) *сума гарантії інвесторам*: схеми мають забезпечувати для покриття не менше 20 000 єкю на кожного інвестора (країна—член може передбачити можливість того, що певні інвестори мають виключатися із покриття схемами або їм може дозволятися мати нижчий рівень покриття); (д) *наслідки для інвестиційної компанії*, від якої вимагалася приналежність до схеми компенсації відповідно, у разі невиконання покладених на неї зобов'язань: (а) повідомити про це компетентні органи, які видали їй дозвіл, і (б) сплатити накладені штрафи на забезпечення виконання зобов'язань тією ж інвестиційною компанією; (в) попередження про виключення її з відповідної схеми принаймні за 12 місяців; (г) виключена із схеми компенсації (якщо після закінчення терміну попередження інвестиційна компа-

¹¹² Проте держави—члени можуть вирішити не застосовувати цю Директиву до інвестиційних компаній зі змінним капіталом (див. словник).

нія не виконає свої зобов'язання і не запропонувала альтернативну схему компенсації, що відповідає встановленим вимогам);

5) організаційні вимоги, забезпечення яких покладається на інвестиційну фірму, в т. ч.:

встановлення адекватних правил і процедур, необхідних для виконання фірмою (включаючи її керівників, працівників та прикріплених представників) її зобов'язань згідно з положеннями Директиви 2004/39/ЄС;

здійснення та підтримання ефективних організаційних та адміністративних заходів, розроблених для запобігання несприятливого впливу конфліктів інтересів на інтереси їх клієнтів;

здійснення необхідних заходів (впровадження відповідних та пропорційних систем, ресурсів та процедур) для забезпечення наступництва та регулярності при здійсненні інвестиційних послуг та діяльності;

у разі використання зовнішніх джерел для виконання операційних функцій, вжиття заходів, що перешкоджають значне погіршення якості внутрішнього контролю та здатності керівника контролювати виконання фірмою своїх зобов'язань; при покладанні на третіх осіб виконання операційних функцій, які мають особливе значення для надання послуг клієнтам на постійній та задовільній основі, *впевнитися*, що така особа здійснює усі необхідні кроки для запобігання невинуватого додаткового операційного ризику;

обов'язкова наявність у інвестиційної фірми надійних адміністративних та бухгалтерських процедур, внутрішніх контрольних механізмів, ефективних процедур оцінки ризику та ефективний контроль та захисних засобів для систем обробки інформації;

здійснення заходів по зберіганню реєстру (обліку) всіх здійснених транзакцій та надання послуг, чого буде достатньо, щоб компетентний орган зміг контролювати виконання вимог згідно з вимогами законодавства та укладених з клієнтами (споживачами інвестиційних послуг) договорами;

необхідність здійснення інвестиційною фірмою заходів щодо захисту прав та законних інтересів клієнтів та для запобігання використання інструментів клієнта у власних інтересах, окрім випадків, коли таке використання здійснюється зі згоди клієнта;

б) вимоги щодо торгового процесу та завершення транзакції в МТФ:

обов'язковість встановлення інвестиційними фірмами: прозорих правил та процедур для справедливої та впорядкованої торгівлі; об'єктивних критеріїв для ефективного виконання наказів (замовлень), а також щодо критеріїв визначення фінансових інструментів, якими можна торгувати в межах МТФ;

необхідність забезпечення інвестиційними фірмами доступу до повної загальнодоступної інформації, що надало б тим, хто використовує МТФ, можливість сформувати інвестиційні висновки, приймаючи до уваги як характер користувачів так і типи інструментів, що знаходяться в обігу;

обов'язок інвестиційних фірм або маклерів, які керують МТФ, щодо (1) застосування необхідних заходів для полегшення ефективного врегулювання транзакцій (угод), укладених згідно із системами МТФ, (2) чіткого повідомлення своїх користувачів про їх обов'язки щодо транзакції (угод); (3) негайного виконання будь-яких інструкцій від компетентного органу відповідно до статті 50(1) Директиви 2004/39/ЄС щодо тимчасового припинення або вилучення фінансового інструменту з торговельного обігу;

7) обов'язки інвестиційних фірм щодо попередження та розв'язання конфлікту інтересів: а) здійснювати усі необхідні кроки для розпізнання конфліктів інтересів між інвестиційними фірмами, включаючи їх керівників, працівників або прикріплених агентів, або будь-яких осіб, прямо чи непрямо пов'язаних із ними контролем, та їх клієнтами або між двома клієнтами, які виникають під час надання будь-яких інвестиційних та додаткових послуг, або їх комбінацій; б) у випадках неефективності вжитих організаційних або адміністративних заходів щодо врегулювання конфлікту інтересів та попередження завдання шкоди інтересам клієнта, *ясно роз'яснити клієнтові* загальний характер та/або джерело конфлікту інтересів клієнту до того, як здійснити від його імені певні дії;

8) застосування механізмів захисту інтересів інвесторів (споживачів інвестиційних послуг):

під час надання клієнтам інвестиційних послуг та/або пов'язаних з ними додаткових послуг інвестиційні фірми мають: а) діяти чесно, справедливо та професійно у відповідності із кращими інтересами її клієнтів; б) надавати клієнтові або адресувати потенційним клієнтам

справедливу, чітку та не оманливу інформацію (про інвестиційну фірму, її керівництво та послуги, фінансові інструменти, їх вартість; застереження про ризики, пов'язані із інвестуванням; способи виконання зобов'язань перед клієнтами);

отримати від клієнта (потенційного клієнта): а) у разі надання послуг щодо інвестиційних консультацій або управління портфелем — **всю необхідну інформацію** щодо потенціалу клієнта або обізнаності та досвіду потенційного клієнта у сфері інвестицій стосовно окремого виду продуктів чи послуг, його фінансового становища та інвестиційних цілей з тим, щоб фірма могла рекомендувати клієнту або потенційному клієнту найбільш прийнятні для нього інвестиційні послуги та фінансові інструменти; б) при наданні інших інвестиційних послуг — **інформацію стосовно його обізнаності та досвіду в інвестиційній сфері** стосовно окремих видів продуктів та послуг, що надаються/мають надаватися, з тим, щоб інвестиційна фірма могла оцінити, чи підходять клієнту передбачені інвестиційні послуги або продукти;

попередити клієнта (потенційного клієнта) в стандартній формі: а) про невідповідність послуги чи продукту клієнтові, про що це свідчить надана клієнтом (отримана) інформація; б) про неможливість надання потрібної йому послуги чи продукту, якщо клієнт або потенційний клієнт вирішує не надавати необхідну інформацію або надає недостатню інформацію щодо його обізнаності та досвіду.

вести облік документів, в яких за домовленістю між фірмою та клієнтом, встановлено права та обов'язки сторін, а також інші умови, на яких фірма буде надавати послуги клієнту (права та обов'язки сторін договору можуть бути внесені шляхом посилання на інші документи або правові тексти);

надавати клієнтам відповідні звіти про послуги надані їм клієнтам (такі звіти включають, де це можливо, відомості про витрати, пов'язані із транзакціями та послугами, здійсненими від імені клієнта);

9) надання послуг за допомогою іншої інвестиційної фірми: у разі надання інвестиційних або додаткових послуг клієнтові (вчинення дій від імені клієнта) інвестиційною фірмою за дорученням іншої інвестиційної фірми, перша інвестиційна фірма як посередник повинна: керуватися клієнтською інформацією, переданою їй другою фірмою з метою надання таких інвестиційних та додаткових послуг;

покладатися на будь-які рекомендації стосовно послуг чи транзакцій, які були надані клієнту іншою інвестиційною фірмою, при цьому інвестиційна фірма, яка виступає посередником при передачі інструкцій лишається відповідальною за те, чи будуть надані рекомендації чи консультації підходящим для клієнта.

нести відповідальність за надання послуг чи виконання транзакцій, що ґрунтуються на такій інформації чи рекомендаціях;

10) зобов'язання виконувати накази (замовлення клієнтів) способом та у строки, найсприятливіші для клієнта:

при виконанні наказів клієнтів інвестиційна фірма повинна вживати усіх необхідних заходів для досягнення найкращих результатів для своїх клієнтів, приймаючи до уваги ціну, витрати, швидкість, вірогідність виконання та врегулювання, розмір, характер або будь-які інші міркування, пов'язані із виконанням наказу; разом з тим, у разі наявності чіткої інструкції від клієнта, інвестиційна фірма має виконати його наказ, слідуючи чіткій інструкції;

таке виконання має відповідати встановленому порядку виконання наказів, що включає (з врахуванням кожного класу інструментів) інформацію про різні місця виконання та фактори, які впливають на вибір місця виконання, з метою досягнення якомога кращих результатів для виконання наказів клієнтів;

надавати необхідну інформацію своїм клієнтам про порядок виконання їх наказів/замовлень (в т. ч. про можливість виконання поза межами регульованого ринку чи MTF) та отримання від клієнтів попередньої згоди на такий порядок виконання.

забезпечення контролю за ефективністю заходів по виконанні наказів (замовлень) та порядку виконання з метою виявлення та (у разі необхідності) виправлення будь-яких недоліків; надати на вимогу клієнтів докази виконання їх наказів (замовлень) відповідно до встановленого в інвестиційній фірмі порядку виконання;

11) дотримання правил обробки наказів (замовлень) клієнтів щодо: застосування процедур та заходів, які забезпечать базу для справедливого та швидкого виконання інвестиційною фірмою наказів клієнтів, пов'язаного із іншими наказами клієнтів або із торговельними інтересами інвестиційних фірм;

прикріплених агентів у разі їх призначення для цілей рекламування послуг інвестиційних фірм, здійснення запитів щодо бізнесу або отримання наказів від клієнтів або потенційних клієнтів та їх передачі, розміщення фінансових інструментів та надання консультацій стосовно таких фінансових інструментів та послуг, що пропонуються інвестиційною фірмою: (а) нести повну та безумовну відповідальність за будь-які дії або помилки з боку прикріпленого агента, коли той діє від імені фірми; своєю чергою, агент прикріплений повинен повідомляв про функції (повноваження), які він виконує, та фірму, яку він представляє, при встановленні контактів або до початку роботи із будь-яким клієнтом чи потенційним клієнтом; (б) здійснювати контроль за діяльністю прикріплених агентів з точки зору дотримання ними встановлених вимог; (в) обов'язок перевіряти відповідність призначеним нею (інвестиційною фірмою) постійним представникам (або претендентам) встановленим вимогам щодо доброї репутації та кваліфікації; а також призначати постійними агентами лише осіб, внесених до державного реєстру постійних агентів;

12) дотримання обов'язків щодо подання компетентному органу та оприлюднення інформації інвестиційними фірмами — емітентами цінних паперів:

А. Відповідно до Директиви 2004/39:

щорічного звіту, що подається за останні чотири місяці після закінчення кожного фінансового року з гарантією, що ця інформація залишається загальнодоступною принаймні протягом п'яти років; вимоги до змісту та структури звіту: (а) перевірені фінансові звіти; (б) адміністративний звіт; та (с) офіційні звіти, виконані особами, відповідальними всередині емітента, фінансові звіти, підготовлені згідно з відповідним переліком бухгалтерських стандартів, які надають правдиву та реальну інформацію про стан активів, пасивів, фінансове положення та прибуток чи збиток емітента і підприємств, що входять у об'єднання, взяте в цілому, і що звіт правління включає правдивий огляд розвитку і виконання комерційної діяльності і стану емітента і підприємств, що входять у об'єднання, взяте в цілому, разом з описом основних ризиків та коливань, з якими вони стикаються;

звіту за півріччя, який містить інформацію про перші шість місяців фінансового року що найшвидше після закінчення зазначеного періоду, але не пізніше, ніж два місяці після його закінчення, і повинен містити відомості: (а) короткий перелік фінансових звітів; (б) проміжний адміністративний звіт; (с) офіційні звіти, виконані особами, відповідальними всередині емітента, чий імена та посадові обов'язки повинні бути чітко вписані, для того, щоб вони компетентно діяли, короткий перелік фінансових звітів, підготовлених згідно з відповідним переліком бухгалтерських стандартів, які надають правдиву та реальну інформацію про стан активів, пасивів, фінансове положення та прибуток чи збиток емітента і підприємств, що входять у об'єднання, взяте в цілому,

проміжних адміністративних звітів (звіт свого керівництва впродовж перших шести місяців фінансового року, а також ще один звіт свого керівництва впродовж других шести місяців фінансового року), який має забезпечувати: а) пояснення важливих подій та угод, які мали місце впродовж певного періоду та їх вплив на фінансовий стан емітента та контрольованих ним підприємств, та (б) загальний опис фінансового стану та продуктивності емітента та контрольованих ним підприємств впродовж певного періоду.

поточної інформації про: а) придбання або продаж великих (не нижче меж у 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % и 75 % акцій) пакетів акцій; б) придбання або продаж великих часток прав голосу відповідно до встановленого порядку; в) додаткової інформації (емітент акцій, допущений до торгів на регульованому ринку, повинен невідкладно оприлюднити будь-які зміни у правах, що додаються до різних класів акцій, включаючи зміни у правах, що додаються до похідних цінних паперів, випущених самим емітентом, або надаючи доступ до акцій такого емітента; емітент цінних паперів, інших, ніж акції, допущених до торгів на регульованому ринку, повинен невідкладно оприлюднити будь-які зміни у правах утримувачів цінних паперів, інших, ніж акції, включаючи зміни у строках та умовах таких цінних паперів, які можуть опосередковано зашкодити таким правам, що має наслідком зміну в умовах надання позички або у позичкових відсотках; емітент цінних паперів, допущених до торгів на регульованому ринку, повинен невідкладно оприлюднити інформацію про нові випуски позик та зокрема, про будь-яку гарантію або поруку щодо них);

встановлені також: а) інформаційні вимоги для емітентів, акції яких допущені до торгів на регульованому ринку; б) інформаційні вимоги для емітентів, цінні папери у вигляді боргових зобов'язань яких допущені до торгів на регульованому ринку; в) вимоги щодо розкриття

регульованої інформації у спосіб, який забезпечує швидкий доступ до такої інформації на недискримінаційній основі та робить її доступною для офіційно встановленого механізму;

Б. Відповідно до Директиви 2003/71/ЄС щодо опублікування проспекту при здійсненні відкритої пропозиції цінних паперів (крім встановлених цією Директивою винятків):

• дотримуватися вимог щодо проспекту (з врахуванням мінімальних вимог щодо його змісту залежно від виду/класу цінних паперів, емітента тощо), який повинен принаймні містити: (а) інформацію про емітента та про цінні папери, що підлягають відкритій пропозиції або виставленню на продаж на регульованому ринку; (б) короткий підсумок про суттєві характерні ознаки та ризики, пов'язані з емітентом, будь-яким гарантом та цінними паперами, а також застереження про те, що його слід розглядати в якості вступу до проспекту (будь-яке рішення інвестора щодо інвестування в цінні папери повинне ґрунтуватися на аналізі проспекту в цілому); (в) імена/найменування відповідальних осіб із зазначенням їх імен та посад або, якщо це юридичні особи, — їх найменувань та адрес зареєстрованих офісів, а також наведенням тексту їх заяв, що інформація, яка міститься в проспекті, наскільки їм відомо, відповідає фактам, і що проспект не приховує фактів, що можуть вплинути на його зміст; проспект зазвичай дійсний впродовж 12 місяців після його опублікування для відкритих пропозицій чи допуску до торгівлі на регульованому ринку);

подавати компетентному органу такі види інформації: проспекти, зокрема: підсумок; дані про директорів, керівництво, радників та аудиторів; статистика пропозицій та запланований графік; ключова інформація щодо фінансового становища товариства, його капіталізації та факторів ризику; інформація про товариство, в т.ч. баланс, фінансове становище та перспективи; про головних акціонерів та операції з пов'язаними сторонами; фінансова інформація; деталі пропозиції та доступу до торгівлі; додаткова інформація;

здійснювати реєстрацію емісії акцій, подаючи компетентному органу такі документи: (а) дані про директорів, керівництво, радників та аудиторів; (б) ключову інформацію: виокремлені фінансові дані; капіталізація та заборгованість; фактори ризику; (в) інформацію про товариство: історія та розвиток товариства; огляд діяльності товариства; організаційна структура; майно, основний капітал; (в) баланс, фінансове становище та перспективи: результати діяльності; ліквідність та власні фонди; дослідження і розвиток, патенти та ліцензії тощо; тенденції щодо фінансового становища та його перспектив; (г) відомості про головних акціонерів та операції з пов'язаними особами; (д) фінансову інформацію: консолідовані баланси та інша фінансова інформація; суттєві зміни в діяльності емітента; (е) додаткову інформацію: акціонерний капітал; установчий акт та статут; важливі контракти; експертний висновок; документи, що надаються; інформація про дочірні товариства.

13) вимоги щодо порядку використання інсайдерської інформації та утримання від дій, що кваліфікуються як маніпулювання ринком, відповідно до Директиви 2003/6/ЄС Європейського парламенту та Ради від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком (далі — Директива 2003/6/ЄС), а саме:

• **дотримання вимог щодо заборони дій:**

А) стосовно інсайдерської інформації:

а) розголошувати інсайдерську інформацію будь-якій іншій особі, крім випадків, коли таке розголошення відбувається в результаті виконання нею своїх звичайних професійних чи словуних обов'язків;

б) на основі інсайдерської інформації рекомендувати іншій особі або спонукати її до купівлі або продажу фінансових інструментів, яких ця інформація стосується.

Проте ці положення не повинні застосовуватися до операцій, що здійснюються для виконання зобов'язання щодо купівлі або продажу фінансових інструментів, якщо таке зобов'язання є наслідком правочину, який було укладено до того, як згадана особа отримала інсайдерську інформацію (стаття 2);

Б) щодо маніпулювання ринком, а саме:

а) операції або розпорядження щодо торгівлі:

— які надають або можуть надавати недостовірні або оманливі уявлення щодо поставки, придбання, або ціни фінансового інструмента, або ж

— які вчиняються однією чи декількома особами, що діють погоджено, і призводять до встановлення штучної або надзвичайно високої чи низької ціни на один або декілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка розпочала операції або видала розпорядження щодо торгівлі, доведе, що її підстави до таких дій були законні, або що ці дії або розпоря-

дження щодо торгівлі відповідають ustalеній практиці, що діє на відповідному організованому ринку;

б) операції або розпорядження щодо торгівлі, які здійснюються із застосуванням нечесних методів або інших видів шахрайства;

в) поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до формування невірних або оманливих уявлень щодо фінансових інструментів, включаючи поширення чуток, неправдивих новин, у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію знала або повинна була знати, що ця інформація була невірною або оманливою;

• **обов'язкове розкриття інформації емітентами фінансових інструментів:**

1) інсайдерської інформації, що безпосередньо стосується емітентів фінансових інструментів шляхом опублікування емітентами всієї інсайдерської інформації, яка підлягає оприлюдненню, у належний строк на їхніх інтернет-сайтах. При цьому емітент може під свою власну відповідальність відстрочити оприлюднення інсайдерської інформації, наприклад, для запобігання порушенню його законних інтересів, за умови, що таке відстрочення не може вестися громадськості в оману, та за умови, що емітент буде в змозі забезпечити конфіденційність цієї інформації. Держави—члени можуть вимагати негайного інформування відповідного компетентного органу про рішення емітента відстрочити оприлюднення інсайдерської інформації.

• **особливості розкриття інсайдерської інформації за наявності певних умов:**

у разі коли емітент, або особа, що діє від його імені або за його рахунок, розголошує будь-яку інсайдерську інформацію будь-якій третій особі, виконуючи свої звичайні професійні чи службові обов'язки, емітент повинен зробити повне та ефективне розкриття цієї інформації, одночасно — якщо розкриття має міжнародний характер, та швидко — за внутрішньодержавного розкриття; це положення не застосовуються у тому разі, якщо особа, яка отримує таку інформацію, зобов'язана зберігати конфіденційність, незалежно від того, де закріплений такий обов'язок — у законі, положенні, статуті чи договорі (при цьому має бути забезпечено, аби емітенти чи особи, що діють від їхнього імені або за їхній рахунок, склали список осіб, що працюють на них, на основі трудового договору, або інших підставах, та мають доступ до інсайдерської інформації); емітенти, або особи, що діють від їхнього імені користь емітентів або за їхній рахунок, повинні регулярно оновлювати ці списки та передавати їх компетентним органам, на вимогу останніх;

особи, що виконують управлінські обов'язки стосовно емітента фінансових інструментів, або, у тому разі, якщо це застосовується до особи, тісно пов'язаної з ними, повинні, щонайменше, *повідомити компетентний орган про проведення операцій за свій рахунок відносно цінних паперів цього емітента, їх похідних або інших фінансових інструментів, пов'язаних із ними;*

14) права інвестиційних фірм:

свобода надавати інвестиційні послуги та здійснювати інвестиційну діяльність на території держав—членів ЄС за умови дотримання встановлених вимог (будь-яка інвестиційна фірма, яка висловлює бажання надавати послуги або здійснювати діяльність в межах території іншої держави, або яка бажає змінити перелік послуг чи видів діяльності, які надаються таким чином, спочатку повинна надати наступну інформацію компетентним органам держави—члена походження: а) державу-член, в якій фірма має намір діяти; б) програму дій, в якій, зокрема, зазначаються інвестиційні послуги та/або види діяльності, а також додаткові послуги, які фірма має намір здійснювати, а такою чи має вона намір використовувати постійних представників на території держав—членів, в яких вона має намір надавати послуги; у випадках, коли інвестиційна фірма має намір використовувати постійних представників, компетентний орган влади держави—члена походження інвестиційної фірми на вимогу приймаючої держави—члена та протягом розумного (помірного) періоду часу повідомити особи постійних представників, яких інвестиційна фірма має намір використовувати в тій державі—члені; приймаюча держава—член має право оприлюднювати таку інформацію);

створення філій з дотриманням встановлених вимог:

1) інвестиційні послуги та/або діяльність на території держав—членів можуть надаватися шляхом організації філій, за умови, що такі послуги та діяльність підпадають під дію ліцензії, наданої інвестиційній фірмі чи кредитній установі в державі—члені походження; додаткові послуги можуть надаватися лише разом із інвестиційними послугами та/або діяльністю;

2) інвестиційні фірми, які бажають створити філію на території іншої держави—члена повинні спочатку повідомити компетентні органи держави—члена походження та надати йо-

му наступну інформацію: (а) державу-член, на території якої фірма планує створити філію; (б) програму діяльності, в якій встановлено окрім іншого інвестиційні послуги та/або діяльність, які будуть запропоновані, та організаційна структура філії, а також в якій визначено чи має філія намір використовувати постійних представників; (в) адресу в приймаючій державі—члені, де можуть бути отримані документи; г) імена осіб, відповідальних за управління філією. У випадках, коли інвестиційна фірма використовує постійних представників, створених в державі—члені поза межами держави—члена походження, такі постійні представники повинні стати частиною філії та повинні підпадати під Директиви 2004/39/ЄС, в частині, присвяченій філіям;

3) компетентний орган держави—члена походження: (а) протягом трьох місяців після отримання всієї інформації повідомляє таку інформацію компетентному органу приймаючої держави—члена, а відповідно повідомити зацікавлену інвестиційну фірму, якщо такий компетентний орган держави—члена походження не має причин сумніватися у відповідності адміністративної структури або фінансової ситуації інвестиційної фірми, приймаючи до уваги передбачену діяльність, а також (б) повідомити деталі акредитованої компенсаційної схеми, членом якої є інвестиційна фірма у відповідності із Директивою 97/9/ЄС, компетентному органу приймаючої держави—члена.

4) після отримання повідомлення від компетентного органу приймаючої держави—члена або неотримання повідомлення від останнього, протягом двох місяців з дати передачі повідомлення компетентним органом держави—члена походження, філію може бути засновано, та вона може розпочати свою діяльність.

• **доступу до регульованих ринків відповідно до встановлених вимог щодо форми участі або доступу до регульованих ринків, організованих на території держав—членів ЄС:** (а) прямо, організовуючи філії в приймаючих державах—членах; (б) опосередковано, стаючи віддаленим членом регульованого ринку або маючи віддалений доступ до нього, коли торгові процедури та система згаданого ринку не вимагають фізичної присутності для здійснення трансакцій на ринку;

доступу до центрального контрагента, клірингову та розрахункову системи на території держав—членів ЄС для цілей завершення або організації завершення трансакцій з фінансовими інструментами, умови дотримання встановлених для цього процедур (дозволів).

Різновидом інвестиційних фірм з особливим статусом є **інститути спільного інвестування (ІСІ)**, на яких поширюються загальні вимоги щодо інвестиційних фірм (компаній) з врахуванням спеціальних вимог, передбачених Директивою 85/611/ЄЕС Ради від 20 грудня 1985 року про наближення законів, постанов та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу (ІСІ), зокрема, щодо:

сфери діяльності — спільне інвестування у цінні папери, які знаходяться у обігу та/або інші ліквідні фінансові активи, за рахунок отриманих від населення, за принципом розподілу ризику;

форми ІСІ:

договірні — як спільні фонди, якими управляють керуючі компанії;

довірчі паюві фонди, що ґрунтуються на праві довірчої власності (інститут англосаксонського права),

статутні інвестиційні компанії (відповідно — з правами юридичної особи і звичайні створені у формі акціонерного товариства).

Під дію цієї Директиви не підпадають наступні ІСІ: а) ІСІ закритого взаємного типу; б) ІСІ, що збільшують свій капітал без сприяння продажу своїх паїв населенню у Співтоваристві або будь-якій його частині; в) ІСІ, паї яких, відповідно до правил фонду або документів про створення інвестиційної компанії як юридичної особи (інструментів інкорпорації), можуть бути продані лише населенню країн, які не є державами—членами; г) ті категорії ІСІ, що відповідно до національного законодавства держав—членів ЄС, не визнаються такими, на яких поширюється дія зазначеної Директиви, з огляду на їх інвестиційну і позикову політики.

Вимоги до ІСІ:

ліцензування (ліцензія надається довірчому паювому фонду лише у тому випадку, якщо компетентними органами влади ухвалено керуючу компанію, правила фонду та вибір депозитарію; інвестиційна компанія може отримати ліцензію тільки якщо компетентними органами влади ухвалено документи про створення інвестиційної компанії як юридичної особи та про вибір депозитарію);

подання органу ліцензування необхідної інформації відповідно до встановлених вимог; схвалення з компетентним органом;

а) керівних працівників ІСІ (без схвалення компетентними органами влади не можуть бути замінені ні керуюча компанія, ні депозитарій, а також не можуть бути внесені поправки до правил фонду або документів інвестиційної компанії про її створення як юридичної особи/інструментів інкорпорації);

б) поправок до правил фонду або документів інвестиційної компанії про її створення як юридичної особи;

дотримання вимог до керуючої компанії, що здійснює управління активами ІСІ: а) щодо отримання дозволу компетентного органу; б) щодо дотримання вимог до розміру капіталу; в) інших встановлених вимог;

Вимоги щодо депозитарію ІСІ: а) створення у певній організаційно-правовій формі відповідно до вимог національного законодавства; б) дотримання заборони поєднання функцій депозитарію та керуючої компанії; в) належне зберігання активів ІСІ відповідно до вимог законодавства (зокрема, щодо доручених активів довірчого пайового фонду депозитарій повинен забезпечувати, щоб: (1) продаж, випуск, викуп, погашення або анулювання паїв, здійснені від імені довірчого пайового фонду або керуючої компанії, були проведені відповідно до вимог законодавства та правил фонду; (2) вартість паїв підраховувалася у відповідності з законодавством і правилами фонду; (3) виконувалися розпорядження керуючої компанії, якщо вони не суперечать законодавству або правилам фонду; (4) в операціях з активами довірчого пайового фонду будь-які міркування подавались до нього протягом звичайного терміну; (5) прибутки довірчого пайового фонду використовувались відповідно до законодавства та правил фонду).

Умови ведення діяльності ІСІ:

— наявність організаційно-правової форми, визначеною для ІСІ національним законодавством;

— отримання дозволу;

— *призначення:* (1) керуючої компанії, що отримала відповідну ліцензію; (2) депозитарію для відповідального зберігання активів ІСІ (має відповідати встановленим вимогам);

Вимоги щодо інвестиційної політики ІСІ, в т. ч.:

складу активів ІСІ та їх використання;

забезпечення необхідного рівня захисту інвесторів як власників паїв ІСІ, в т. ч. шляхом надання їм необхідної інформації шляхом її оприлюднення/публікації (проспекти — спрощений та повний; звіти — річний та за перші шість місяців фінансового року);

обмеження для ІСІ (інвестиційної компанії, керуючої компанії або депозитарію, що діють від імені пайового трасту): а) заборона чи обмеження брати позики; б) обов'язок викупати або погашати свої паї на вимогу будь-якого власника паїв; в) оцінювати свої активи в порядку, передбаченому національним законодавством; г) дотримуватися вимог законодавства та установчих документів щодо розподілу або повторного інвестування доходу; д) дотримуватися вимог відповідних директив ЄС щодо здійснення своєї діяльності на території іншої держави—члена ЄС, в т.ч. шляхом створення філій.

2.2. Інвестиційні послуги та порядок їх надання відповідно до українського законодавства

2.2.1. Поняття та види послуг, аналогічних до інвестиційних послуг, в праві ЄС

Поняття інвестиційних послуг в українському законодавстві відсутнє, проте в Законі «Про інвестиційну діяльність» міститься визначення понять «інвестиції», «інвестиційна діяльність», «інвестор».

Інвестиційна діяльність (інвестування) визначається Законом України «Про інвестиційну діяльність» (ст. 2) як сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. Разом з тим, слід зазначити, що це визначення є доволі спірним, оскільки

ки охоплює дві суміжні (але з відмінними ознаками) категорії — власне інвестиційну діяльність та інвестиційну операцію (комплекс взаємопов'язаних операцій/дій, спрямованих на реалізацію інвестицій).

Якщо інвестиційна діяльність — це систематичні дії, спрямовані на вкладення інвестицій (звичай на довготривалій або постійній основі), то інвестиційні операції — це окремі дії чи сукупність взаємопов'язаних дій, спрямованих на вкладення інвестицій. Інвестиційна діяльність здійснюється на професійних засадах як (1) *основна (чи виключна) діяльність* (інститути спільного інвестування, довірчі товариства), (2) *одна з основних видів діяльності* (інвестиційні банки та інші фінансові установи) чи (3) *допоміжна до основної чи обслуговуюча основну діяльність* (пенсійні фонди).

Інвестиційна діяльність може бути пов'язана з наданням інвестиційних послуг (це притаманно інститутам спільного інвестування, довірчих товариств, які одночасно (1) залучають кошти первісних інвесторів як акціонерів (в корпоративному інвестиційному фонді), учасників (в пайовому інвестиційному фонді) або довіртелів (в довірчих товариствах) і (2) вкладають ці кошти в об'єкти інвестування — статутні фонди господарських товариств, інші об'єкти з метою отримання прибутку та його розподілу між первісними інвесторами. Проте поняття «інвестиційні послуги» не збігається ні з поняттям «інвестиційна діяльність» чи «інвестиційні операції», оскільки: інвестиційну діяльність та інвестиційні операції можуть здійснювати безпосередньо самі інвестори без звернення до професійних учасників ринку інвестицій; потреба в інвестиційних послугах виникає у разі, якщо інвестор не може (або не бажає) безпосередньо здійснювати практичні дії щодо вкладення інвестицій і змушений звертатися до професійних учасників ринку інвестицій, що мають відповідну базу, кваліфікований персонал, механізми контролю за ефективністю вкладення інвестицій та управління інвестиційним процесом (у разі необхідності).

Надання послуг, що кваліфікуються інвестиційними у праві ЄС, може здійснюватися:

професійними інвесторами, тобто особами які власне надають інвестиційні послуги і відповідно — забезпечують вкладення власних або залучених коштів в об'єкти інвестування від власного імені (такими в Україні є інститути спільного інвестування і відповідно — компанії з управління активами, довірчі товариства, підрядні будівельні організації, що спеціалізуються на спекулятивному будівництві, тобто здійснюють за власні або позичкові кошти будівництво, капітальний ремонт чи реконструкцію житла чи інших споруди з метою їх наступного продажу);

посередники, які за дорученням інвесторів вкладають їх кошти в об'єкти інвестування, тобто надають інвестиційні та пов'язані з ними послуги;

особи, що надають лише додаткові послуги, пов'язані з вкладенням інвестицій (депозитарії, реєстратори, консалтингові фірми).

Поняття *інвестиційних послуг* в Законі «Про інвестиційну діяльність» відсутнє, проте значну їх частину включено до *фінансових послуг* (поняття, види, загальні засади щодо надання яких визначаються Законом України від 12 липня 2001 року «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»/Закон «Про ФП»), та послуг, які надають професійні учасники фондового ринку відповідно до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та Закону «Про цінні папери і фондовий ринок», проте без виділення в окрему категорію *інвестиційних послуг*, як це має місце в праві ЄС. Так, відповідно до п. 5 ст. 1 Закону «Про ФП» *фінансова послуга* — це операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Фінансовими вважаються такі послуги (ст. 4 Закону «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»):

- випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та/або їх обслуговування, кліринг, інші форми забезпечення розрахунків;
- довірче управління фінансовими активами;
- діяльність з обміну валют;
- залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їх повернення;
- фінансовий лізинг;
- надання коштів у позику, в тому числі і на умовах фінансового кредиту;
- надання гарантій та поручительств;

- переказ грошей;
- послуги у сфері страхування та накопичувального пенсійного забезпечення;
- торгівля цінними паперами;
- факторинг;
- інші операції, які відповідають критеріям, визначеним у пункті 5 частини першої статті 1 цього Закону.

Право на здійснення операцій з надання фінансових послуг відповідно до ст. 5 Закону «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» надається **фінансовим установам**, а також, якщо це прямо передбачено законом, фізичними особами — суб'єктами підприємницької діяльності.

Виключне право або інші обмеження щодо надання окремих фінансових послуг встановлюються законами про діяльність відповідного виду фінансової установи (комерційних банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування, довірчих товариств, кредитних спілок) та нормативно-правовими актами державних органів, що здійснюють регулювання ринків фінансових послуг.

Ч. 3 ст. 5 зазначеного Закону закріплює положення, відповідно до якого надавати фінансові кредити за рахунок залучених коштів має право на підставі відповідної ліцензії лише **кредитна установа**. Разом з тим передбачається можливість надання окремих фінансових послуг юридичними особами, які за своїм правовим статусом не є фінансовими установами (у випадках та порядку, що визначаються законами та підзаконними нормативно-правовими актами).

Інвестиційний характер має більшість послуг, що надаються на ринку цінних паперів. Відповідно до Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» (розділ III, ст. 16) **професійною діяльністю на фондовому ринку** є: діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності цим Законом та законодавством (посадження професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами професійної діяльності, за винятком банківської, не допускається, крім випадків, передбачених законом).

Законами «Про цінні папери та фондовий ринок» (статті 16-19) та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (ст. 4) визначаються види професійної діяльності на фондовому ринку:

- 1) брокерська діяльність — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи;
- 2) дилерська діяльність — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом;
- 3) андеррайтинг — розміщення (підписки, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента;
- 4) діяльність з управління цінними паперами — діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб;
- 5) діяльність з управління активами — професійна діяльність учасника фондового ринку — компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від власного імені або на підставі відповідного договору про управління активами, які належать інституційним інвесторам на праві власності;
- 6) діяльність з управління іпотечним покриттям — діяльність, що здійснюється за винагороду банком чи іншою фінансовою установою згідно з відповідним договором про управління іпотечним покриттям;
- 7) депозитарна діяльність депозитарію цінних паперів — діяльність з надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо цінних паперів на рахунках зберігачів цінних паперів, а також операцій емітента щодо випущених ними цінних паперів;

8) депозитарна діяльність зберігача цінних паперів — діяльність з надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо цінних паперів на рахунках власників цінних паперів;

9) діяльність із ведення реєстру власників іменних цінних паперів — збір, фіксація, обробка, зберігання та надання даних, які складають систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їх емітентів і власників;

10) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку — діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладання і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі;

11) розрахунково-клірингова діяльність — діяльність з визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів і розрахунків за ними.

Зазначені види діяльності можуть здійснюватися професійними учасниками ринку цінних паперів, а деякі з них — банками.

Не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами:

розміщення емітентом власних цінних паперів;

вкуп емітентом власних цінних паперів;

проведення юридичними особами та фізичними особами — підприємцями розрахунків з використанням векселів та/або заставних;

провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі — продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності, а також на підставі договорів

купівлі — продажу або міни, укладених безпосередньо з торговцем цінними паперами;

внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб.

Фінансові (в т. ч. інвестиційні) послуги відповідно до ст. 6 Закону «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» надаються суб'єктами підприємницької діяльності, що відповідають встановленим вимогам, на підставі договору, який зазвичай повинен містити:

назву документа;

назву, адресу та реквізити суб'єкта підприємницької діяльності;

прізвище, ім'я і по батькові фізичної особи, яка отримує фінансові послуги, та її адресу;

найменування, місцезнаходження юридичної особи;

найменування фінансової операції;

розмір фінансового активу, зазначений у грошовому виразі, строки його внесення та умови взаєморозрахунків;

строк дії договору;

порядок зміни і припинення дії договору;

права та обов'язки сторін, відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору;

інші умови за згодою сторін;

підписи сторін.

Додаткові вимоги до договорів про надання фінансових послуг фізичним особам (якщо це не врегульовано законом) встановлюються уповноваженим органом.

З метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг (як юридичних, так і фізичних осіб), за ними закріплюється право при укладенні договору про надання фінансових послуг вимагати у суб'єкта підприємницької діяльності, з яким укладається такий договір, надання балансу або довідки про фінансове становище, підтверджені аудитором (аудиторською фірмою), а також бізнес-план (якщо інше не передбачено законодавством України).

Підстави, порядок укладення та виконання, правові наслідки припинення дії договору про надання фінансових (в т.ч. інвестиційних) послуг визначаються:

А. Цивільним законодавством (щодо зберігання, в т. ч. цінних паперів, — глава 66 ЦК України, щодо страхування — гл. 67 ЦК; щодо доручення — гл. 68 ЦК; щодо комісії — гл. 69 ЦК; щодо управління майном — гл. 70 ЦК; щодо позики та кредиту — гл. 71; щодо факторингу — гл. 73 та ін.),

Б. Законами з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг, а також укладеними відповідно до них договорами, в т. ч.:

Законом «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» визначаються поняття деяких видів договорів про надання інвестиційних та пов'язаних з ними послуг (ст. 1): а) *депозитарний договір* як договір між зберігачем та обраним ним депозитарієм, за яким депозитарій веде для зберігача рахунки у цінних паперах, на яких відображаються операції з цінними паперами, переданими зберігачем; б) *договір про відкриття рахунку в цінних паперах* як договір між власником цінних паперів та обраним ним зберігачем про передачу власником належних йому цінних паперів зберігачу для здійснення депозитарної діяльності; в) *договір про кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів* як договір між фондовою біржею або учасниками організаційно оформленого позабіржового ринку та обраним ними депозитарієм про здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів; г) *договір про обслуговування емісії цінних паперів* як договір між емітентом та обраним ним депозитарієм про обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Законом «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», ст. 55 встановлює вимоги до договорів, які укладаються (а) між корпоративним інвестиційним фондом і компанією з управління активами та (б) між корпоративним інвестиційним фондом і зберігачем, а в пайовому інвестиційному фонді — між компанією з управління активами і зберігачем, визначаючи істотні умови таких договорів: 1) повна назва та місцезнаходження (юридична адреса) сторін; 2) предмет договору; 3) права і обов'язки сторін; 4) застереження щодо конфіденційності; 5) порядок надання звітності та інформації з дотриманням вимог цього Закону; 6) відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору та порушення конфіденційності; 7) строк дії договору; 8) розмір винагороди; 9) порядок зміни умов договору; 10) умови дострокового припинення договору; крім зазначених істотних умов, договори повинні містити умови договору про відкриття рахунку у цінних паперах згідно з вимогами законодавства про Національну депозитарну систему України; договір може містити за згодою сторін й інші умови, які не суперечать законодавству; у *договорах із зберігачем* повинні бути зазначені особи, визначені зберігачем відповідальними за виконання договору, проте договір не може обмежувати обов'язків зберігача, встановлених Законом «Про ІСІ» та законодавством про Національну депозитарну систему України; у *договорах із компанією з управління активами* також зазначається зобов'язання компанії з управління активами щодо інвестування активів ІСІ з метою отримання максимального інвестиційного доходу при мінімально можливих ризиках відповідно до інвестиційної декларації.

Однією з основних гарантій належного виконання договорів щодо надання послуг інвестиційного характеру є вимога щодо надання таких послуг професійними учасниками відповідного ринку: фінансовими установами — на ринку фінансових послуг, професійними учасниками фондового ринку — на ринку цінних паперів.

Виключне право або інші обмеження щодо надання окремих фінансових послуг встановлюються законами про діяльність відповідної фінансової установи (комерційних банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування, довірчих товариств, компаній з управління активами та ін.) та нормативно-правовими актами державних органів, що здійснюють регулювання ринків фінансових послуг.

Ч. 3 ст. 5 Закону «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» передбачено, що надавати фінансові кредити за рахунок залучених коштів має право на підставі відповідної ліцензії лише *кредитна установа*.

Передбачається можливість надання окремих фінансових послуг юридичними особами, які за своїм правовим статусом не є фінансовими установами, проте у випадках та порядку, що визначаються законами та підзаконними нормативно-правовими актами (останні зазвичай видаються спеціально уповноваженими органами, що здійснюють регулювання діяльності фінансових установ та ринків фінансових послуг в межах своєї компетенції).

2.2.2. Вимоги, до суб'єктів, які надають послуги інвестиційного характеру

Українському законодавству невідоме поняття інвестиційної фірми як особи, що надає інвестиційні послуги. Натомість вітчизняний законодавець використовує інші поняття: фінансові установи, професійні учасники ринку цінних паперів. Спеціальне нормативно-правове ре-

гулювання стосується: (1) інститутів спільного інвестування (однойменний закон), (2) професійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів), що надають інвестиційні та пов'язані з ними додаткові послуги інвесторам як споживачам таких послуг (торговці цінними паперами, депозитарії, компанії з управління активами, зберігачі, основи правового статусу яких визначаються законами «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», «Про цінні папери та фондовий ринок»), (3) фінансових установ, вимоги до яких визначаються низкою законів («Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг», «Про банки і банківську діяльність», «Про страхування», «Про кредитні спілки»); (4) компетентних/спеціально уповноважених органів, що опікуються державним регулювання відносин на відповідному ринку (правове становище яких визначається: щодо Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України (ДКЦПФР) — Законом «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та Положенням Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку України, затвердженим Указом Президента України від 25.02.2002 р., щодо Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг — Законом «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» та Положенням про цю Комісію, затверджену Указом Президента України від 04.04.2003 р. № 292/2003, щодо Національного банку України — Законом «Про Національний банк України».

Оскільки в Українському законодавстві відсутнє поняття інвестиційної фірми (як й інвестиційних послуг), крім специфічного учасника ринку таких послуг — інститутів спільного інвестування (ІСІ), доведеться звернутися до законодавства, що регулює відносини на ринку **фінансових послуг** (Закон «Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг») та на **фондовому ринку** (закони «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», «Про цінні папери і фондовий ринок»), а також до Закону «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», «що регулює правовий статус цих суб'єктів як учасника згаданих двох ринків (фінансових послуг та фондового). Деякі види інвестиційних та пов'язаних з ними додаткових послуг надаються страховими компаніями, банками, кредитними спілками, проте такі відносини регулюються спеціальним законодавством (про страхування, зокрема) і не є предметом цього дослідження.

Загалом, можна виділити загальні вимоги до згаданих категорій осіб, що надають послуги інвестиційного характеру:

- вимоги до організаційно-правової форми;
- вимоги щодо спеціальної ресстрації;
- вимоги щодо капіталу;
- вимоги до організаційної структури (в т. ч органів управління та контролю), посадових осіб та учасників з істотною участю
- необхідність ліцензування діяльності;
- вимоги щодо розкриття інформації;
- вимоги щодо дотримання в процесі діяльності ліцензійних умов та інших вимог законодавства, що регулює відносини на ринку фінансових послуг та/або фондовому ринку;
- вимоги щодо співпраці з державними органами, спеціально уповноваженим щодо здійснення державного регулювання відносин на відповідному ринку (фінансових послуг, фондовому, банківських послуг).

Засадні вимоги до зйищення професійної діяльності на фондовому ринку (статті 16-27 Закону «Про цінні папери і фондову біржу», статті 4, 4-1 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів», статті 10-12, 15 Закону «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»):

необхідність отримання ліцензії, що видається відповідно до встановленого порядку ДКЦПФР на підставі заяви та комплексу поданих документів, склад яких визначається ДКЦПФР;

необхідність членства щонайменше в одній саморегулювній організації (крім депозитаріїв та фондових бірж).

необхідність дотримання ліцензійні умови, у тому числі вимоги до розміру статутного і власного капіталу, порядку його визначення, ліквідності, кваліфікаційні вимоги до фахівців професійного учасника фондового ринку, необхідні умови договорів, які укладаються під час провадження професійної діяльності на фондовому ринку, інші вимоги та показники, що об-

межують ризики професійної діяльності на фондовому ринку, встановлюються актами законодавства України (законами України, що регулюють провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, та нормативно-правовими актами ДКЦПФР).

Спеціальні вимоги (на прикладі професійних учасників фондового ринку, що здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами відповідно до ст. 17 Закону «Про цінні папери і фондовий ринок») щодо:

1) діяльності з торгівлі цінними паперами:

організаційно-правова форма — господарське товариство; банки;

предмет діяльності: операції з цінними паперами як *виключний вид діяльності*; можливість виступати поручителем або гарантом виконання зобов'язань перед третіми особами за договорами, що укладаються від імені клієнта такого торговця, отримуючи за це винагороду, що визначається договором торговця цінними паперами з клієнтом; *винятки* (ст. 26): а) організатори торгівлі, крім діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку, можуть здійснювати діяльність з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на такому організаторі торгівлі; б) діяльність торговця цінними паперами може поєднуватися з діяльністю зберігача цінних паперів; у разі отримання зберігачем цінних паперів ліцензії на провадження діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів зберігачу забороняється здійснювати будь-які операції з цінними паперами, реєстр власників яких він веде, крім операцій реєстратора за договором з емітентом; в) діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів є виключним видом діяльності, що може поєднуватися з діяльністю зберігача цінних паперів і торговця цінними паперами (з урахуванням вимог частини третьої цієї статті), а також з діяльністю компанії з управління активами у випадках, передбачених законом; г) діяльності з управління активами інституційних інвесторів може поєднуватися з діяльністю з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів інститутів спільного інвестування у випадках, передбачених законом.

вимоги до розміру статутного капіталу, який має бути сплачений в грошовій формі, щодо провадження (а) дилерської діяльності — не менш як 120 тисяч гривень, (б) брокерської діяльності та (в) діяльності з управління цінними паперами — не менш як 300 тисяч гривень, (г) андеррайтингу — не менш як 600 тисяч гривень;

обмеження: щодо частка іншого торговця у статутному капіталі торговця цінними паперами — не може перевищувати 10 відсотків;

заборони: перепродавати (обмінювати) цінні папери власного випуску.

види професійної діяльності з торгівлі цінними паперами: *брокерська діяльність* — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи; *дилерська діяльність* — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом; *андеррайтинг* — розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента; *діяльність з управління цінними паперами* — діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб;

вимоги до договорів:

а) торговець цінними паперами має право укладати *договори про управління цінними паперами* з фізичними та юридичними особами з дотриманням таких умов: сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом — фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам; істотні умови договору про управління цінними паперами встановлюються законом та за домовленістю сторін; договір про управління цінними паперами не може укладатися торговцем цінними паперами з компанією з управління активами;

б) договір доручення, договір комісії або договір про управління цінними паперами укладається з торговцем цінними паперами в письмовій формі; права та обов'язки торговця цінними паперами стосовно його клієнта, умови укладення договорів щодо цінних паперів, поря-

док звітності торговця перед його клієнтом, порядок і умови виплати торговцю винагороди визначаються у договорі, що укладається між ними;

в) торговець цінними паперами зобов'язаний виконувати доручення клієнтів за договорами доручення, договорами комісії та договорами про управління цінними паперами на найвигідніших для клієнта умовах; доручення клієнтів виконуються торговцем цінними паперами у порядку їх надходження, якщо інше не передбачено договором або дорученням клієнтів; у разі укладення торговцем цінними паперами договорів за власний рахунок разом з укладенням ним договорів за рахунок клієнта виконання договорів для клієнта є пріоритетним;

вимоги щодо обліку: а) торговець цінними паперами веде облік цінних паперів, грошових коштів окремо для кожного клієнта та окремо від цінних паперів, грошових коштів та майна, що перебувають у власності торговця цінними паперами, відповідно до вимог, установлених ДКЦПФР за погодженням з Міністерством фінансів України, а у випадках, установлених законодавством, — також з Національним банком України;

гарантії захисту інтересів клієнтів торговців цінними паперами: а) на грошові кошти та цінні папери клієнтів, що передаються торговцям цінними паперами в управління, не може бути звернене стягнення за зобов'язаннями торговця цінними паперами, що не пов'язані із здійсненням ним функцій управителя; б) для провадження діяльності з управління цінними паперами грошові кошти клієнта зараховуються на окремий поточний рахунок торговця цінними паперами у банку окремо від власних коштів торговця цінними паперами, коштів інших клієнтів та відповідно до умов договору про управління цінними паперами; в) торговець цінними паперами звітує перед клієнтами про використання їх грошових коштів і вправі використовувати грошові кошти клієнтів лише у разі, якщо це передбачено договором про управління цінними паперами; г) договором про управління цінними паперами може бути передбачено розподіл між сторонами прибутку, отриманого торговцем цінними паперами від використання грошових коштів клієнта; д) торговець цінними паперами зобов'язаний подавати на обрану ним фондову біржу інформацію про всі вчинені ним правочини з цінними паперами в строки і порядку, що визначені правилами фондової біржі.

Однією з вимог до професійних учасників ринку фінансових послуг та фондового ринку є необхідність її ліцензування.

На фондовому ринку підлягають ліцензуванню такі види діяльності: брокерська діяльність, дилерська діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами, діяльність з управління активами, діяльність з управління іпотечним покриттям, депозитарна діяльність депозитарію цінних паперів, депозитарна діяльність зберігача цінних паперів, діяльність із ведення реєстру власників іменних цінних паперів, діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, розрахунково-клірингова діяльність (ст. 4 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів»). Ліцензування здійснюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку з дотриманням встановленого цим Законом строку: рішення про видачу ліцензії або про відмову в її видачі має бути прийняте у строк *не пізніше ніж тридцять календарних днів* від дати надходження заяви про видачу ліцензії та документів, перелік яких нею встановлюється. Особи, що отримали ліцензію на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів повинні додержувати встановлених відповідно до актів законодавства України обов'язкових нормативів достатності власних коштів та інших показників та вимог, що обмежують ризики по операціях з цінними паперами.

ДКЦПФР своїми рішеннями затвердила ліцензійні умови щодо всіх передбачених Законом «Про цінні папери та фондовий ринок» видів професійної діяльності на фондовому ринку, а саме:

від 26.05.2006 № 341 «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами)»;

від 26.05.2006 № 346 «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з торгівлі цінними паперами»;

від 26.05.2006 № 347 «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку»;

від 26.05.2006 № 348 «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку — депозитарної діяльності, а саме діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів»;

від 26.05.2006 № 349 «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку — депозитарної діяльності»: визначє ліцензійні умови депозитарної діяльності (крім депозитарної діяльності — діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, провадження якої регулюється окремим нормативно-правовим актом).

Ліцензування банків здійснюється НБУ відповідно до ст. 19 Закону «Про банки і банківську діяльність». Банк (його відокремлені підрозділи) повинен відповідати вимогам Положення щодо організації діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на ринку цінних паперів, затвердженого рішенням Комісії від 16.03.2006 № 160, а також в своїй діяльності керуватися постановами Правління Національного банку України від 17.07.2001 № 275 «Про затвердження Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій», від 03.10.2005 № 358 «Про затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України», від 17.06.2004 № 280 «Про затвердження Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України та Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України».

Додаткові вимоги (на прикладі торговців цінними паперами):

здійснювати професійну діяльність за місцезнаходженням, зазначеним у свідоцтві про державну реєстрацію юридичної особи (крім випадку здійснення цієї діяльності відокремленим підрозділом юридичної особи, який здійснює професійну діяльність на підставі відповідної копії ліцензії), у приміщенні, повністю відокремленому від приміщень інших юридичних осіб.

наявність у ліцензіата відповідної кількості сертифікованих фахівців (у тому числі керівні посадові особи), які повинні відповідати кваліфікаційним вимогам, встановленим для видачі ліцензії; у разі виникнення у ліцензіата факту зменшення визначеної кількості сертифікованих фахівців (у тому числі керівних посадових осіб) у процесі здійснення діяльності ліцензіату необхідно протягом трьох місяців відновити потрібну кількість та повідомити про це ДКЦПФР умов;

необхідність призначення: (а) контролера з числа сертифікованих фахівців, який має відповідати за повноту та достовірність надання інформації до ДКЦПФР; **(б) працівника, відповідального за здійснення внутрішнього фінансового моніторингу**, протягом одного робочого дня з дати отримання ліцензії, якщо такий працівник не був призначений раніше, та затвердити його посадову інструкцію.

наявність обладнання та програмного забезпечення, які відповідають вимогам його діяльності та обсягу інформації, що обробляється, у тому числі пристрій для безперебійного електроживлення та не менше двох комп'ютерів, а також засоби зв'язку (електронна пошта, телефон, факс).

наявність (необхідність розроблення) внутрішніх нормативно-правових актів:

положення про провадження діяльності з торгівлі цінними паперами, яке має містити зокрема порядок: укладання договорів; роботи з клієнтами; провадження діяльності з торгівлі цінними паперами за видами діяльності, на які торговець має відповідні ліцензії; ведення обліку та подання звітності щодо операцій з цінними паперами; ведення обліку та подання звітності щодо коштів клієнтів;

розробити положення про філію або інший відокремлений підрозділ, яким надані повноваження здійснювати діяльність з торгівлі цінними паперами (у разі створення таких відокремлених підрозділів); таке Положення має містити зокрема: основні види діяльності; повноваження; вимоги до наявності мінімальної кількості сертифікованих фахівців (у тому числі керівних посадових осіб); вимоги до наявності комп'ютерної техніки та відповідного програмного забезпечення; вимоги до приміщення; умови ліквідації.

положення про внутрішній контроль, яке повинно містити: має містити зокрема: порядок і строки розгляду звернень клієнтів та професійних учасників фондового ринку; процедуру запобігання несанкціонованому доступу до службової інформації і її неправомірному використанню, у тому числі при суміщенні різних видів професійної діяльності; ліквідність та інші показники, що обмежують ризики з операцій з цінними паперами для торговця цінними паперами, установлені ДКЦПФР; вимоги, спрямовані на запобігання маніпулюванню цінами на фондовому ринку, установлені торговцем цінними паперами; опис функцій, прав та обов'язків контролера; повноваження контролера у разі виявлення ним порушень; форму і строки подання звітності контролером керівнику торговця цінними паперами; вимоги до офо-

рмлення первинних документів внутрішнього обліку, ведення облікових операцій і складання внутрішньої звітності.

правила проведення внутрішнього фінансового моніторингу та програми його здійснення не пізніше першої проведеної операції або укладеного договору (ці Правила розробляються та змінюються з урахуванням нормативно-правових актів, що регулюють питання запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом);

протягом усього строку дії ліцензії виконувати вимоги законодавства у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом;

підтримувати власного капіталу на певному рівні: власний капітал торговця цінними паперами за підсумками кожного фінансового року не може бути меншим, ніж зареєстрований розмір статутного фонду (капіталу) цього торговця;

дотримання інших вимог чинного законодавства, зокрема: Цивільного та Господарського кодексів України; Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»; нормативно-правових актів Комісії, що регулюють питання провадження професійної діяльності на фондовому ринку за кожним видом діяльності, на який ліцензіат отримав відповідну ліцензію; оформлення та умов виконання договорів доручення, комісії, андеррайтингу або договору про управління цінними паперами, що встановлені законодавством України;

для провадження діяльності з управління цінними паперами грошові кошти клієнта зраховувати на окремий поточний рахунок торговця цінними паперами в банку окремо від власних коштів торговця цінними паперами, коштів інших клієнтів та відповідно до умов договору про управління цінними паперами;

звітувати перед клієнтами про використання їх грошових коштів;

вести облік цінних паперів, грошових коштів окремо від кожного клієнта та окремо від цінних паперів, грошових коштів та майна, що перебувають у власності торговця цінними паперами, відповідно до вимог, установлених ДКЦПФР за погодженням з Міністерством фінансів України, а у випадках, установлених законодавством, — також з Національним банком України;

надавати органу ліцензування у встановлені строки та порядку відомості:

— протягом двадцяти робочих днів з дати видачі ліцензії (яка зазначена на бланку ліцензії) подати до територіального органу ДКЦПФР за своїм місцезнаходженням у письмовій формі інформацію про отримання ліцензії і облікову картку професійного учасника фондового ринку за формою; у разі зміни в процесі діяльності ліцензіата відомостей, зазначених в обліковій картці, а також отримання копій ліцензії для провадження філіями (іншими відокремленими підрозділами) ліцензіата професійної діяльності на фондовому ринку (їх анулювання) ліцензіат зобов'язаний протягом двадцяти робочих днів письмово повідомити про ці зміни територіальний орган ДКЦПФР і надати облікову картку з відповідними змінами, заповнити облікову картку щодо кожної філії (іншого відокремленого підрозділу), яка отримала в установленому порядку копію ліцензії;

— у разі припинення юридичної особи (ліцензіата) в результаті реорганізації (злиття, приєднання, поділу, перетворення) та/або зміни найменування у процесі реорганізації, якщо ліцензіат має намір провадити зазначені в ліцензії види діяльності, то він протягом двадцяти робочих днів з дати реєстрації нових установчих документів повинен подати до ДКЦПФР заяву про анулювання попередньо виданої ліцензії у зв'язку з припиненням юридичної особи та відповідну заяву і документи, що додаються до неї, для отримання нової ліцензії в установленому Комісією порядку;

— у разі виникнення у процесі професійної діяльності ліцензіата підстав для переоформлення ліцензії, а саме: зміна найменування юридичної особи (якщо зміна найменування не пов'язана з реорганізацією юридичної особи), зміна місцезнаходження юридичної особи, ліцензіат зобов'язаний протягом п'ятнадцяти робочих днів подати заяву та відповідні документи в установленому Комісією порядку для переоформлення ліцензії;

— якщо в процесі діяльності ліцензіатом утрачена ліцензія або бланк ліцензії не придатний для користування унаслідок його пошкодження, ліцензіат зобов'язаний подати заяву та відповідні документи в установленому ДКЦПФР порядку для отримання дубліката ліцензії;

— у разі створення у ліцензіата в процесі професійної діяльності нової філії або іншого відокремленого підрозділу, яким будуть надані повноваження провадити професійну діяльність на фондовому ринку — діяльність з торгівлі цінними паперами згідно з отриманою лі-

цензії, ліцензіат повинен подати заяву та відповідні документи в установленому ДКЦПФ порядку на отримання копії ліцензії;

— у разі ліквідації філії або іншого відокремленого підрозділу або припинення провадження ними діяльності з торгівлі цінними паперами згідно з отриманою в ДКЦПФ копією ліцензії ліцензіат зобов'язаний протягом десяти робочих днів з дати ліквідації філії (іншого відокремленого підрозділу) або з дати припинення зазначеної діяльності філією (іншим відокремленим підрозділом) подати заяву та відповідні документи в установленому ДКЦПФ порядку на анулювання копії ліцензії;

— у разі відкриття філії або іншого відокремленого підрозділу ліцензіата в іншому регіоні (не в регіоні місцезнаходження ліцензіата), то ліцензіат повинен повідомити про це відповідний територіальний орган ДКЦПФ та надати йому відповідну інформацію;

— у разі зміни найменування філії (іншого відокремленого підрозділу) та/або місцезнаходження філії (іншого відокремленого підрозділу) ліцензіат протягом двадцяти робочих днів з дати внесення відповідних змін до положення про філію або інший відокремлений підрозділ повинен подати заяву та відповідні документи в установленому ДКЦПФ порядку;

— протягом строку дії ліцензії повідомляти ДКЦПФ про всі зміни даних, зазначених у документах, що додавалися до заяви про видачу ліцензії; у разі виникнення таких змін ліцензіат зобов'язаний протягом двадцяти робочих днів подати до ДКЦПФ (із зазначенням управління ліцензування діяльності професійних учасників ринку цінних паперів) відповідне повідомлення в письмовій формі та документи, які підтверджують зазначені зміни, а саме: 1) засвідчену нотаріально або органом, який видав документ, копію змін до установчого документа ліцензіата, які зареєстровано в установленому порядку (при внесенні змін до установчого документа, пов'язаних із збільшенням статутного фонду (капіталу), торговче цінними паперами повинен сплатити вказане збільшення виключно за рахунок грошових коштів. Разом з копією змін до установчого документа подається довідка про сплату збільшення статутного фонду (капіталу) торговця цінними паперами за встановленою формою; 2) довідку про зміни в складі власників ліцензіата із зазначенням частки кожного у статутному фонді (капіталі), за встановленою ДКЦПФ формою довідки про власників заявника (ліцензіата) (з виділенням професійних учасників фондового ринку), яка додавалась заявником до заяви про видачу ліцензії; для заявника, утвореного у формі акціонерного товариства, зазначені відомості надаються за власниками, які володіють понад п'ятьма відсотками його статутного фонду (капіталу); 3) довідку про зміни в складі юридичних осіб, у яких ліцензіат має частку понад п'ять відсотків статутного фонду (капіталу) цих юридичних осіб, та/або зміни розміру вказаної частки власників заявника за встановленою ДКЦПФ формою довідки про юридичних осіб, у яких заявник має частку понад п'ять відсотків статутного фонду (капіталу) цих юридичних осіб, яка додавалась ліцензіатом до заяви про видачу ліцензії; 4) довідку про зміни в складі керівних посадових осіб та фахівців ліцензіата (філії або іншого відокремленого підрозділу), що безпосередньо здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами та сертифіковані в установленому ДКЦПФ порядку, за встановленою ДКЦПФ формою довідки про керівних посадових осіб та фахівців заявника (ліцензіата), що безпосередньо здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку (діяльність з торгівлі цінними паперами) та сертифіковані в установленому порядку, яка додавалась ним до заяви про видачу ліцензії, з доданням копій відповідних сертифікатів, засвідчених підписом керівника та печаткою ліцензіата; 5) довідку про здійснені та зареєстровані власні випуски цінних паперів ліцензіата за встановленою ДКЦПФ формою довідки про здійснені та зареєстровані власні випуски цінних паперів заявника (ліцензіата), яка додавалась ним до заяви про видачу ліцензії; 6) засвідчені підписом керівника та печаткою заявника копії змін до документів, що підтверджують право власності ліцензіата (його філії або іншого відокремленого підрозділу) на приміщення, у якому провадиться професійна діяльність на фондовому ринку, або право користування таким приміщенням;

— протягом двадцяти робочих днів подати до ДКЦПФ інформацію (про: арешт банківських рахунків ліцензіата; вихід ліцензіата із саморегулювальної організації/СРО із зазначенням причини виходу) та протягом двох місяців стати членом іншої СРО та повідомити про це орган ліцензування протягом двадцяти робочих днів;

— надавати до ДКЦПФ адміністративні дані відповідно до рішення ДКЦПФ від 08.06.2004 № 279 «Про затвердження Положення про порядок складання адміністративних даних щодо діяльності торговців цінними паперами та подання відповідних документів до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку».

У разі здійснення банком діяльності з торгівлі цінними паперами (як професійної діяльності на фондовому ринку) банк (його відокремлені підрозділи) повинен відповідати вимогам Положення щодо організації діяльності банків та їх відокремлених структурних підрозділів при здійсненні ними професійної діяльності на ринку цінних паперів, затвердженого рішенням Комісії від 16.03.2006 № 160, а також в своїй діяльності керуватися постановами Правління Національного банку України від 17.07.2001 № 275 «Про затвердження Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій», від 03.10.2005 № 358 «Про затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України», від 17.06.2004 № 280 «Про затвердження Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України та Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України».

Новий вид діяльності (*рейтингування*) та новий вид професійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) — *рейтингових агентств* запроваджено Законом № 3201-IV від 15.12.2005 р. шляхом внесення відповідних змін до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів» (статті 1, 4-1), що закріплюють:

1. Визначення нових понять:

Національна рейтингова шкала (далі — Національна шкала) — шкала, яка поділена на визначені групи рівнів та рівні, кожен з яких характеризує здатність позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за своїми борговими зобов'язаннями, а також його платоспроможність. Національна шкала використовується для оцінки кредитного ризику позичальника — органу місцевого самоврядування, суб'єкта господарювання та окремих боргових інструментів — облігацій, іпотечних цінних паперів, позик; Національна шкала (поділяється на дві групи рівнів — інвестиційний та спекулятивний), а також поділ кожної групи рівнів на відповідні рівні затверджується Кабінетом Міністрів України;

Види рейтингової оцінки:

рейтингова оцінка емітента — характеризує рівень спроможності емітента цінних паперів своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями відносно боргових зобов'язань інших позичальників;

рейтингова оцінка цінних паперів емітента — характеризує рівень спроможності позичальника (емітента) своєчасно та у повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами.

кредитний рейтинг — це умовний вираз кредитоспроможності об'єкта рейтингування в цілому та/або його окремого боргового зобов'язання за національною шкалою кредитних рейтингів;

Рейтингові оцінки, отримання яких відповідно до закону є обов'язковим, мають право визначати виключно уповноважені *рейтингові агентства* та/або міжнародні рейтингові агентства (разом — Рейтингові агентства). Міжнародні рейтингові агентства обов'язково повинні бути визнані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

2. *Визначення кредитного рейтингу (рейтингування) як професійної діяльності на фондовому ринку* — це діяльність з надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямована на визначення кредитоспроможності об'єкта рейтингування, яка може бути проведена рейтинговим агентством.

3. *Основи правового статусу рейтингових агентств* як професійних учасників фондового ринку, що спеціалізується на рейтингуванні.

Набуття статусу рейтингового агентства передбачає щонайменше такі етапи: конкурсний відбір, на підставі якого визначаються уповноважені рейтингові агентства (переможцем конкурсу може бути декілька осіб);

включення переможців такого конкурсу до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видання відповідного свідоцтва (здійснюється ДКЦПФР);

Міжнародне рейтингове агентство набуває право визначати рейтингові оцінки з дати включення його до переліку визнаних Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Спеціальні обов'язки уповноважених рейтингових агентств: використовувати Національну шкалу при визначенні рейтингової оцінки, визначення якої є обов'язковим за законом.

4. *Обов'язкове визначення рейтингової оцінки:*

А) для певного кола емітентів: потребують рейтингової оцінки такі емітенти (не залежно від форми власності, підпорядкування чи інших ознак емітента):

- 1) підприємства, у статутних фондах яких є державна частка;
- 2) підприємства, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави;
- 3) підприємства, які займають монопольне (домінуюче) становище.

Б) щодо цінних паперів: визначення рейтингової оцінки, якщо інше не встановлено законом, потребують усі види емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом підписки, купуватися та продаватися на біржі або іншому організованому ринку, крім: 1) державних цінних паперів; 2) акцій; 3) цінних паперів недиверсифікованих інститутів спільного інвестування; 4) цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою. Обов'язковість визначення рейтингової оцінки цінних паперів не залежить від емітента, способу їхньої емісії, порядку розміщення чи інших ознак.

Найбільш ґрунтовно український законодавець визначає особливості правового становища та діяльності *інститутів спільного інвестування* (далі — ІСІ).

При створення ІСІ можуть використовуватися як корпоративна (корпоративний інвестиційний фонд), так і договірна форма спільного інвестування (пайовий інвестиційний фонд). Для ІСІ (незалежно від їх форми) притаманна низка загальних ознак. Разом з тим ІСІ, що створюються у певній формі (корпоративного інвестиційного фонду чи пайового інвестиційного фонду) мають як загальні для ІСІ риси, так і специфічні — характерні для певної форми (корпоративної чи договірної) інвестиційного фонду.

До загальних ознак ІСІ належать такі:

► здійснення виключної діяльності із спільного інвестування (діяльності, пов'язаної з об'єднанням та/або залученням грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість);

► *типу ІСІ* — залежно від порядку здійснення діяльності щодо спільного інвестування:

відкритого типу (якщо ІСІ або компанія з управління його активами бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ); ІСІ відкритого типу можуть бути лише диверсифіковані ІСІ;

інтервального типу (якщо ІСІ або компанія з управління його активами бере на себе зобов'язання на вимогу інвесторів здійснювати викуп емітованих цим ІСІ цінних паперів протягом обумовленого у проспекті емісії строку); ІСІ інтервального типу можуть бути лише диверсифіковані ІСІ;

закритого типу (якщо емітовані ІФ цінні папери викупаються до моменту його реорганізації чи ліквідації);

► *види ІСІ*:

I. Залежно від терміну дії:

строкові (створюються на певний строк, встановлений у проспекті емісії, після закінчення якого зазначений ІСІ ліквідується або реорганізується) ІСІ закритого типу може бути лише строковим

безстрокові — створюється на невизначений строк.

II. За комплексом визначених законом ознак (в т.ч. щодо складу їх активів та їх використання):

A) **Диверсифіковані**: ІСІ вважається диверсифікованим, якщо він одночасно відповідає встановленим *вимогам* та дотримується встановлених законом заборон:

вимоги до диверсифікованих ІСІ: 1) кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 відсотків загального обсягу їх емісії; 2) сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ в кількості, більшій, ніж 5 відсотків загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40 відсотків вартості чистих активів ІСІ; 3) не менш як 80 відсотків загальної вартості активів ІСІ становлять грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі; 4) вартість цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі та які не отримали рейтингову оцінку відповідно до закону, не може становити більш як 20 відсотків загальної вартості активів диверсифікованого ІСІ;

заборони для диверсифікованих ІСІ: 1) тримати в грошових коштах, на банківських депозитних рахунках, в ощадних сертифікатах та облігаціях, емітентами яких є комерційні банки, більше ніж 30 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 2) придбавати або додатково інвестувати в цінні папери одного емітента більше ніж 5 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 3) придбавати або додатково інвестувати у державні цінні папери, доходи з якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, більше ніж 25 відсотків загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати кошти ІСІ менше ніж у три види державних цінних паперів;

4) придбавати або додатково інвестувати в цінні папери органів місцевого самоврядування більше ніж 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 5) придбавати або додатково інвестувати в облигації підприємств, емітентами яких є резиденти України (крім комерційних банків), більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 6) придбавати або додатково інвестувати в акції українських емітентів більше ніж 40 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 6) придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав, більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 7) придбавати або додатково інвестувати в акції та облигації іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 8) придбавати або додатково інвестувати в інші активи, дозволені законодавством України, більше ніж 5 відсотків активів ІСІ; 9) придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави, більше ніж 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ; 10) придбавати або обмінювати цінні папери, емітентами яких є пов'язані особи ІСІ, компанії з управління активами або зберігача.

Б) *недиверсифіковані ІСІ* — ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ. Різновидом недиверсифікований ІСІ є *венчурний фонд* (його ознаки: (а) недиверсифікований ІСІ закритого типу, який (б) здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та (в) активи якого можуть повністю складатися з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, або з цінних паперів, які не отримали рейтингової оцінки відповідно до закону, (г) учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи.)

► **активи ІСІ** — сукупність майна, корпоративних прав та вимог, сформована за рахунок коштів спільного інвестування:

І. Вимоги до складу та структури активів ІСІ (застосовуються через шість місяців з дати реєстрації ІСІ в ДКЦПФР):

частка грошових коштів в активах ІСІ: (1) при проведенні відкритої підписки на цінні папери ІСІ *відкритого* та *інтервального* типу не менше 10 відсотків активів таких ІСІ повинні утримуватися в грошових коштах, які зберігаються на окремих депозитних банківських рахунках, відкритих для цього ІСІ; (2) активи *диверсифікованого ІСІ* складаються тільки з цінних паперів та грошових коштів, у тому числі в іноземній валюті (перелік видів цінних паперів, які можуть становити активи диверсифікованого ІСІ, встановлюється нормативно-правовими актами ДКЦПФР);

частка цінних паперів в активах ІСІ: (1) вартість цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, та нерухомості не може становити більш як 50 відсотків загальної вартості активів *недиверсифікованого ІСІ*; (2) вартість цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі та які не отримали рейтингову оцінку відповідно до закону, не може становити більш як відсотків загальної вартості активів *диверсифікованого ІСІ*;

підтримання активів ІСІ на певному рівні: якщо кредитний рейтинг цінних паперів, які входять до активів ІСІ (крім венчурного фонду), знизився до спекулятивного рівня за Національною рейтинговою шкалою, ІСІ (крім венчурного фонду), в порядку та в строки, встановлені Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, зобов'язані привести свої активи до вимог Закону;

заборона включення до активів ІСІ: 1) цінних паперів, випущених компанією з управління активами, зберігачем, реєстратором та аудитором (аудиторською фірмою) цього ІСІ та пов'язаними особами; 2) цінних паперів іноземних держав та іноземних юридичних осіб, допущених до торгів менше ніж на двох провідних іноземних біржах чи у торговельно-інформаційних системах, перелік яких визначається ДКЦПФР; 3) цінних паперів інших ІСІ; 4) векселів та ошадних сертифікатів на суму більш як 10 відсотків вартості активів ІСІ, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами ДКЦПФР; 4) похідних цінних паперів, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами ДКЦПФР.

II. Чисті активи ІСІ:

Вартість чистих активів ІСІ — величина, що визначається як різниця між сумою активів інституту спільного інвестування з урахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань інституту спільного інвестування:

Визначення вартості чистих активів ІСІ:

визначається компанією з управління активами відповідно до регламенту ІСІ та нормативно-правових актів ДКЦПФР; при цьому вартість чистих активів (а) ІСІ відкритого типу ви-

значається на кінець кожного робочого дня, (б) ІСІ інтервального та закритого типу — визнається на кінець кожного робочого дня, що передє дню прийому заявок на розміщення та викуп цінних паперів ІСІ, але не рідше ніж раз у квартал, (в) венчурного фонду — на кінець року та при його ліквідації;

ІІІ. *Нерухоме майно ІСІ:* під час його придбання або відчуження *вартість* такого майна повинна визначатися *незалежним оцінювачем* на підставі договору, що укладається між ним та компанією з управління активами ІСІ з дотриманням вимог, встановлених ДКЦПФР; незалежним оцінювачем майна ІСІ не можуть бути пов'язані особи, компанія з управління активами, зберігач, аудитор (аудиторська фірма), їх пов'язані особи;

► ***Управління активами ІСІ:***

здійснення управління активами ІСІ *компанією з управління активами* (може одночасно здійснювати управління активами кількох ІСІ);

вимоги до компанії з управління активами: а) наявність статусу юридична особи, створеної відповідно до законодавства України; б) частка держави в статутному фонді (капіталі) компанії не може перевищувати 10 відсотків; в) наявність відповідної ліцензії, виданої ДКЦПФР; г) забороняється поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів;

Обов'язковість формування компанією з управління активами резервного фонду (РФ) у разі залучення ІСІ коштів фізичних осіб-інвесторів: а) розмір РФ — відповідно до встановлених ДКЦПФР вимог щодо мінімального розміру залежно від обсягу внесків фізичних осіб — інвесторів ІСІ; б) джерела формування РФ — прибуток компанії з управління активами, а в разі його недостатності — додаткові внески її засновників; в) призначення РФ: відшкодування ІСІ втрат (збитків) від невиконання (неналежного виконання) компанією з управління активів встановлених законом та договором обов'язків щодо управління активами ІСІ або перевищення компанією своїх повноважень; г) зберігання коштів РФ на окремому депозитному банківському рахунку, відкритому компанією з управління активами, або розміщення в державні цінні папери, перелік яких визначається ДКЦПФР;

Обмеження:

А) Діяльності компанії з управління активами (під час провадження діяльності з управління активами ІСІ не має права: а) набувати за рахунок активів ІСІ майно та цінні папери тих видів, які не передбачені проспектом емісії цінних паперів ІСІ; б) укладати договори, що порушують або наслідком яких є порушення норм законодавства та вимог нормативно-правових актів ДКЦПФР; в) здійснювати за власні кошти операції з цінними паперами, які є активами ІСІ; г) безоплатно відчужувати активи ІСІ; д) брати позику або кредит, що підлягає поверненню за рахунок активів ІСІ, в обсязі більш як 10 відсотків вартості чистих активів ІСІ, на строк більший, ніж три місяці, та з метою, іншою, ніж використання цих коштів для викупу цінних паперів ІСІ; е) надавати позику або кредит за рахунок активів ІСІ; є) використовувати активи ІСІ для забезпечення виконання зобов'язань, виникнення яких не пов'язане з функціонуванням відповідного ІСІ; ж) придбавати векселі, похідні цінні папери, цінні папери ІСІ відкритого типу, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами ДКЦПФР; з) розміщувати цінні папери інших емітентів, крім цінних паперів ІСІ, активами яких вона управляє; і) укладати договори купівлі-продажу, позики або кредиту з пов'язаними особами, крім договорів з торговцями цінними паперами щодо розміщення та викупу цінних паперів ІСІ; і) укладати договори купівлі-продажу цінних паперів, які на дату укладення такого договору не становлять активи ІСІ; к) здійснювати функцію номінального утримувача щодо цінних паперів ІСІ, активами якого вона керує; к) продавати цінні папери ІСІ зберігачу, реєстратору, незалежному оцінювачу майна та аудитору (аудиторській фірмі) цього ІСІ, а також органам державної влади та органам місцевого самоврядування; л) набувати у власність нерухоме майно, що становить активи відповідного ІСІ; м) укладати від імені ІСІ договори, які за своїм характером можуть бути укладені лише ним особисто; о) відчужувати майно, яке належить компанії, до активів ІСІ; п) відчужувати майно, яке становить активи ІСІ, на користь іншого ІСІ, яким вона керує;

Б) загальної суми вартості активів ІСІ, що перебувають в управлінні однієї компанії з управління активами: не може перевищувати величини, встановленої нормативно-правовими актами ДКЦПФР.

Винагорода компанії з управління активами

— *винагорода компанії з управління активами ІСІ:* (1) форма — грошова; (2) розмір — встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів ІСІ (загальне правило), а компа-

нії з управління активами венчурного фонду встановлюється у співвідношенні до вартості розміщеної емісії інвестиційних сертифікатів за їх номінальною вартістю та різниці між втратами на придбання активів фонду та доходами від їх реалізації;

► **зберігання активів ІСІ:**

активи ІСІ у формі цінних паперів мають зберігатися у *зберігача* (крім активів венчурного фонду); кожен ІСІ повинен мати тільки одного зберігача;

договірні засади надання послуг щодо зберігання цінних паперів ІСІ та обліку прав власності на них (на підставі договору про обслуговування ІСІ, укладеного зберігачем з корпоративним інвестиційним фондом або з компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду);

вимоги до зберігача: а) наявність статусу юридичної особи; б) наявність відповідної ліцензії, виданої в установленому порядку; в) зберігачем не можуть бути компанія з управління активами ІСІ та незалежний оцінювач майна ІСІ, а також їх пов'язані особи; г) посадові особи ІСІ та компанії з управління активами (крім компанії з управління активами венчурного фонду) не можуть бути посадовими особами зберігача, з яким укладено договір про обслуговування ІСІ;

вимоги до діяльності зберігача ІСІ: 1) провадити діяльність відповідно до законодавства, на підставі статуту та договору про обслуговування ІСІ, а також з дотриманням регламенту та проспекту емісії цінних паперів ІСІ; 2) заборона використовувати активи ІСІ для здійснення зберігачем власних операцій; 3) дотримання зберігачем; 3) виконувати розпорядження компанії з управління активами, якщо вони не суперечать законодавству або регламенту ІСІ;

функції зберігача:

зберігання цінних паперів ІСІ та облік прав власності на них відповідно до встановлених вимог та договору про обслуговування ІСІ;

контроль: а) за відповідністю операцій з випуску, продажу, викупу та анулювання цінних паперів ІСІ регламенту, проспекту емісії цінних паперів ІСІ та діючому законодавству; б) за діяльністю компанії з управління активами стосовно порядку розрахунку вартості чистих активів ІСІ, розміщення та викупу цінних паперів ІСІ, напрямів використання прибутків, отриманих на активи ІСІ (для чого зберігач зобов'язаний один раз на квартал перевіряти правильність розрахунків вартості чистих активів ІСІ, виконаних компанією з управління активами; про результати перевірки мають повідомлятися спостережна (наглядова) рада корпоративного інвестиційного фонду або компанії з управління активами пайового інвестиційного фонду, а у разі виявлення порушення — ДКЦПФР);

відповідальність зберігача (визначається умовами договору про обслуговування ІСІ та Законом):

випадки: 1) за збитки, що були завдані ІСІ та/або компанії з управління активами ІСІ діями (бездіяльністю) зберігача (згідно з законом. У разі невиконання цієї вимоги зберігач несе відповідальність за збитки, завдані акціонерам або учасникам ІСІ, відповідно до договору та закону; 2) за збитки, завдані акціонерам або учасникам ІСІ, в результаті порушення вимог закону, регламенту ІСІ, умов договору; в) за неподання, несвочасне подання або подання завідомо недостовірної інформації спостережній (наглядовій) раді корпоративного інвестиційного фонду, компанії з управління активами пайового інвестиційного фонду відповідно до договору, а до ДКЦПФ — відповідно до закону;

форми відповідальності: відшкодування збитків (у разі їх завдання з вини зберігача), сплата встановлених штрафних санкцій та застосування оперативного-господарських санкцій (у разі їх встановлення договором), адміністративно-господарські санкції (за порушення встановлених актами законодавства вимог у вертикальних відносинах — зберігача з ДКЦПФР);

► **правовий режим цінних паперів ІСІ:**

види цінних паперів ІСІ:

залежно від виду ІСІ: а) акції корпоративного інвестиційного фонду та б) інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду;

залежно від стадії процедури емісії цінних паперів: а) *проголошені цінні папери ІСІ* (цінні папери ІСІ, на які пропонується відкрита підписка) і б) *розміщені цінні папери* (цінні папери ІСІ, придбані інвесторами під час розміщення);

розміщення цінних паперів ІСІ (відчуження цінних паперів первинним власником шляхом укладення відповідних договорів); порядки розміщення: 1) *приватне розміщення* (розміщення цінних паперів без відкритого продажу шляхом безпосередньої пропозиції цінних паперів за-

здалегідь визначеному колу осіб); 2) *відкрита підписка* (розміщення цінних паперів серед задалегідь невизначеного кола осіб), що здійснюється на підставі *прилюдної пропозиції* (повідомлення про відкритий продаж цінних паперів, зроблене у засобах масової інформації або іншим чином та звернене до невизначеної кількості осіб); документом, який містить інформацію про відкриту підписку на цінні папери ІСІ, є проспект емісії цінних паперів ІСІ (підлягає обов'язковій реєстрації і має відповідати встановленим ДКЦПФР вимогам);

ведення реєстру власників іменних цінних паперів ІСІ: здійснюється реєстратором або зберігачем активів ІСІ відповідно до договору з компанією з управління активами, а у разі, якщо кількість акціонерів (учасників пайового інвестиційного фонду) ІСІ не перевищує 500 осіб, ведення такого реєстру може здійснювати корпоративний інвестиційний фонд або компанія з управління активами пайового інвестиційного фонду.

визначення вартості цінного паперу ІСІ: 1) розрахункова вартість цінного паперу ІСІ визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу на дату проведення розрахунку; 2) вартість цінних паперів ІСІ, що придбаваються інвесторами, як правило, визначається виходячи з розрахункової вартості цінного паперу, що встановлюється на день подання інвестором заявки на придбання цінних паперів ІСІ (у заявці зазначається кількість цінних паперів ІСІ, що придбаваються інвестором); 3) вартість цінних паперів ІСІ, що викуповуються ІСІ у інвесторів, визначається виходячи з розрахункової вартості цінного паперу, що встановлена на день подання інвестором заявки на викуп цінних паперів ІСІ (у заявці зазначається кількість цінних паперів ІСІ, що пропонуються до викупу).

порядок придбання та викупу цінних паперів ІСІ: а) здійснюються компанією з управління активами безпосередньо або через торговців цінними паперами ІСІ, з якими компанія з управління активами уклала відповідні договори (вимоги до договору про надання послуг з розміщення та викупу цінних паперів ІСІ затверджуються ДКЦПФР); б) етапи: (1) подання інвесторами заявок на придбання та викуп цінних паперів ІСІ компанії з управління активами або торговцям цінними паперами згідно із проспектом емісії цінних паперів ІСІ; (2) протягом 7-денного строку від дня подання заявки — залежно від її змісту — (а) сплата інвестором грошових коштів за цінні папери ІСІ (згідно з поданою заявкою), їх отримання та реєстрація інвестора у реєстрі власників іменних цінних паперів ІСІ або (б) сплата заявникові вартості пред'явлених до викупу інвестиційних сертифікатів та внесення відповідних змін до реєстру їх власників;

обіг цінних паперів ІСІ: (1) цінні папери ІСІ закритого та інтервального типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів; (2) обіг цінних паперів ІСІ відкритого типу обмежується: може здійснюватися лише шляхом їх викупу компанією з управління активами; відчуження цінних паперів ІСІ відкритого типу третім особам не дозволяється (крім випадків правонаступництва, успадкування та дарування);

дивіденди по цінних паперах ІСІ відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються.

► **договори ІСІ:**

із зберігачем (про обслуговування ІСІ, в т. ч. зберігання активів ІСІ та обліку цінних паперів ІСІ).

з компанією з управління активами (зазначається зобов'язання компанії щодо інвестування активів ІСІ з метою отримання максимального інвестиційного доходу при мінімально можливих ризиках відповідно до інвестиційної декларації);

з інвесторами — щодо купівлі-продажу цінних паперів ІСІ;

► **аудиторська перевірка ІСІ:**

обов'язковість проведення;

засади проведення — договір, що укладається компанією з управління активами ІСІ з аудитором (аудиторською фірмою);

періодичність — щорічно;

мета: перевірка і підтвердження правильності річної фінансової звітності компанії з управління активами з активами ІСІ для встановлення відповідності зазначеної звітності результатам діяльності цієї компанією з активами ІСІ;

вимоги до аудитора (аудиторської фірми): не може бути пов'язано особою компанії з управління активами.

► **публічність діяльності ІСІ**, що передбачає розкриття інформації ІСІ шляхом: 1) опублікування в офіційних друкованих виданнях ДКЦПФР; 2) надання документів (звітв компа-

нії з управління активами ІСІ, зокрема) ДКЦПФР; 3) надсилання звітів ІСІ, цінні папери яких були приватно розміщені, безпосередньо інвесторам;

► **Державний контроль у сфері спільного інвестування за участю ІСІ:**

мета здійснення: дотримання законодавства та захист прав інвесторів;
органи:

(I) *Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку* — ДКЦПФР (спеціально уповноважений орган у сфері спільного інвестування та на ринку цінних паперів, що здійснює: нормативне регулювання, встановлюючи вимоги до зберігачів, компанії з управління активами ІСІ, договорів, інформації та порядку її подання; ведення реєстру ІСІ і відповідно — здійснення реєстрації ІСІ у спеціальному порядку; ліцензування діяльності у сфері спільного інвестування та на ринку цінних паперів; контроль за дотримання вимог законодавства, прав та законних інтересів інвесторів — як акціонерів корпоративного інвестиційного фонду та учасників пайового інвестиційного фонду; та ін.);

(II) *Антимонопольний комітет України* — АМК (здійснює контроль за дотриманням антимонопольного законодавства ІСІ, компаніями з управління активами, зберігачами та реєстраторами власників іменних цінних паперів ІСІ);

(III) інші державні органи в межах їх повноважень.

Інститути спільного інвестування можуть створюватися у формі акціонерного товариства (*корпоративні інвестиційні фонди*) або з використанням договірної форми (*пайові інвестиційні фонди*), що зумовлює наявність у них специфічних рис, притаманних відповідно — корпоративному інвестиційному фонду (КІФ) або пайовому інвестиційному фонду (ПІФ).

До *специфічних ознак корпоративного інвестиційного фонду (КІФ)* належать такі:

організаційно-правова форма — відкрите акціонерне товариство;

засновники: фізичні та юридичні особи, крім юридичних осіб, частка державного майна або комунального майна у статутному фонді яких перевищує 25 %;

правові документи, на підставі яких діє КІФ:

статут, який, крім положень, передбачених законодавством про акціонерні товариства, повинен містити відомості про: тип КІФ як ІСІ (відкритий, інтервальний чи закритий); вид КІФ як ІСІ (диверсифікований чи недиверсифікований); спільну діяльність як виключну діяльність КІФ; встановлені законом обмеження щодо діяльності КІФ; акції КІФ (прості іменні); розмір початкового статутного фонду КІФ та кількість акцій, що відповідає його розміру; вимоги до регламенту КІФ;

регламент КІФ, в якому визначається: умови заміни компанії з управління активами або зберігача, порядок визначення чистих активів ІФ та ціни розміщення (викупу) акцій, розмір винагороди компанії з управління активами ІФ, порядок розподілу прибутку КІФ, порядок викупу КІФ своїх акцій на вимогу інвесторів, напрямки інвестицій, мінімальна вартість договорів (угод) щодо активів КІФ, що затверджуються спостережною радою ІФ;

наявність статутного фонду, початковий розмір якого не може бути меншим розміру, встановленого законодавством для відкритих акціонерних товариств (сума, еквівалентна 1250 розмірам мінімальної заробітної плати на момент створення АТ), а також відповідати вимогам закону щодо виду майнових цінностей, за рахунок яких він формується (грошові кошти, державні цінні папери, цінні папери інших емітентів, що допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі, та об'єктів нерухомості, необхідних для забезпечення статутної діяльності); встановлення спеціальної вимоги до активів діючого КІФ — 70 % і більше середньорічної вартості його активів мають бути вкладені у цінні папери; управління активами КІФ на підставі відповідного договору здійснює компанія з управління активами;

управління активами КІФ здійснює на підставі відповідного строкового (не більше 3-х років) договору компанія з управління активами КІФ, вимоги до якої (включаючи ліцензування та обмеження її діяльності) визначаються ст. 29-33;

Акції КІФ:

вид: *прості іменні*;

порядок розміщення: відкрита підписка відповідно до вимог, встановлених ДКЦПФР;

особливий порядок реєстрації випуску акцій, що регулюється двома документами: Положенням про порядок реєстрації акцій КІФ з метою здійснення спільного інвестування при їх розміщенні шляхом прилюдної пропозиції (затверджено рішенням ДКЦПФР № 7 від 08.01.2002 р.) і Положенням про порядок реєстрації акцій К (венчурного) інвестиційного фон-

ду з метою здійснення спільного інвестування при їх приватному розміщенні (затверджено рішенням ДКЦПФР № 8 від 08.01.2002 р.);

обмеження діяльності КІФ: 1) емітувати та розміщувати цінні папери, крім акцій (при цьому акції мають бути простими іменними з особливим режимом емісії та обігу — ст. 38-48 Закону); 2) залучати позики або кредити у розмірі понад 10 % активів КІФ; 3) надавати активи під заставу в інтересах третіх осіб; 4) розміщувати акції за ціною, нижчою від номінальної вартості; 5) розміщувати акції понад проголошену кількість; 6) створювати будь-які спеціальні або резервні фонди; 7) відмовитися від викупу власних акцій з підстав, не визначених в законі або нормативно-правових актах ДКЦПФР);

органи управління:

А) загальні збори акціонерів — вищий орган КІФ:

компетенція: крім питань, встановлених законодавством з питань діяльності акціонерних товариств: а) затвердження укладених договорів з компанією з управління активами та зберігачем; б) затвердження рішень про розірвання договорів з компанією з управління активами та зберігачем; в) затвердження змін до регламенту фонду;

порядок прийняття рішень — більшістю голосів (простою, а визначених законом випадках — кваліфікованою); можливість прийняття рішення з питань, що належать до компетенції загальних зборів акціонерів КІФ, шляхом опитування — випадках, передбачених статутом КІФ, відповідно до встановленого ДКЦПФР порядку;

право участі в загальних зборах акціонерів КІФ належить: 1) акціонерам КІФ — з правом голосувати за прийняття рішень загальними зборами; 2) представники компанії з управління активами, реєстратора, зберігача та незалежного оцінювача майна корпоративного інвестиційного фонду — з правом дорадчого голосу.

порядок скликання загальних зборів акціонерів КІФ — відповідно до законодавства про акціонерні товариства з урахуванням особливостей, встановлених спеціальним законом щодо порядку та підстав скликання позачергових зборів (на вимогу спостережної/наглядової ради, компанії з управління активами або зберігача у разі: неплатоспроможності КІФ; зменшення вартості чистих активів більш як на 25 відсотків порівняно з останньою оцінкою — для фондів закритого або інтервального типу; зменшення вартості чистих активів більш як на 15 відсотків за семиденний строк — для корпоративних інвестиційних фондів відкритого типу; зменшення вартості чистих активів нижче їх номінальної вартості; необхідності затвердження рішення про укладення або розірвання договору з компанією з управління активами, зберігачем; необхідності обрання нових членів спостережної (наглядової) ради; наявності обставин, визначених у статуті корпоративного інвестиційного фонду;

Б) спостережна (наглядова) рада/СР КІФ:

порядок формування: обирається загальними зборами акціонерів КІФ;

функції: нагляд за діяльністю компанії з управління активами здійснює на підставі статуту корпоративного інвестиційного фонду спостережна (наглядова) рада;

форма роботи: засідання; періодичність — не рідше одного разу в квартал (строки проведення засідань визначаються в статуті КІФ); вважаються правомочними у разі участі в голозуванні не менш як двох третин складу ради;

порядок прийняття рішень: простою більшістю голосів;

вимоги до складу СР: не можуть бути членами СР представники (а) компанії з управління активами, (б) торговців цінними паперами, які обслуговують корпоративний інвестиційний фонд, (в) зберігача, (г) реєстратора, (д) аудитора (аудиторської фірми), (е) незалежного оцінювача майна корпоративного інвестиційного фонду, (є) пов'язаних з ними (усіма переліченими) осіб;

компетенція СР: 1) скликання загальних зборів акціонерів, підготовка порядку денного та визначення дати проведення загальних зборів, дати складання списку осіб, які мають право брати участь у загальних зборах, та інші питання, пов'язані з організацією проведення загальних зборів; 2) обрання голови спостережної (наглядової) ради (президента КІФ) та його заступника; 3) підготовка для затвердження загальними зборами проекту рішення загальних зборів акціонерів про розмір дивідендів та порядок їх виплати (для закритих корпоративних інвестиційних фондів); 4) укладення та розірвання договорів з компанією з управління активами, зберігачем, затвердження договорів з реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна; прийняття змін до проспекту емісії акцій корпоративного інвестиційного фонду; 5) затвердження договорів щодо активів ІСІ, укладених компанією з управління активами, на суму, яка перевищує встановлену регламентом корпоративного інве-

стіційного фонду мінімальну вартість; 6) забезпечення контролю за належним виконанням умов договорів з компанією з управління активами фонду, зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем його майна.

припинення КІФ:

форми припинення: шляхом реорганізації (злиття, приєднання, поділу, виділення, перетворення) або ліквідації з дотриманням вимог антимонопольного законодавства;

підстави припинення:

1) відповідно до законодавства з питань діяльності акціонерних товариств, з урахуванням особливостей щодо КІФ;

2) відповідно до ст. 20 спеціального закону — у разі якщо: а) внаслідок викупу акцій корпоративним інвестиційним фондом вартість його активів стала меншою, ніж початковий розмір статутного фонду (капіталу); б) спостережною (наглядовою) радою корпоративного інвестиційного фонду у тримісячний строк з дня реєстрації його в реєстрі ІСІ не були укладені договори з компанією з управління активами або зберігачем; крім того, за ініціативою ДКЦПФР в судовому порядку КІФ може бути ліквідований у разі, якщо: в) КІФ провадить свою діяльність без реєстрації в реєстрі ІСІ; г) КІФ провадить діяльність, заборонену законом;

правові наслідки прийняття рішення про ліквідацію: з моменту прийняття рішення про ліквідацію КІФ йому забороняється розміщувати та викуповувати свої акції; формується ліквідаційна комісія, яка має затвердити ліквідаційний баланс;

склад ліквідаційної комісії КІФ: представники ДКЦПФР (в обов'язковому порядку), представники компанії з управління активами та зберігача (за ініціативою органу, що прийняв рішення про ліквідацію);

порядок розподілу активів КІФ у разі його ліквідації: 1) після затвердження ліквідаційного балансу активи КІФ у строк, що встановлюється ДКЦПФР (але не більший як шість місяців) підлягають продажу за грошові кошти; 2) кошти, отримані від реалізації активів КІФ, *в першу чергу* розподіляються між акціонерами, які не є засновниками фонду, пропорційно кількості акцій, що їм належать, у встановленому ДКЦПФР порядку (у разі недостатності коштів для викупу акцій за вартістю чистих активів корпоративного інвестиційного фонду в акціонерів, які не є засновниками фонду, різниця відшкодовується за рахунок частини коштів, що належить засновникам); у *другу чергу* вносяться обов'язкові платежі до Державного бюджету України; після чого задовольняються вимоги кредиторів КІФ;

подання ліквідаційною комісією до ДКЦПФР звіту про результати ліквідації, який є підставою для вилучення фонду з реєстру ІСІ;

вилучення КІФ з реєстру ІСІ, після чого він вважається ліквідованим.

Пайовий інвестиційний фонд (ПІФ) має свої характерні ознаки:

відсутність прав юридичної особи;

мета створення — акумулювання коштів інвесторів з метою їх спільного інвестування із застосуванням, як правило, корпоративної форми (шляхом вкладення коштів в статутні фонди інших акціонерних товариств) в поєднанні з корпоративною формою;

► *порядок створення:*

Ініціатор створення — компанія з управління активами;

дії компанії з управління активами прийняття щодо створення ПІФ:

прийняття рішення про створення ПІФ;

розроблення та реєстрація в ДКЦПФР регламенту інвестиційного фонду,

укладення договорів з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна;

реєстрація ПІФ у реєстрі ІСІ, що ведеться ДКЦПФР; з дня його реєстрації у реєстрі ІСІ пайовий інвестиційний фонд вважається створеним;

організація відкритої підписки на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення; відкрита підписка на інвестиційні сертифікати здійснюється відповідно до встановленого ДКЦПФР спеціального порядку (строк відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується); приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється у порядку, встановленому компанією з управління активами;

► *майнова база ПІФ:*

джерела формування — кошти інвесторів, отримані від розміщення сертифікатів ПІФ; інвестиційний дохід (прибуток від інвестування коштів ПІФ);

правовий титул майна — право спільної часткової власності активи, що належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності;

вимоги до обсягу активів пайового інвестиційного фонду — не менше розміру початкового статутного фонду (капіталу) корпоративного інвестиційного фонду (застосовуються не раніше ніж через шість місяців з дня його реєстрації у реєстрі ІСІ);

управління активами ПФ та їх облік здійснює компанія з управління активами, яка ініціювала створення ПФ та забезпечила необхідні для цього організаційні заходи;

▶ *правові документи, на підстав яких діє ПФ, здійснюючи спільне інвестування* (в усіх документах ПФ обов'язково зазначаються у його назві слова «пайовий інвестиційний фонд», тип і вид фонду);

Регламент ПФ — визначає особливості його і повинен містити відомості про: а) порядок утворення, склад, компетенцію та порядок здійснення діяльності спостережної (наглядової) ради; б) порядок визначення вартості чистих активів та ціни розміщення (викупу) інвестиційних сертифікатів; в) порядок визначення розміру винагороди та покриття витрат, пов'язаних з діяльністю фонду, що можуть бути сплачені компанії з управління активами; г) порядок розподілу прибутку пайового інвестиційного фонду; д) порядок та строки викупу інвестиційних сертифікатів компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду на вимогу інвесторів; е) напрями інвестицій (інвестиційна декларація).

Інвестиційна декларація ПФ — документ, що є складовою частиною регламенту ПФ, в якому визначаються основні напрями та обмеження інвестиційної діяльності ПФ (має відповідати загальним вимогам до інвестиційної декларації ІСІ);

проспект емісії інвестиційних сертифікатів — привітна або приватна пропозиція (оферта) з умовами договору про приєднання до пайового інвестиційного фонду;

договори про приєднання до пайового інвестиційного фонду, що укладаються компанією з управління активами з інвесторами, які прийняли пропозицію придбати інвестиційні сертифікати ПФ на визначених в проспекті емісії умовах;

▶ *участь у пайовому інвестиційному фонді:*

учасник ПФ — інвестор, який придбав інвестиційний сертифікат цього фонду (проте учасниками пайового недиверсифікованого інвестиційного фонду не можуть бути фізичні особи);

частка учасника ПФ засвідчується інвестиційним сертифікатом;

інвестори (учасники) ПФ не мають права втручати у діяльність компанії з управління активами, крім визначених законом випадків;

▶ *ведення справ ПФ* (в т.ч. управління його активами):

компанія з управління активами:

здійснює: а) управління активами ПФ; б) веде облік результатів діяльності з управління активами ПФ окремо від обліку результатів її господарської діяльності та обліку результатів діяльності інших ІСІ, активи яких перебувають в її управлінні; в) укладає договори за рахунок активів пайового інвестиційного фонду, компанія з управління активами діє від свого імені, про що вона обов'язково повідомляє третіх осіб. г) є розпорядником нерухомого майна, що становить активи ПФ (таке майно реєструється в установленому порядку на ім'я компанії);

заміна компанії з управління активами може здійснюватися: а) в установленому ДКЦПФ порядку (б) за наявності передбачених законом підстав, а саме, в разі: 1) якщо протягом року вартість чистих активів пайового інвестиційного фонду в розрахунку на один інвестиційний сертифікат зменшилася більше ніж на 30 відсотків; 2) якщо протягом року вартість чистих активів пайового інвестиційного фонду у розрахунку на один інвестиційний сертифікат зменшилася від його номінальної вартості більше ніж на 20 відсотків; 3) прийняття компанією з управління активами рішення про відмову від діяльності з управління активами створеного нею пайового інвестиційного фонду; 4) анулювання Комісією виданої компанії з управління активами ліцензії на провадження діяльності з управління активами ІСІ; 5) ліквідації компанії з управління активами;

спостережна (наглядова) рада (СР) — може створюватися інвесторами ПФ, кошти спільного інвестування якого залучені шляхом приватного розміщення інвестиційних сертифікатів;

утворюється з числа інвесторів за умови придбання ним установленної регламентом мінімальної кількості інвестиційних сертифікатів;

форми участі в СР її членів — особисто інвестором або призначеним ним представником;

функції СР: здійснення нагляду за виконанням інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів, проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду.

форма роботи СР — засідання, які вважаються правомочними у разі участі в в засіданні (і відповідно — голосуванні) не менш як двох третин складу СР; рішення СР приймаються простою більшістю голосів і

компетенції СР: обрання голови спостережної (наглядової) ради; затвердження рішення про розірвання договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна; затвердження змін до регламенту фонду.

► цінні папери ПФФ:

вид цінного паперу — *інвестиційний сертифікат* (засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді);

емітент інвестиційних сертифікатів ПФФ — *компанія з управління активами* цього фонду;

форми розміщення: а) шляхом відкритого продажу або б) приватного розміщення;

порядок розміщення та обігу інвестиційних сертифікатів ПФФ встановлюється Законом та нормативно-правовими актами ДКЦПФР;

особливості правового режиму інвестиційних сертифікатів ПФФ: дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційного фонду не нараховуються і не сплачуються.

► ліквідація пайового інвестиційного фонду:

підстава — рішення ДКЦПФР, яке приймається у разі: 1) винесення Комісією рішення про неможливість заміни компанії з управління активами відповідно до вимог закону; 2) анулювання ліцензії, виданої зберігачу пайового інвестиційного фонду на провадження депозитарної діяльності, та неукладення компанією з управління активами протягом 30 календарних днів договору з іншим зберігачем; 3) закінчення строку, на який був створений закритий пайовий інвестиційний фонд; 4) анулювання ліцензії компанії з управління активами у разі, якщо сукупність активів та зобов'язань, що становлять пайовий інвестиційний фонд, не передано іншій компанії з управління активами;

правові наслідки: з моменту прийняття ДКЦПФР рішення про ліквідацію інвестиційного фонду розміщення та викуп інвестиційних сертифікатів припиняється;

складання ліквідаційного балансу;

реалізація компанією з управління активами (в передбачені ДКЦПФР строки) *активів ПФФ* за грошові кошти;

розподіл коштів, отриманих від реалізації активів ПФФ, відповідно до встановленої законом черговості, а саме: у *першу чергу* — здійснюються виплати учасникам, що подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту прийняття рішення про ліквідацію пайового інвестиційного фонду; у *другу чергу* — вносяться обов'язкові платежі до Державного бюджету України; у *третю чергу* — здійснюються виплати кредиторам компанії з управління активами пайового інвестиційного фонду по погашенню заборгованості, яка виникла у зв'язку з діяльністю пайового інвестиційного фонду, що ліквідується; у *четверту чергу* — здійснюються виплати іншим учасникам пайового інвестиційного фонду; при цьому розподіл грошових коштів здійснюється після повного задоволення вимог попередньої черги;

подання компанією з управління активами (після закінчення розрахунків) ДКЦПФР звіту про результати ліквідації;

виключення ПФФ (на підставі поданого звіту про результати його ліквідації) з реєстру ІСІ, що ведеться ДКЦПФР.

Для корпоративних інвестиційних фондів притаманна особливість процедури банкрутства як професійних учасників ринку цінних паперів, що передбачено ст. 46 Закону України від 14.05.1992 р. «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом», про що свідчить нижченаведена схема.

2.3. Правові механізми захисту інтересів інвесторів як споживачів інвестиційних послуг

Правові механізми захисту інтересів інвесторів як споживачів інвестиційних послуг відповідно до права ЄС:

забезпечення професійності надання інвестиційних послуг шляхом їх ліцензування (і відповідно — встановлення для них ліцензійних умов: щодо розміру капіталу, підтримання його

на відповідному рівні, щодо організаційної структури та органів керівництва тощо) та добросовісними поведінки інвестиційних фірм шляхом встановлення вимог до їх керівників та учасників з істотною участю;

запровадження схем гарантій захисту інвесторів;

забезпечення прозорості ринку інвестиційних послуг і відповідно — оприлюднення інвестиційними фірмами необхідної (важливої) для роздрібних інвесторів інформації;

забезпечення нагляду за ринком інвестиційних послуг з боку компетентних органів держав—членів ЄС та Євросоюзу з метою попередження зловживань на цьому ринку, виявлення порушень та застосування до порушників відповідних заходів впливу та ін.

Правові механізми захисту інтересів інвесторів як споживачів інвестиційних послуг за українським законодавством.

Українська держава гарантує захист інвестицій (майнових прав інвестора) незалежно від форм власності і джерел інвестування, включаючи й іноземні інвестиції. Усім інвесторам (в т. ч. іноземним) забезпечується рівноправний режим, що виключає застосування заходів дискримінаційного характеру, які могли б перешкоджати управлінню інвестиціями, їх використанню та ліквідації. Це ключова гарантія для інвесторів, що збігається з відповідною гарантією для підприємців (ч. 1 ст. 47 Господарського кодексу України). Крім того, встановлюються ще такі гарантії захисту прав та законних інтересів інвесторів:

гарантії від зміни законодавства: передбачають *стабільність* (а) самих державних гарантій захисту інвестицій (ч. 1 ст. 19 Закону «Про інвестиційну діяльність» (далі — Закон «ІД»)) містить норму про неможливість скасування та звуження гарантій протягом періоду здійснення інвестицій); (б) умов укладених між суб'єктами інвестиційної діяльності договорів, на весь строк дії цих договорів, в т. ч. й у випадках, коли після їх укладення законодавством (крім податкового, митного та валютного законодавства, а також законодавства з питань ліцензування певних видів господарської діяльності) встановлено умови, що погіршують становище суб'єктів або обмежують їх права (якщо сторони не дійшли згоди про зміну умов договору); проте винятки передбачаються законодавством про спеціальні (вільні) економічні зони (СЕЗ) та території пріоритетного розвитку (ТПР): у разі зміни законодавства України з питань оподаткування та митного регулювання до суб'єктів СЕЗ та ТПР їх вимоги протягом періоду функціонування СЕЗ або ТПР застосовуються особливості оподаткування та митного регулювання, передбачені відповідним законом на день їх реєстрації як суб'єктів СЕЗ або ТЕР¹¹³;

гарантії від примусових вилучень: згідно з ч. 2 ст. 19 Закону «Про інвестиційну діяльність» і ст. 9 Закону «Про режим іноземного інвестування» інвестиції не можуть бути безоплатно націоналізовані, реквізовані, до них також не можуть застосовуватися заходи, тождіжні за наслідками; такі заходи можуть застосовуватися лише на основі законодавчих актів України з відшкодуванням інвестору в повному обсязі збитків, заподіяних у зв'язку з припиненням інвестиційної діяльності;

гарантія права інвестора вільного вибору об'єктів інвестування, крім передбачених законом випадків (абз. 2 ч. 2 ст. 18 Закону «Про інвестиційну діяльність»); *гарантії від*

незаконних дій державних органів та посадових осіб: державним органам та їх посадовим особам забороняється поза межами їх компетенції втручатися в інвестиційну діяльність (ч. 2 ст. 18 Закону «Про інвестиційну діяльність» і ст. 9 Закону «Про режим іноземного інвестування»);

гарантії відшкодування збитків інвесторам: у разі порушення державними органами прав інвесторів, завдані цим збитки підлягають відшкодуванню у повному обсязі названими органами (ч. 2 ст. 18 Закону «Про інвестиційну діяльність», ст. 10 Закону «Про режим іноземного інвестування»); крім того, зазначена гарантія передбачає відшкодування інвестору шкоди, заподіяної іншими особами, в т. ч. учасниками інвестування; ця гарантія є універсальною для учасників будь-яких правовідносин, включаючи господарські (ст. ГК), цивільні (ст. ЦК та ін.);

гарантії у разі припинення інвестиційної діяльності: передбачають: а) заборона примусового припинення або зупинення інвестиційної діяльності, крім визначених законом випадків і причин; б) гарантування інвестору: права приймати рішення про припинення інвестицій (з відшкодуванням іншим учасникам інвестування понесених в результаті цього втрат/

¹¹³ Див., наприклад: ч. 4 ст. 2 Закону України від 23.07.2000 р. «Про спеціальну (вільну) економічну зону «Порто-Франко» на території Одеського морського торговельного порту» // ВВР України. — 2000. — № 26. — Ст. 208.

збитків); права на повернення вкладених коштів і отриманого від цього прибутку передбаченими законом способами, а щодо іноземних інвестицій — закріплення за іноземним інвестором права на повернення не пізніше шести місяців з дня припинення цієї діяльності своїх інвестицій у натуральній формі або у валюті іноземного інвестування в сумі фактичного внеску, але з урахуванням можливого зменшення статутного фонду) без сплати мита, а також доходів з цих інвестицій у грошовій чи товарній формі за реальною ринковою вартістю на момент припинення інвестицій (ст. 21 Закону «Про інвестиційну діяльність», ст. 11 Закону «Про режим іноземного інвестування»);

гарантії використання доходів, прибутків та інших сум, отриманих в результаті інвестування. Інвесторам гарантується право вільного використання отриманих від інвестування прибутків (доходів) після сплати передбачених законодавством податків та інших обов'язкових платежів, в т. ч. іноземним інвесторам — право безперешкодного і негайного переказу за кордон сум отриманого прибутку (після сплати податків та інших обов'язкових платежів) та інших коштів в іноземній валюті, якщо вони одержані на законних підставах;

гарантії судового захисту прав та законних інтересів інвесторів у разі їх порушення будь-якою особою. Пов'язані з інвестуванням спори, в т. ч. спори між іноземними інвесторами і державою з питань державного регулювання іноземних інвестицій, розглядаються в судах України (судом або третейським судом); спори за участю іноземних інвесторів (іноземного інвестора) розглядаються за домовленістю сторін в судах України або в третейських судах, розташованих в Україні чи за кордоном, в т. ч. в Міжнародному центрі про регулювання інвестиційних спорів, про що свідчить низка постанов Кабінету Міністрів України (від 07.05.1998 р. № 631; від 24.05.1999 р. № 882; від 13.09.2003 р. № 1166 та ін.) про фінансування витрат, пов'язаних з розглядом інвестиційного спорів в цьому центрі.

Важливими (хоча і не віддзеркаленими належним чином у законодавстві та спеціальній літературі) є гарантії щодо:

а) адекватності правового регулювання стану інвестиційних відносин в країні та збалансованого врахування в них публічних і приватних інтересів учасників (безпосередніх та опосередкованих) інвестування;

б) публічності та загальнодоступності інформації про діяльність органів виконавчої влади при здійсненні ними регуляторних функцій, що, своєю чергою, дозволяє інвесторам та іншим учасникам інвестиційних відносин реалізувати передбачені законом гарантії *від незаконних дій державних органів та їх посадових осіб*, а також *визначати привабливі для них об'єкти інвестування, брати участь в конкурсах на визначення виконавців в реалізації пріоритетних інвестиційних (інноваційних) проектів і відповідно — отримувати фінансову підтримку з боку держави чи органу місцевого самоврядування*.

Підставою для виділення таких гарантії є положення Закону України від 11.09.2003 р. «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» щодо *принципів державної регуляторної політики* (адекватність, ефективність, збалансованість, передбачуваність, прозорість та врахування громадської думки), *основних етапів та елементів державної регуляторної політики* (підготовка аналізу регуляторного впливу; планування діяльності з підготовки проектів регуляторних актів; оприлюднення проектів регуляторних актів; їх відкриті обговорення; відстеження результативності регуляторних актів; перегляд регуляторних актів; систематизація регуляторних актів; оприлюднення інформації про здійснення регуляторної діяльності), *основних засад її здійснення* (єдиний підхід до підготовки аналізу регуляторного впливу та до здійснення відстежень результативності регуляторних актів; недопущення прийняття регуляторних актів у спосіб, які є непослідовними або не узгоджуються чи дублюють чинні регуляторні акти; викладення положень регуляторного акта у спосіб, який є доступним та однозначним до розуміння особами, які повинні впроваджувати або виконувати вимоги цього регулятивного акту) та ін.

Однією з важливих гарантії для інвесторів як споживачів інвестиційних (фінансових) послуг є *гарантії щодо їх поінформованості* про:

встановлені на ринку цих послуг правила (тобто про нормативно-правове регулювання інвестиційних відносин);

господарські організації, які надають зазначені послуги, в т. ч. їх організаційно-правової форми, розміру статутного капіталу, фінансового становища, посадових осіб та учасників, які мають істотну участь у статутному капіталі і відповідно — мають реальні можливості впливати на інвестиційні фірми, в т.ч. використовувати їх у власних інтересах, що можуть не відповідати інтересам інвесторів як споживачів інвестиційної фірми;

умов договорів щодо надання інвестиційних послуг та порядку їх виконання.

Важливою у відношенні забезпечення інвесторів як споживачів інвестиційних (фінансових) послуг необхідною для прийняття інвестиційного рішення є Постанова Кабінету Міністрів України від 11.02.2004 р. № 150 «Про офіційне оприлюднення регуляторних актів, прийнятих місцевими органами виконавчої влади, територіальними органами центральних органів виконавчої влади та їх посадовими особами, і внесення змін до Порядку оприлюднення у мережі Інтернет інформації про діяльність органів виконавчої влади» (прийнята з метою реалізації положень статей 12-14 Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності»), яка передбачає:

(1) обов'язковість оприлюднення регуляторних актів, прийнятих Радою міністрів Автономної Республіки Крим, обласними, Київською та Севастопольською міськими, районними, районними у містах Києві та Севастополі державними адміністраціями, а також територіальними органами центральних органів виконавчої влади в Автономній Республіці Крим, областях, мм. Києві та Севастополі, районах, районах у мм. Києві та Севастополі та їх посадовими особами, та

(2) форми оприлюднення таких регуляторних актів: в офіційних друкованих виданнях або друкованих засобах масової інформації відповідно Ради міністрів Автономної Республіки Крим, обласних, Київської та Севастопольської міських, районних, районних у мм. Києві та Севастополі державних адміністрацій, та в мережі Інтернет.

Більш ґрунтовно визначається Порядок оприлюднення у мережі Інтернет інформації про діяльність органів виконавчої влади (затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 04.01.2002 р. № 3), в т. ч.:

мета оприлюднення у мережі Інтернет такої інформації — підвищення ефективності та прозорості діяльності органів виконавчої влади шляхом впровадження та використання сучасних інформаційних технологій для надання інформаційних та інших послуг громадськості, забезпечення її впливу на процеси, що відбуваються у державі.

форми (шляхи) оприлюднення у мережі Інтернет зазначеної інформації:

розміщення і періодичного оновлення міністерствами, іншими центральними та місцевими органами виконавчої влади інформації на власних веб-сайтах;

створення Єдиного веб-порталу Кабінету Міністрів України (Веб-портал), призначеного для інтеграції веб-сайтів органів виконавчої влади та розміщення інформаційних ресурсів відповідно до потреб громадян;

покладення функцій координації робіт із створення Веб-порталу, його інформаційного наповнення, технічної підтримки, супроводження та встановлення регламенту і стандартів обміну інформацією між його складовими частинами на *Секретаріат Кабінету Міністрів України*;

загальні засади захисту від *несанкціонованої модифікації* щодо інформації, яка розміщується на веб-сайтах органів виконавчої влади та Веб-порталі:

обов'язковість такого захисту;

здійснення самостійно органами виконавчої влади (центрального та місцевого) інформаційного наповнення, захисту інформації від несанкціонованої модифікації та технічного забезпечення функціонування веб-сайтів цих органів як складових частин Веб-порталу;

спеціально уповноважений орган, що здійснює контроль за дотриманням вимог щодо захисту інформації, доступної через Веб-портал, — Департамент спеціальних телекомунікаційних систем та захисту інформації СБУ;

— обов'язковість розміщення адреси електронної пошти структурного підрозділу, відповідального за приймання і реєстрацію вхідної кореспонденції, а також надання можливості добровільної реєстрації відвідувачів для забезпечення ведення статистики відвідувань та підтримки функції зворотного зв'язку;

вимоги до інформації, що розміщується на Веб-порталі та веб-сайті органу виконавчої влади: **(I) мови** (а) обов'язково — державна (українська) та англійською; (б) у разі потреби — інші; **(II) неприпустимість** розміщення на веб-сайті інформації, розповсюдження чи оприлюднення якої заборонено законодавством; **(III)** на початку головної сторінки веб-сайту органу виконавчої влади розміщується зображення Державного Герба України; на головній сторінці веб-сайту органу виконавчої влади розміщується адреса Веб-порталу;

зміст та характер інформації, що розміщується на веб-сайті органу виконавчої влади:

A) для міністерства, іншого центрального органу виконавчої влади: найменування органу; основні завдання та нормативно-правові засади діяльності; структура та керівництво органу; прізвища, імена та по батькові керівників; місцезнаходження апарату, урядових органів дер-

жавного управління, утворених у його складі, територіальних органів та відповідних структурних підрозділів місцевих держадміністрацій (поштові адреси, номери телефонів, факсів, адреси веб-сайтів та електронної пошти); основні функції структурних підрозділів, а також прізвища, імена, по батькові, номери телефонів, адреси електронної пошти їх керівників; нормативно-правові акти з питань, що належать до компетенції органу; плани підготовки органом проєктів регуляторних актів та зміни до них; повідомлення про оприлюднення проєктів регуляторних актів, проєкти цих актів і аналіз їх регуляторного впливу; звіти про відстеження результативності прийнятих органом регуляторних актів; відомості про регуляторну діяльність органу; порядок реєстрації, ліцензування окремих видів діяльності у відповідній сфері (зразки документів, розрахункові рахунки для внесення необхідних платежів, розмір цих платежів тощо); зразки документів та інших матеріалів, необхідних для звернення громадян до органу; розпорядок роботи органу та час прийому керівництва; підприємства, установи та організації, що належать до сфери управління органу; цільові програми у відповідній сфері; відомості про проведення закупівлі товарів (робіт, послуг) за державні кошти; державні інформаційні ресурси з питань, що належать до компетенції органу; поточні та заплановані заходи і події у відповідній сфері; відомості про наявні вакансії;

Б) для Ради міністрів Автономної Республіки Крим, обласної, Київської та Севастопольської міської держадміністрації: найменування органу; основні завдання та нормативно-правові засади діяльності; структура та керівництво органу; прізвища, імена та по батькові керівників; місцезнаходження органу, його управлінь, відділів та інших структурних підрозділів, міністерств і комітетів Автономної Республіки Крим (поштові адреси, номери телефонів, факсів, адреси електронної пошти та веб-сайтів районних, районних у містах Києві та Севастополі держадміністрацій); основні функції структурних підрозділів, а також прізвища, імена, по батькові, номери телефонів, адреси електронної пошти їх керівників; нормативно-правові акти з питань, що належать до компетенції органу; плани підготовки органом проєктів регуляторних актів та зміни до них; повідомлення про оприлюднення проєктів регуляторних актів, проєкти цих актів і аналіз їх регуляторного впливу; звіти про відстеження результативності прийнятих органом регуляторних актів; відомості про регуляторну діяльність органу; порядок реєстрації, ліцензування окремих видів діяльності у відповідній сфері (зразки документів, розрахункові рахунки для сплати необхідних платежів, розмір цих платежів тощо); зразки документів та інших матеріалів, необхідних для звернення громадян до органу; розпорядок роботи органу та часи прийому керівництва; виконання бюджету відповідного рівня; показники розрахунків за енергоносії; відомості про сплату місцевих податків і зборів, комунальних платежів, у тому числі тарифи та пільги окремим групам платників, розрахунки юридичних і фізичних осіб з бюджетом відповідного рівня; установи і заклади соціальної сфери; підприємства, установи та організації, що належать до сфери управління органу; цільові програми у відповідній сфері; відомості про проведення закупівлі товарів (робіт, послуг) за державні кошти; поточні та заплановані заходи і події у відповідній сфері; відомості про наявні вакансії; перелік комунальних підприємств, правоохоронних органів, лікувальних, оздоровчих, дошкільних та загальноосвітніх навчальних закладів, які знаходяться на території відповідної адміністративно-територіальної одиниці, із зазначенням адреси, номерів телефонів, розпорядку роботи; порядок оскарження рішень, прийнятих органом відповідного рівня; державні інформаційні ресурси з питань, що належать до компетенції органу;

В) Рада міністрів Автономної Республіки Крим, обласні, Київська та Севастопольська міські держадміністрації додатково розміщують інформацію про районні, районні у містах Києві та Севастополі держадміністрації, а саме: найменування органу; основні функції та нормативно-правові засади діяльності; структура та керівництво органу; місцезнаходження органу і підпорядкованих йому управлінь, відділів та інших структурних підрозділів (поштові адреси, номери телефонів, факсів); основні завдання структурних підрозділів органу, а також прізвища, імена, по батькові, номери телефонів, адреси електронної пошти їх керівників; нормативно-правові акти з питань, що належать до компетенції органу; плани підготовки органом проєктів регуляторних актів та зміни до них; повідомлення про оприлюднення проєктів регуляторних актів, проєкти цих актів і аналіз їх регуляторного впливу; звіти про відстеження результативності прийнятих органом регуляторних актів; відомості про регуляторну діяльність органу; порядок реєстрації, ліцензування окремих видів діяльності у відповідній сфері, зразки документів та інших матеріалів, необхідних для реєстрації та отримання відповідної ліцензії (розрахункові рахунки для внесення платежів, розмір цих платежів тощо); розпорядок роботи

керівництва і працівників органу; відомості про виконання бюджету відповідного рівня; показники виплати заробітної плати, грошового забезпечення, пенсій, стипендій та інших соціальних виплат; показники розрахунків за енергоносії; відомості про сплату місцевих податків і зборів, комунальних платежів, у тому числі діючі тарифи та пільги окремим групам платників, розрахунки юридичних і фізичних осіб з бюджетом відповідного рівня; установи і заклади соціальної сфери; відомості про проведення закупівлі товарів (робіт, послуг) за державні кошти; перелік комунальних підприємств, правоохоронних органів, лікувальних, оздоровчих установ, дошкільних та загальноосвітніх навчальних закладів, які знаходяться на території відповідної адміністративно-територіальної одиниці із зазначенням адреси, номерів телефонів, розпорядку роботи;

Г) на веб-сайті Ради міністрів Автономної Республіки Крим, обласних, Київської та Севастопольської міських держадміністрацій розміщується інформація про територію відповідної адміністративно-територіальної одиниці: сучасна територія та історія регіону, адміністративно-територіальний устрій, міста регіону; загальний огляд економіки, опис природних ресурсів, відомості про транспортну інфраструктуру, засоби комунікації, промисловість, сільське господарство, створення привабливих інвестиційних умов у регіоні, вільні економічні зони, розвиток туризму тощо; відомості про розвиток науки і освіти (перелік навчальних закладів і наукових установ, закладів культури і мистецтва), посилання на інші інтернет-ресурси регіону.

Доступність отримання такої широкої інформації забезпечує так звану *прозорість* діяльності органів виконавчої влади і можливість реалізації інвесторами та іншими учасниками інвестиційних відносин своїх прав та законних інтересів з врахуванням відповідної категорії публічних інтересів (держави, певного регіону чи територіальної громади).

3. ПРОСПЕКТ ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Право Європейського Союзу, яке регулює фондові ринки, ставить собі за мету інтегрований фондовий ринок Співтовариства, що базується на чотирьох свободах, записаних у Договорі про заснування Європейського Союзу. Хоча зараз уже з увелення можна говорити про те, що вищезазначена галузь права існує, проте цій частині *acquis communautaire* ще досить далеко до повноцінної галузі права, яка є в таких країнах, як Сполучені Штати Америки та Об'єднане Королівство. У травні 1999 року Європейська Комісія опублікувала План Дій щодо фінансових послуг, в якому містилися основні напрямки її майбутньої політики в цій сфері, такі як: встановлення єдиного ринку гуртових фінансових послуг, розвиток роздрібних ринків та забезпечення і посилення правил щодо пруденційного нагляду.

У липні 2000 року був скликаний спеціальний Комітет Розумних Чоловіків (Wise Men Committee) на чолі з бароном Олександром Ламфалуссі для того, щоб підготувати звіт щодо стану справ на європейських фондових ринках і запропонувати вирішення проблем, які існують у цьому секторі. Комітет дійшов до висновку, що розвиток цих ринків струмується багатьма факторами, такими як, наприклад, відсутність основних найнеобхідніших норм¹¹⁴.

Таким чином, мабуть, не усіх здивує той факт, що історія регулювання надання потенційним інвесторам інформації емітентами цінних паперів у Європейському Союзі розпочалася досить несподівано. Справа у тому, що спочатку було прийнято ряд Директив¹¹⁵, які пізніше були консolidовані в одну Директиву Європейського Парламенту і Ради 2001/34/ЄС про допуск цінних паперів до лістингу на офіційній фондовій біржі і про інформацію, яка повинна бути опублікована щодо цих цінних паперів (Official Journal L 184, 6.7.2001, р. 1). При буквальному тлумаченні Директиви виходило, що публікувати проспект емісії повинні були лише ті емітенти, які мали на меті доступ до офіційного лістингу у державі—члені. Якщо ця транзакція здійснювалася в той самий час, що й публічна пропозиція цінних паперів (так, як зазвичай роблять емітенти), то не виникало жодних проблем. Але на практиці публічна пропозиція цих цінних паперів могла відбутися за декілька років до того, як компанія наважилася на одержання офіційного лістингу і торгівля цими цінними паперами могла не відбуватися взагалі або відбуватися на якомусь другорядному ринку¹¹⁶. Таким чином, у європейському законодавстві утворилася прогалина, адже підготовка та публікація проспекту емісії для публічної пропозиції не вимагалася¹¹⁷. Цю прогалину було заповнено Директивою Ради 89/298/ЄЕС про підготовку, розгляд та розповсюдження проспектів цінних паперів, щодо яких здійснюється публічна пропозиція. Відтак, емітенти повинні були публікувати проспекти під час публічної пропозиції цінних паперів, навіть якщо вони не планували здійснювати їх офіційний лістинг на той момент. Якщо ж емітент здійснював публічну пропозицію та отримував дозвіл для офіційного лістингу одночасно, то згідно зі статтею 7 Директиви 89/289/ЄЕС підготовка проспекту здійснювалася відповідно до вимог Директиви 2001/34/ЄС. Таким чином, у Європейському Союзі до недавнього часу діяло два режими, які стосувалися підготовки та публікації проспекту емісії: перший з них застосовувався, коли емітент мав намір отримати дозвіл для офіційного лістингу, а другий — коли емітент просто планував здійснити публічну пропозицію цінних паперів. Але не потрібно перебільшувати різницю між цими двома режимами, адже як перший, так і другий вимагали розкриття такої кількості інформації, якої б вистачило потенційному інвестору для прийняття обґрунтованого рішення¹¹⁸.

¹¹⁴ Beat D. Speck, Joseph Tanega. Private equity placements: comparing the laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part I // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2006. — 21 (4). — P. 232.

¹¹⁵ Council Directive 79/279/EEC on the admission of securities to listing, Council Directive 80/390/EEC on listing particulars and Council Directive 82/121/EEC on the continuing information obligations of listed companies.

¹¹⁶ Також, як Альтернативний Інвестиційний Ринок в Лондоні

¹¹⁷ Paul L. Davies. Principles of Modern Company Law. — London: Sweet & Maxwell, 2003. — P. 651.

¹¹⁸ Тут варто зауважити, що ця вимога не дуже сильно змінилася з 19-го століття. Так, наприклад, судді в Об'єднаному Королівстві також поділяли цю думку: «Ті, хто видають проспект, даючи надію громадськості щодо великих переваг, які дістануться тим, хто придбає цінні папери... і запрошуючи їх придбати цінні папери на засадах довіри до інформації, яка міститься в проспекті, зобов'язані надавати інформацію у проспекті з суворотою та скрупульозною акуратністю і не лише уникати від визначення чогось у якості факту, якщо воно таким не є, але також не уникати від зазначення будь-якого відомого їм факту, існування якого може в будь-якому ступені вплинути на природу, величину або якість привілей та переваг, які використовуються проспектом у якості заохочення придбати цінні папери»: per *Kindersley V.-C.* in *New Brunswick & Canada Co v Mugeridge* (1860) 1 Dr & Sm. 363 at 381.

28 серпня 2001 року було опубліковано чорновий варіант нової Директиви, яка є одним із ключових елементів Плану дій щодо фінансових послуг¹¹⁹. Ця Директива Європейського Парламенту і Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64), внесла дві фундаментальні зміни до існуючої системи. По-перше, вона встановила єдиний посилений режим розкриття інформації, і таким чином замінила відповідні вимоги Директиви 2001/34/ЄС і Директиви 89/298/ЄЕС. (Ці Директиви були імплементовані в різних державах—членах по-різному і мали порівняно невеликий успіх у досягненні взаємного визнання проспектів¹²⁰.) По-друге, вона запровадила режим «єдиного паспорту», який замінить систему взаємного визнання¹²¹. Крім того, велика кількість додаткових детальних технічних норм запроваджується Європейською Комісією, таких як специфічні методи та стандарти розкриття фінансової інформації, а також додаткові вимоги для компаній, які працюють у галузі нафто- та газовидобування. Запровадження нового регулятивного середовища є центральним елементом Плану дій ЄС з фінансових послуг (FSAP). Із набуттям чинності Директиви 2003/71/ЄС 31 грудня 2003 року у регуляторному режимі пропозиції та лістингу цінних паперів Європейського Союзу сталися фундаментальні зміни. У зв'язку з тим, що призначенням Директиви 2003/71/ЄС є створення єдиного європейського фондового ринку та уникнення тенденції зі сторони національних регуляторів створювати власні особливі стандарти публічних пропозицій та лістингу, вона була прийнята як «директива максимальної гармонізації». Це означає, що індивідуальні держави—члени практично не мають можливості змінити або послабити вимоги Директиви в процесі імплементації цього акту *acquis communautaire* в національне законодавство. Фактично, цей акт взагалі не потребує імплементації і нові правила були б обов'язковими з 31 грудня 2003 року, навіть якщо держава—член не прийняла б на їх основі власні правила¹²². У деяких випадках державам-членам дозволяється визначати додаткові стандарти для допуску цінних паперів до Офіційного Списку (як правило, це основна фондова біржа країни), тому регулятори використали це як нагоду застосувати суворіші стандарти допуску.

Директива 2003/71/ЄС доповнена новим режимом, який дозволяє приймати детальніші імплементаційні акти у пришвидшеному режимі, щоб встигати за змінами на ринку. Прикладом такого акту є Регламент Комісії № 809/2004 від 29 квітня 2004 року про інформацію, яка міститься у проспектах, їх формат та інкорпорацію за допомогою посилання, публікацію таких проспектів, а також розповсюдження реклами (Official Journal L 149, 30.4.2004, р. 1). Цей Регламент є результатом роботи Комітету Європейських Регуляторів фондових ринків, який згідно з новітньою процедурною нормою творення, запропонованою Комітетом Розумних Чоловіків, провів консультації з представниками ринку і підготував детальні технічні поради, які дозволили Комісії підготувати положення для імплементації Директиви у вигляді Регламенту 809/2004. Так, наприклад, Регламент запропонував імплементувати вимоги Директиви 2003/71/ЄС щодо форми та змісту проспектів шляхом формування проспектів з допомогою так званих «базових блоків», які змінюються, враховуючи різну структуру та риси різних типів цінних паперів та емітентів. Відтак, ідея полягає у тому, що емітент, який хоче підготувати проспект, повинен буде комбінувати різні блоки, враховуючи особливості, наприклад, чи цінні папери націлені на гуртовий, чи на роздрібний ринок; чи вони є забезпеченими, чи незабезпеченими тощо.

Основною метою прийняття Директиви 2003/71/ЄС було створення такого фондового ринку, який би вселяв довіру в потенційних інвесторів. Саме тому однією з найголовніших вимог даного акту є надання компаніями вичерпної інформації, яка б дозволила прийняти обгрунтоване рішення щодо потенційної інвестиції¹²³. Очевидним є той факт, що вимога подавати вичерпну інформацію у зв'язку з першим публічним випуском цінних паперів (IPO) є надто

¹¹⁹ [2001] OJ C 240 E/272.

¹²⁰ Rosali Pretorius, Jamile Ferreira. The implementation of the new Prospectus Directive in the United Kingdom // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2005. — № 20(2). — P. 57.

¹²¹ Andrew McGee, Md Anowar Zahid. A Defective Proposal in need of a rethink // Company Lawyer. — 2002. — № 23(8). — P. 251.

¹²² Lucian Pollington. New Listing Rules and Prospectus Regime // Tolley's Company Law and Insolvency. — CLIN 2005.5.4(1).

¹²³ Lucian Pollington. Prospectus Directive and UK Fundraisings // Tolley's Company Law and Insolvency. — CLIN 2005.5.2(1). — P. 2.

серйозним випробуванням для компанії, яка планує невелике залучення капіталу. Саме з цієї причини Директива 2003/71/ЄС розрізняє інформацію та вимоги розкриття інформації, враховуючи, по-перше, розмір майбутнього залучення у певний період часу і кількість учасників такого залучення; по-друге, ідентичність та конкретний рівень інвестиційної інформації, якою володіє потенційний інвестор. Цікавим є той факт, що незважаючи на низький рівень прямих приватних інвестицій у ЄС Директива наголошує на необхідності захистити приватних інвесторів. Таким чином, питання розкриття інформації на фондовому ринку необхідно розглядати у двох площинах: по-перше, щодо публікації проспекту для публічного випуску цінних паперів, по-друге, щодо підготовки інформації для приватного розміщення (в даному випадку публікація проспекту не є обов'язковою, про що мова піде далі).

Директива 2003/71/ЄС прагне до запровадження нового формату для проспектів емісії в рамках ЄС (стратегія єдиного паспорту ЄС) для того, щоб зростала як кількість, так і якість інформації, яка потрапляє на ринки і стає доступною для інвесторів. Метою Директиви є гармонізація вимог щодо написання, погодження і розповсюдження опублікованого проспекту, коли здійснюється публічна пропозиція цінних паперів або отримання дозволу на проведення операцій купівлі-продажу з цими цінними паперами на регульованому ринку, який розміщений або здійснює свою діяльність на території однієї з держав—членів ЄС. Вона запроваджує нові правила, які полегшують та здешевлюють для компаній процес записання капіталу на території ЄС на засадах отримання дозволу від компетентного органу в будь-якій державі—члені. Принцип єдиного паспорту означає, що компаніям більше не потрібно буде просити дозволу кожного компетентного органу держави—члена на предмет погодження проспекту емісії. І жоден проспект не може бути опублікованим до того часу, поки він не буде погоджений компетентним органом держави—члена, в якому суб'єкт господарювання було зареєстровано¹²⁴.

*Базові вимоги *acquis communautaire***

Як уже було сказано, ключовим положенням Директиви є вимога публікувати проспект емісії під час здійснення публічної пропозиції цінних паперів або допуску до торгів на «регульованому ринку». Згідно з Директивою, держави—члени повинні відповідно до їх національного законодавства забезпечити застосування як адміністративних, так і кримінальних санкцій у випадку порушення даної вимоги¹²⁵. Так, наприклад, в Об'єднаному Королівстві таке порушення можливо буде каратися двома роками ув'язнення та штрафом¹²⁶. Крім того, компетентні органи повинні мати повноваження застосовувати відповідні санкції за недотримання вимог Директиви:

- призупинення публічної пропозиції або допущення до торгів на певний час;
- заборона розмішувати рекламу, яка стосується проспекту емісії;
- заборона здійснювати публічну пропозицію; і
- призупинення або заборона торгів деякими цінними паперами¹²⁷.

Базові вимоги до інформації про випуск акцій та облігацій підприємств в Україні були визначені у Статті 23 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18 червня 1991 року № 1201-XII¹²⁸. Згідно з цією статтею інформація про випуск акцій, облігацій підприємств, що пропонуються для відкритого продажу, крім реєстрації, підлягає обов'язковому опублікуванню в органах преси Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України і офіційному виданні фондової біржі не менше як за 10 днів до початку

¹²⁴ Пункт 1 Статті 13 Директиви Європейського Парламенту і Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (ОJ L 345, 31.12.2003, р. 64).

* Структуру викладення положень *acquis communautaire* автор запозичив у Розалі Преторіус та Джаміля Фаррейри (Rosali Pretorius, Jamile Ferreira. The implementation of the new Prospectus Directive in the United Kingdom//Journal of International Banking Law and Regulation. — 2005. — № 20 (2)).

¹²⁵ Стаття 25 Директиви 2003/71/ЄС.

¹²⁶ s. 85 (10) of the Treasury's draft of amendments to Pt VI of Financial Services and Markets Act 2000.

¹²⁷ Пункт 3 статті 21 Директиви 2003/71/ЄС.

¹²⁸ Втратив чинність у зв'язку з прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480 — IV.

передплати на ці цінні папери і не менш ніж як за 30 днів до того, як ці цінні папери допускаються до розміщення. Цей закон використовував досить цікаву формулу, згідно з якою обов'язковому опублікуванню підлягала інформація про цінні папери, «що пропонуються для відкритого продажу». На жаль, закон не містив визначення «відкритого продажу», тому можна лише наводити гіпотези, що вкладалося у цю категорію. Так, наприклад, комбінація слів «відкритий» та «продаж» може свідчити про бажання законодавця зобов'язати емітентів публікувати інформацію про випуск цінних паперів як під час здійснення «відкритої пропозиції» (очевидно публічної пропозиції), так і під час отримання дозволу на «здійснення торгів на ринку». Крім того, той факт, що закон не містив визначення «ринку», бажання здійснювати торги на якому вимагало публікації інформації про цінні папери, може свідчити про те, що допуск до торгів на будь-якому ринку вимагав публікації такої інформації¹²⁹.

Тепер вимога про необхідність готувати проспект міститься в частині першій статті 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV. Так, серед етапів емісії цінних паперів у разі відкритого розміщення визначено: «реєстрацію Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі — ДКЦПФР) випуску цінних паперів та проспекту їх емісії» і «розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів». Далі, згідно зі статтею 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 30 жовтня 1996 року № 448/96 — ВР однією з форм державного регулювання ринку цінних паперів є «контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією». Відповідно до статті 7 цього закону ДКЦПФР «встановлює вимоги щодо випуску (емісії) і обігу цінних паперів та їх похідних, інформації про випуск та розміщення цінних паперів, у тому числі іноземних емітентів...», «встановлює стандарти...інформації про випуск цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу, в тому числі іноземних емітентів...». І, нарешті, згідно із статтею 8 цього закону ДКЦПФР має право «у разі порушення законодавства про цінні папери, нормативних актів ДКЦПФР вносити попередження, зупиняти на термін до одного року розміщення (продаж) та обіг цінних паперів того чи іншого емітента», «накладати адміністративні стягнення, штрафи та інші санкції за порушення чинного законодавства на юридичних осіб та їх співробітників...», «надсилати матеріали в правоохоронні органи стосовно фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, якщо до компетенції комісії не входить накладання адміністративних стягнень за відповідні правопорушення» тощо. Отже, у цій частині законодавство України відповідає вимогам *acquis communautaire*.

Види цінних паперів, випуск яких регулюється Директивою:

Директива регулює випуск акцій, облігацій, сек'юритизованих боргових зобов'язань, депозитарних розписок, цінних паперів, які можна конвертувати, наприклад, в акції та прав на придбання будь-якого з цих інструментів шляхом передплати, купівлі або обміну (включаючи готівковий розрахунок).

Деякі види цінних паперів не регулюються Директивою:

- інструменти грошового ринку терміном дії менш ніж один рік¹³⁰;
- частки необмеженого колективного інвестиційного плану;
- боргові цінні папери, випущені або гарантовані урядами, місцевими органами влади, міжнародними публічними організаціями, Європейським Центральним Банком та центральними банками держав—членів;
- цінні папери, випущені неприбутковими організаціями; і
- банківські сертифікати депозитних програм¹³¹.

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» не містить положень, які б зазначали що вимоги щодо проспекту емісії стосуються лише деяких видів цінних паперів. З цього можна зробити висновок, що ці положення є обов'язковими для всіх видів цінних паперів. Це не зовсім співпадає з позицією Директиви 2003/71/ЄС, адже її положення не стосуються, наприклад, державних облігацій та облігацій органів місцевої влади.

¹²⁹ Навіть на таких як ПФТС, яка не є фондовою біржею.

¹³⁰ Підпункт (а) пункту 1 статті 2 Директиви 2003/71/ЄС.

¹³¹ Пункт 2 статті 1 Директиви 2003/71/ЄС.

Визначення публічної пропозиції

У своєму першому звіті від 9 листопада 2000 року Комітет Розумних Чоловіків (Wise Men Committee) наголосив на відсутності узгодженого визначення публічної пропозиції цінних паперів, в результаті чого у деяких країнах кваліфіковані інвестиції не виділяються як об'єкт окремого регулювання. На думку Комітету, це було однією з причин, яка відлякувала емітентів від здійснення запозичень капіталу на території усього ЄС. Директива 2003/71/ЄС заповнює цю прогалину шляхом визначення «публічної пропозиції цінних паперів». Так, згідно з підпунктом (d) пункту 1 статті 2 Директиви такою пропозицією є «повідомлення громадськості в будь-якій формі та за допомогою будь-яких засобів, що становить достатню інформацію про умови пропозиції та цінні папери, які пропонуються, з метою надання можливості інвестору прийняти рішення щодо придбання або оформлення підписки на ці цінні папери». Цікавим є той факт, що під час підготовки попередньої Директиви щодо проспектів емісії робоча група не змогла дійти згоди щодо визначення «публічної пропозиції»¹³². У зв'язку з тим, що визначення потенційно охоплює дуже велику кількість трансакцій і Директива не містить точного пояснення, хто вважається громадськістю, то цілком можливо, що Європейському Суду досить скоро доведеться тлумачити дане положення Директиви¹³³.

Експерти також зазначають, що вплив визначення «публічної пропозиції» на вторинний ринок є досить туманним. Якщо, наприклад, воно включає в себе розміщення великої кількості цінних паперів, лістинг яких уже здійснюється на Офіційному Ринку, то тут треба зазначити, що така позиція є відмінною від позиції Директиви 89/298/ЄЕС, яка не стосується цінних паперів, що уже отримали лістинг на фондовій біржі. В деяких випадках, правда, може спрацювати виняток «кваліфікованого інвестора», який пояснимо трохи нижче. Але можливості передплатника, який є також «кваліфікованим інвестором», розмістити цінні папери далі можуть бути пов'язані з певними труднощами. Тим більше, що у випадку розміщення на вторинному ринку, відповідальність за проспект лягає на суб'єкта, який здійснює пропозицію, а не на емітента. Такий суб'єкт взагалі може бути не в змозі виконати свої обов'язки без співпраці з емітентом¹³⁴.

Згідно зі статтею 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV публічним розміщенням цінних паперів є «їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб». Гадаємо, що ключовим у цій дефініції словом є «відчуження», оскільки воно є визначальним для концепції «публічної пропозиції» в Україні. Адже згідно з визначенням «публічної пропозиції», яке міститься у Директиві 2003/71/ЄС, такою пропозицією є «повідомлення для громадськості», на основі якого потенційні інвестори приймають рішення про передплату або придбання відповідних цінних паперів, а згідно з визначенням, яке міститься у законі, «розміщенням» є, власне, відчуження цих цінних паперів на основі здійсненого попередньо повідомлення. Відтак, видається, що норма нового закону, як і норма попереднього закону, поєднує у собі концепції «публічної пропозиції» та «допуску до торгів», оскільки мова йде про «відчуження» цінних паперів, яке може відбуватися лише на фондовому ринку.

Гадаємо, що такий підхід українського законодавця трохи відрізняється від «європейського». Директива 2003/71/ЄС запроваджує два окремих режими: «публічної пропозиції» та «допуску до торгів на регульованому ринку». Згідно з концепцією ЄС ці два режими розглядаються окремо. Режим «публічної пропозиції» було запроваджено для того, щоб на території

¹³² Sixth recital in the preamble to the Public Offer Prospectus Directive 89/298/EEC.

¹³³ Так, наприклад, в англійському звичаєвому праві є тлумачення терміну «громадськість» у контексті законодавства, яке регулює випуск цінних паперів. Палата Лордів Парламенту Об'єднаного Королівства розглянула це питання в справі *Nash v. Lynde* [1929] A.C. 158, H.L. Лорд Хейлшам зазначив, що «для того, щоб документ отримав статус проспекту емісії, він повинен бути показаний будь-якій особі як члену громадськості у якості запрошення придбати частину акцій» (с. 164). А Віконт Самнер додав, що «громадськість — це звичайно загальне слово. Його не можна обмежити певною кількістю осіб. Будь-яка кількість від двох до безкінечності буде задовільною, навіть одна особа, якщо вона є першою серед тих, хто розглядався як потенційний андеррайтер, якщо ця особа передплатить усі цінні папери...» (с. 169).

¹³⁴ Rosali Pretorius, Jamile Ferreira. The implementation of the new Prospectus Directive in the United Kingdom/Journal of International Banking Law and Regulation. — 2005. — № 20 (2). — P. 61.

усього ЄС не виникало плутанини з приводу того, чи пропозиція є публічною, чи приватною. Адже при приватному розміщенні публікація проспекту не є обов'язковою. А режим «допуску до торгів на регульованому ринку» полегшує життя тим суб'єктам, які розміщують цінні папери на нерегульованому ринку, адже публікація проспекту в такому випадку також не є обов'язковою. Хоча, їм таки доведеться готувати проспект, якщо їх розміщення підпаде під визначення «публічної пропозиції».

Допуск до торгів на регульованих ринках

Директива 2003/71/ЄС також вимагає від емітентів публікації проспекту емісії, коли вони хочуть отримати дозвіл на здійснення торгів цінними паперами. Вони можуть уникнути цієї вимоги, якщо можна застосувати винятки, визначені Директивою. Підпункт 14 пункту 1 статті 4 Директиви 2004/39/ЄС визначає «регульований ринок» як:

«багатосторонню систему, керовану та/або оперовану маклером, яка зводить разом або полегшує таке зведення різноманітних третіх сторін, що купують та продають капіталовкладення у фінансові інструменти, в системі та у відповідності із абсолютними правилами, у спосіб, що призводить до укладення контракту щодо фінансових інструментів, прийнятих до торгів згідно з цими правилами та/або системами, та якій надано ліцензію і яка функціонує постійно та відповідно до положень Розділу III Директиви».

Відтак, дане визначення є досить широким. Відповідна частина Правил Лістингу в Об'єднаному Королівстві, наприклад, стосувалася лише допуску до Офіційного Списку. Очевидно, тепер держави—члени включатимуть більшу кількість ринків до переліку регульованих ринків. Але, навіть якщо емітент отримає дозвіл на здійснення торгів на нерегульованому ринку та його пропозиція буде публічною, то йому все одно доведеться публікувати проспект емісії згідно з вимогами Директиви. -

Згідно з Директивою 2003/71/ЄС підготовка проспекту вимагається при здійсненні торгів на «регульованому ринку». Таким ринком є система, яка отримала відповідну ліцензію від компетентного органу держави і яка дає можливість різноманітним третім сторонам укладати договори купівлі-продажу фінансових інструментів, які були допущені до торгів, згідно з правилами цієї системи. Згідно з частиною другою статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» такими організаторами торгівлі фінансовими інструментами є фондові біржі. Відтак, враховуючи дефініцію «публічного розміщення» у законі, яким є відчуження цінних паперів, що, зокрема, відбувається на фондовій біржі, можна припустити, що вимога Директиви 2003/71/ЄС щодо підготовки проспекту емісії для отримання дозволу на проведення торгів в законі врахована. Але необхідно додати, що держави—члени самостійно можуть визначати, які із їхніх ринків є «регульованими», а які є альтернативними або такими, торгівля на яких не вимагає підготовки проспекту емісії. У законі відсутня така концепція. Тому, тут можна запропонувати внести зміни до чинного Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і доповнити його новим інститутом «регульованого ринку». Згідно з цією новелою ДКЦПФР матиме можливість визначити, які із фондових бірж є регульованими ринками (можливо усі), а також чи є торговельно-інформаційні системи¹³⁵ регульованими ринками чи ні. Ті ринки, які згідно з класифікацією ДКЦПФР не будуть мати статусу «регульованих», можуть отримати статус «багатосторонньої торговельної системи» (multilateral trading facility), дефініція якої також міститься у Директиві 2004/39/ЄС¹³⁶. При розміщенні цінних паперів на такому ринку підготовка проспекту не є обов'язковою.

Винятки

Оскільки Директива 2003/71/ЄС виписана за допомогою дуже містких термінів, нікого, мабуть, не здивував той факт, що вона також містить серйозні винятки, що стосуються приватних інвестицій у цінні папери, лістинг яких не здійснюється на фондовій біржі. Отже, згідно з пунктом 1 статті 3 Директиви 2003/71/ЄС держави—члени не можуть дозволити здійснюва-

¹³⁵ Такі як ПФТС.

¹³⁶ Цей інститут також необхідно буде запозичити.

ти публічні пропозиції цінних паперів на їх території або допускати їх до торгів на «регульованому ринку» без попередньої публікації проспекту. Це ключова вимога Директиви. Але пункт 2 статті 3 визначає наступний перелік винятків:

- (i) розміщення цінних паперів виключно серед кваліфікованих інвесторів;
- (ii) розміщення цінних паперів серед менше ніж 100 фізичних або юридичних осіб, які не є кваліфікованими інвесторами;
- (iii) пропозиція цінних паперів, адресована інвесторам, що придбавають цінні папери загальною вартістю 50 000 євро з розрахунку на одного інвестора в рамках окремої пропозиції;
- (iv) пропозиція цінних паперів, коли номінальна вартість за одиницю становить не менш ніж 50 000 євро;
- (v) пропозиція цінних паперів із загальною номінальною вартістю менш ніж 100 000 євро, причому ця верхня межа встановлюється за 12-місячний період. Суттєвою зміною у новій Директиві є той факт, що публічна пропозиція цінних паперів, загальна вартість якої становить менше ніж 2,5 мільйона євро і яка підраховується за період в 12 місяців не є предметом регулювання Директиви¹³⁷.

Тут варто зазначити, що Директива 2003/71/ЄС запозичила дві північноамериканські концепції: режим кваліфікованих інвесторів та обмеження щодо повторного розміщення цінних паперів, які були розміщені згідно з одним із винятків зазначених вище. Що стосується кваліфікованих інвесторів, то ними є професійні учасники ринку, венчурний капітал та інші фінансові установи, національні та регіональні, великі компанії та фізичні особи (фізичні особи повинні попросити дозволу на отримання такого статусу¹³⁸), які працювали у фінансовому секторі (зробили близько десяти великих інвестицій за минулих чотири квартали та їх інвестиційний портфель складає як мінімум півмільйона євро¹³⁹). Коротше кажучи, такими особами є суб'єкти, які мають реальний інвестиційний досвід і можуть собі дозволити великі втрати у портфелі. Якщо держава—член вирішила застосовувати виняток, який стосується «кваліфікованих інвесторів», то вона повинна створити спеціальний реєстр таких інвесторів¹⁴⁰.

Що стосується повторного розміщення, то воно може здійснюватися без публікації проспекту тільки якщо воно підпадає під вищезгадані винятки. На перший погляд, може видатися, що у випадку застосування одного із винятків емітент не повинен надавати жодної інформації своїм потенційним інвесторам. Насправді, це не так, що буде продемонстровано нижче. Логіку визначення таких винятків можна обґрунтувати рядом аргументів. Справа у тому, що більшість компаній, які щойно розпочали свою діяльність потребують суттєвих фінансових вливань, для того, щоб їх бізнес працював. У більшості випадків засновники компанії не матимуть власних достатніх коштів і тому, природно, шукатимуть зовнішнього фінансування. Вони можуть звернутися по допомогу до комерційних банків, скористатися послугами факторингу чи лізингу, можливо отримати грант тощо. Але підприємці, які володіють великою кількістю нематеріальних активів і в перші роки матимуть великі витрати, навряд чи мають великі шанси отримати кредит у банку (надто ризиковано) або здійснити запозичення на фондовому ринку (надто рано). Відтак, такі суб'єкти змушені залучати капітал використовуючи інші приватні канали: приватне розміщення. Цей спосіб запозичення, на відміну від публічних пропозицій, не вимагає підготовки та публікації проспекту емісії, а лише альтернативного документу, який розповсюджується серед обмеженої кількості інвесторів¹⁴¹. Особливістю цього виду розміщення є те, що воно завжди є проблематичним для усіх урядів. Уряду лише варто почати регулювати цю сферу, як він одразу помітить, що це відлякає підприємців і вони припиняють користуватися цією схемою, оскільки регулювання спричиняє подорожчання усієї трансакції. Але, з іншої сторони, підприємці хочуть бути впевненими, що договори приватного розміщення будуть виконуватися і у випадку виникнення будь-яких проблем вони зможуть захистити себе за допомогою закону. У більшості юрисдикцій найуразливішим суб'єк-

¹³⁷ Підпункт (h) пункту 2 статті 1 Директиви 2003/71/ЄС.

¹³⁸ Підпункт (e) пункту 1 Статті 2 Директиви 2003/71/ЄС.

¹³⁹ Пункт 2 Статті 2 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁴⁰ Пункт 3 статті 2 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁴¹ Beat D. Speck, Joseph Tanega. Private equity placements: comparing the laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part I//Journal of International Banking Law and Regulation. — 2006. — 21(4). — P. 214.

том цих відносин, таким, що вимагає найбільшого захисту від не скрупульозних промоутерів, вважається інвестор. Для того, щоб краще зрозуміти ці відносини, необхідно спочатку більш детально описати процес приватного розміщення. Як уже було сказано, молодим компаніям досить часто доводиться робити запозичення, продаючи власні акції. Вони можуть здійснювати таку операцію або за допомогою публічної пропозиції, або через приватне розміщення. Приватне розміщення надає велику кількість переваг як емітенту, так і інвестору. По-перше, воно забирає менше часу, по-друге, вимагає менше витрат, оскільки, під час приватного розміщення потрібно готувати значно менше документів. Крім того, приватне розміщення надає інвестору можливість взяти участь у «розігріванні вартості компанії», яке відбувається до того, як компанія здійснює публічну пропозицію¹⁴². Але негатив приватних розміщень полягає у тому, що у разі отримання інвестором недостовірної інформації уся транзакція може виявитися для нього катастрофою. Основним юридичним питанням тоді буде: в якому об'ємі може бути відповідальним емітент та інші особи, пов'язані з приватним розміщенням, у зв'язку з публікацією відповідних матеріалів? У зв'язку з цим Директива 2003/71/ЄС містить правила, які мають на меті не тільки захист приватних інвесторів, але і підтримання впевненості усіх потенційних інвесторів у ліквідності цього ринку. Якщо ми розглянемо приватне розміщення з точки зору основних принципів цивільного права, то це є ніщо інше, як звичайний договір між двома сторонами. Відповідно, ці сторони наділені повною свободою дій і можуть самотійно себе захистити шляхом визначення відповідних умов договору, якщо вони не суперечитимуть нормам національного законодавства. Але, якщо молода компанія почне вести такі переговори з кожним потенційним інвестором, то вона може, знову ж таки, витратити надто багато часу та грошей на цей процес. Відтак, виходом з цієї ситуації може бути стандартна форма договору, підготовлена емітентом, в якій будуть визначені умови розміщення та номер рахунку, на який необхідно перерахувати гроші. Але уряди переважно втручаються в події, які відбуваються на вільному ринку, і визначають норми, що мають на меті захистити інвестора, який не має такого ж доступу до інформації, як емітент¹⁴³.

Отже, згідно зі статтею 3 Директиви 2003/71/ЄС деякі види транзакцій не вимагають підготовки проспекту. Але згідно з пунктом 5 статті 15 Директиви «у разі, коли, відповідно до цієї Директиви, проспект не є обов'язковим, суттєва інформація, надана емітентом, або особою, яка робить пропозицію, і адресована кваліфікованим інвесторам або спеціальним категоріям інвесторів, включаючи інформацію, розкрити в рамках заходів, пов'язаних з пропозиціями цінних паперів, повинна бути повідомлена виключно кваліфікованим інвесторам або спеціальним категоріям інвесторів, яким адресована ця пропозиція». Така формула має на меті заохочувати прозорість відносин між партнерами шляхом заборони розкривати секретну інформацію лише вибраним інвесторам, а відтак є перепорою для виникнення потенційних нечесних переваг та конфліктів інтересів. Директива 2003/71/ЄС є базовим документом, тому вона надає можливість державам-членам включати до свого імплементаційного інструменту суворіші вимоги. Так, наприклад, в Об'єднаному Королівстві компанії, які здійснюють емісію цінних паперів згідно з винятками, що містяться у пункті 2 статті 3 Директиви 2003/71/ЄС, не мають права здійснити свій задум допоки не виконають додаткові вимоги так званого «режиму фінансової промоції»¹⁴⁴. Детальніше вимоги цього режиму були вписані у Спеціальному Ордері¹⁴⁵. Цей Ордер має на меті розміщення таких цінних паперів лише серед досвідчених інвесторів або осіб, які можуть собі дозволити втратити інвестицію.

Як уже було зазначено вище інвесторів також буде цікавити, чи буде хтось нести відповідальність за інформацію, надану їм у якості заохочення взяти участь у приватному розміщенні цінних паперів. Директива 2003/71/ЄС містить, знову ж таки, дуже широке положення, яке стосується відповідальності: «Без шкоди праву держав—членів застосовувати кримінальні санкції та без шкоди їх режиму цивільної відповідальності, держави—члени

¹⁴² Beat D. Speck, Joseph Tanega. Private equity placements: comparing the laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part 1 // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2006. — 21(4). — P. 216.

¹⁴³ Beat D. Speck, Joseph Tanega. Private equity placements: comparing the laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part 1 // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2006. — 21(4). — P. 218.

¹⁴⁴ Article 21, Financial Services and Markets Act 2000, 14 June 2000 // Blackstone's Statutes on Company Law, 2004—2005, 8-th edition, Oxford University Press.

¹⁴⁵ Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order (SI 2005 # 1529).

забезпечують, відповідно до їх національного законодавства, вжиття відповідних адміністративних заходів або накладення адміністративних санкцій на відповідальних осіб, у разі недотримання положень, ухвалених на виконання цієї Директиви. Держави—члени забезпечують ефективність, відповідність та дієвість цих заходів»¹⁴⁶. Таким чином, Директива дуже коректно зазначає, що держави—члени повинні самостійно визначати об'єм відповідальності, який покладатиметься на емітентів при підготовці інформації для приватних інвесторів.

Згідно зі статтею 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» емісія цінних паперів буває відкритого та закритого типу. Зі змісту частини другої статті 28 Закону випливає, що емітент уникне підготовки проспекту, якщо скористається режимом приватного розміщення. Отже, видається, що мета режиму «публічного розміщення», визначеного Директивою 2003/71/ЄС, співпадає з метою закону. Варто зауважити також, що згідно з Директивою механізм приватного розміщення є лише винятком, а згідно із законом — окремим режимом. Згідно з Директивою розміщувати цінні папери при закритому режимі можна лише серед кваліфікованих інвесторів або серед людей, які можуть дозволити собі втратити інвестицію. Крім того, компетентні органи держави повинні створити спеціальний реєстр таких осіб. Особливості приватного розміщення цінних паперів регулюються статтею 32 Закону та законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств. На даний момент є лише проект Закону України «Про акціонерні товариства», який можна переглянути на Інтернет-сторінці Верховної Ради України.

Вартим уваги, на наш погляд, є той факт, що ні Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», ні проект Закону України «Про акціонерні товариства» не містять норм, які б вимагали здійснювати розкриття інформації інвесторам при приватному розміщенні цінних паперів. Такий стан справ звичайно задовольнить емітентів, але нам видається, що потенційні інвестори недостатньо захищені з боку держави. Як уже було зазначено вище, Директива 2003/71/ЄС вимагає від емітентів при приватному розміщенні забезпечувати інвесторів достатньою кількістю інформації щодо емісії цінних паперів (режим фінансової промоції). Директива також вимагає визначити об'єм відповідальності у разі недотримання вимог щодо розкриття відповідної інформації.

Відтак, ми пропонуємо доопрацювати та доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» і проект Закону України «Про акціонерні товариства» положеннями, які б зобов'язували емітентів надавати інвесторам відповідну інформацію при закритому розміщенні, визначали б об'єм відповідальності емітентів і вимоги до кваліфікованих інвесторів. Крім того, пропонуємо підготувати нормативний акт, який би регулював функціонування реєстру кваліфікованих інвесторів.

Директива 2003/71/ЄС також містить різноманітні винятки із зобов'язання публікувати проспект емісії, коли емітент здійснює публічну пропозицію, але ця пропозиція стосується, наприклад, цінних паперів:

— які пропонуються у зв'язку з поглинанням, яке здійснюється шляхом пропозиції до обміну;

— які розміщуються серед або пропонуються директорам та працівникам емітента або компаній, які з ним пов'язані,

але в обох випадках виняток діє лише у випадку підготовки альтернативного документу, який міститиме певні елементи¹⁴⁷.

Директива також містить деякі винятки, які стосуються допуску до торгів на регульованому ринку. Так, наприклад, емітент не зобов'язаний публікувати проспект емісії, якщо:

— акції представляють (за період у 12 місяців) менш ніж 10 відсотків від кількості акцій того ж класу, які уже були допущені до торгів¹⁴⁸; і

— цінні папери уже були допущені до торгів на іншому регульованому ринку уже більш ніж 18 місяців тому¹⁴⁹, якщо суб'єкт, який хоче отримати дозвіл для допуску до торгів (ним не обов'язково є емітент) надасть підсумковий документ.

¹⁴⁶ Пункт 1 Статті 25 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁴⁷ Пункт 1 Статті 4 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁴⁸ Підпункт (а) пункту 2 Статті 4 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁴⁹ Параграф (і) підпункту (h) пункту 2 Статті 4 Директиви 2003/71/ЄС.

Погодження проспекту

До моменту прийняття Директиви 2003/71/ЄС компетентні органи держав—членів у деяких випадках не здійснювали спеціального погодження проспектів емісії. Компанії та їх радники могли просто запевнити себе перед публікацією, що їх проспект був підготовлений згідно з відповідними нормами. Такою була ситуація, наприклад, в Об'єднаному Королівстві. Тепер, згідно з пунктом 1 статті 13 Директиви перед тим, як емітент зможе здійснити публічну пропозицію цінних паперів або отримати допуск до торгів на регульованому ринку, він повинен погодити його форму та зміст з компетентним органом держави—члена. Фактично, різниця між старим та новим режимами полягає у тому, що раніше емітент міг вибрати нового регулятора для затвердження проспектів кожного разу, коли він здійснював публічну пропозицію або отримував допуск до торгів, а тепер *для деяких видів цінних паперів* вибір держави—члена і відповідно регулятора буде відбуватися лише один раз і назавжди.

Процес погодження, звісно, забиратиме більше часу та збільшить витрати щодо публічної пропозиції цінних паперів. Але ці нововведення вважаються допустимими для покращення та гармонізації розміщення на території ЄС. Суб'єкти, які здійснюватимуть розміщення відповідно до правил Директиви, зможуть пізніше використати ті ж самі документи для розміщення в інших державах—членах. Місцеві компетентні органи можуть вимагати хіба що здійснення перекладу підсумку на мову цієї держави—члена.

Згідно з частиною першою статті 29 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» ДКЦПФР протягом 30 днів після отримання заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску та проспекту емісії цінних паперів здійснює одночасно реєстрацію їх випуску та проспекту емісії або відмовляє в реєстрації. Ця вимога відповідає положенням статті 13 Директиви 2003/71/ЄС, але згідно з цією статтею регулятор повинен повідомити заявника про результати розгляду документів протягом 10 робочих днів, а не 30 днів. Строки може бути подовжено до 20 робочих днів, якщо мова йде про емітента, який ще не пропонував цінні папери громадськості і не отримував дозвіл на здійснення торгів на регульованому ринку. *Відтак, ми пропонуємо відкоригувати строки, визначені у законі, згідно з вимогами статті 13 Директиви 2003/71/ЄС.*

Визначення держави—члена походження

Визначення залежить від типу емітента і виду цінних паперів. Таким чином:

— для емітентів з ЄС цінних паперів, деномінація яких складає менше 1000 євро власною державою—членом буде країна, в якій емітент має свій зареєстрований офіс;

— для емітентів з ЄС та для емітентів з країн, що не є членами ЄС, які випускають цінні папери, що не дають права на частку у компанії (такі як облігації, сек'юритизовані боргові зобов'язання тощо) і їх деномінація складає 1000 та більше євро, мають можливість зробити вибір по відношенню до кожної емісії між державою—членом, де вони зареєстровані, чи державою—членом, де були або будуть розміщені;

— для емітентів з країн, які не є членами ЄС цінних паперів, деномінація яких складає менше 1000 євро, власною державою—членом буде та країна, в якій було здійснено публічну пропозицію або отримано допуск до торгів після 31 грудня 2003 року, коли Директива набула чинності.

До того часу, як Директива була прийнята, відбувалася досить гаряча дискусія щодо тих положень, які обмежують право вибору регулятора, особливо для емітентів, які походять з інших юрисдикцій, ніж ЄС. Це питання було частково вирішене шляхом надання більшої свободи цим емітентам цінних паперів високої деномінації. Але до сих пір не зрозуміло, як це визначення працюватиме, оскільки не всі держави—члени вже імплементували Директиву.

Від тих емітентів з інших юрисдикцій, цінні папери яких уже були допущені до лістингу на регульованому ринку в ЄС, Директива вимагає вибрати власну державу—члена і повідомити відповідного регулятора¹⁵⁰. Після того, як Директива 2003/71/ЄС буде імплементована в національне законодавство держави—члена, в якій знаходиться регулятор, вибраний емітентом,

¹⁵⁰ Пункт 1 Статті 30 Директиви 2003/71/ЄС.

цей регулятор зможе представляти інтереси емітента на території всього Співтовариства під час випуску будь-якого виду боргових зобов'язань або іншого виду цінних паперів. У результаті емісія облігацій буде здійснюватися відповідно до правил держави—члена, в якій знаходиться обраний регулятор. Тому, можливо, навіть проспект емісії потрібно буде перекладати мовою власної держави—члена.

Власна держава—член може дозволити емітенту з іншої юрисдикції надати проспект, який підготовлений згідно з вимогами його власної юрисдикції, якщо ці вимоги відповідають міжнародним стандартам або якщо інформація, яка у ньому міститься, є «еквівалентною» тій, яку вимагає розкривати Директива. Європейська Комісія має повноваження вирішувати, чи правила іншої юрисдикції або її практика задовольняють тест «еквівалентності».

Компетентний орган повинен здійснити погодження проспекту за 10 робочих днів¹⁵¹. Якщо мова йде про першу публічну пропозицію, то цей термін може бути продовжено до 20 днів. Обидва терміни можуть бути продовжені регулятором, якщо виникає необхідність у наданні додаткової інформації.

Публікація проспекту

Після погодження проспект повинен бути опублікований настільки швидко, наскільки цього вимагають конкретні умови емісії. Найпізніше це може статися перед самим початком публічної пропозиції або допуском до торгів. Під час першої публічної пропозиції проспект необхідно опублікувати не пізніше як за шість робочих днів до закінчення пропозиції¹⁵².

Пункт 2 Статті 14 Директиви визначає наступні шляхи оприлюднення проспекту:

— публікація в одній чи більше газетах, що випускаються в державах—членах, в яких здійснюється розміщення цінних паперів;

— публікація брошури та розповсюдження її безкоштовно в офісах фондових ринків або в зареєстрованих офісах емітента та посередників, які здійснюють розміщення та продаж цінних паперів; чи

— публікація проспекту у електронній формі на Інтернет-сторінці емітента;

посередника;

регульованого ринку; або

компетентного органу.

Згідно з частиною сьомою статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» після реєстрації емітент публікує проспект емісії цінних паперів у повному обсязі в офіційному друкованому виданні ДКЦПФР не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення цінних паперів. Ця вимога відповідає положенням статті 14 Директиви 2003/71/ЄС, за винятком того, що закон використовує слово «публікує», а у Директиві використовується слово «доступний». Але якщо читати положення закону разом із положеннями Концептуальних основ розкриття інформації¹⁵³, то можна сказати, що положення українського законодавства повністю відповідають цим вимогам Директиви, оскільки в Концептуальних основах використовується концепція «доступності інформації» замість концепції «публікації». Але закон у порівнянні з Директивою суттєво обмежує вибір емітента, оскільки мова йде лише про офіційний друкований орган ДКЦПФР. *Тому ми пропонуємо розширити список і дозволити емітентам публікувати проспекти в інших газетах та на власних Інтернет — сторінках.*

Форма проспекту

Директива пропонує два альтернативних формати проспекту¹⁵⁴: традиційний єдиний документ або більш гнучкий набір трьох окремих документів. Ними є:

— Реєстраційний Документ — документ, який містить інформацію про емітента;

¹⁵¹ Пункт 2 Статті 13 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁵² Пункт 1 Статті 4 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁵³ Затверджені Рішенням Координаційно-експертної Ради ДКЦПФР від 9 грудня 1997 року № 54.

¹⁵⁴ Пункт 3 Статті 5 Директиви 2003/71/ЄС.

- Документ, який містить інформацію про цінні папери, які будуть розмішуватися; і
- Підсумковий Документ — це документ, який підсумовує попередні два і визначає ризики.

Підсумок повинен розкривати найсуттєвіші характеристики та ризики, пов'язані з емітентом, будь-яким його гарантом та цінними паперами. Перелік положень, які повинні бути там розкриті міститься у Додатку IV до Директиви 2003/71/ЄС. Прикладами таких положень є ідентифікація директорів, аудиторів і радників, деяка статистика, яка стосується пропозицій тощо.

Директива 2003/71/ЄС не визначає цивільної відповідальності у зв'язку з підготовкою підсумку, за винятком тих випадків, коли інформація у ньому є недостовірною при порівнянні з іншими частинами проспекту¹⁵⁵. Але Директива не містить жодних винятків щодо кримінальної відповідальності.

Перевагою такого нового формату є та обставина, що реєстраційний документ дійсний протягом 12 місяців і його можна використовувати для інших емісій протягом року. Відтак, емітенту потрібно буде лише підготувати новий підсумок та документ щодо цінних паперів.

Зі змісту статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» випливає, що закон передбачає лише традиційну форму проспекту у вигляді єдиного документу, який складається з трьох частин: інформація про емітента, інформація про його фінансово-господарський стан та інформація про цінні папери. Згідно з пунктом п'ятим статті 30 закону, особи, винні в поданні недостовірних відомостей у проспекті емісії цінних паперів, несуть відповідальність згідно із законами України.

Таким чином, ми пропонуємо запозичити концепцію проспекту емісії, який би складався із трьох окремих документів і доопрацювати Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» з врахуванням пункту третього статті 5 Директиви 2003/71/ЄС. Як зазначено вище, це дозволить зекономити час та кошти емітентам, якщо вони здійснюватимуть повторну емісію протягом року.

Зміст проспекту

Вимоги Директиви 2003/71/ЄС

Директива містить широкий опис змісту будь-якого проспекту, підготовки якого вона стосується. Але найголовнішою вимогою є те, що будь-який проспект мусить містити таку інформацію, «яка, згідно з конкретною природою емітента та цінних паперів, що розміщують на регульованому ринку, є необхідною для інвесторів, щоб вони зробили поінформовану оцінку активів та зобов'язань, фінансової позиції, прибутків та витрат, можливостей емітента і гаранта (якщо він є), а також прав, які надаються власникам цих цінних паперів»¹⁵⁶. Крім того, у Директиві сказано, що така інформація повинна подаватися у доступній формі.

Вимоги Регламенту 809/2004

Регламент містить різні «матриці» та «базові блоки», які залежно від ідентичності емітента та виду цінних паперів, визначають типологію деталізованих мінімальних інформаційних вимог. Матриці базуються на елементах інформації, які були визначені в якості обов'язкових Міжнародною Організацією Комісій регулювання фондових ринків (IOSCO) для транскордонних пропозицій. Вони спроектовані для кожного виду цінних паперів окремо.

Однією з найважливіших змін, яка міститься у Директиві 2003/71/ЄС є те, що фінансова інформація, яка вклучається в проспект, повинна бути підготовлена згідно з Міжнародними Бухгалтерськими Стандартами або «еквівалентними стандартами». Емітенти з ЄС повинні їх використовувати з дати імплементації Директиви, а емітенти з інших юрисдикцій — з 1 січня 2007 року.

¹⁵⁵ Пункт 2 Статті 6 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁵⁶ Пункт 1 Статті 5 Директиви 2003/71/ЄС.

Як уже було сказано вище, Директива 2003/71/ЄС запроваджує два основних режими підготовки та оприлюднення проспекту емісії у випадку здійснення публічної пропозиції або отримання дозволу на здійснення торгів цінними паперами на регульованому ринку. Вибір режиму залежить від того, хто є потенційним покупцем цінними паперами: роздрібний чи кваліфікований інвестор. На відміну від режиму, який діяв раніше, визначення типу розміщення залежить не від інвестора, а від виду цінного паперу та його вартості. Наприклад, емітенти боргових зобов'язань вартістю менше ніж 50000 євро (або еквівалентна вартість в іншій валюті) повинні будуть дотримуватися вимог режиму роздрібного розміщення (публічної пропозиції). Гуртовий режим (приватне розміщення) доступний лише емітентам цінних паперів, вартість яких становить або є більшою ніж 50000 євро (або еквівалентна вартість в іншій валюті) (пункт 2 Статті 3 Директиви).

Ключова різниця між двома режимами полягає у підготовці фінансової інформації. Емітент, який використовує роздрібний режим, повинен буде готувати фінансову інформацію відповідно до вищезазначених міжнародних стандартів або еквівалентних вимог, що значно підвищує вартість емісії. Ця вимога не застосовується до гуртового режиму, відтак, можуть використовуватися місцеві стандарти звітності. Емітентам потрібно буде тільки вказати на різницю між стандартами, які вони використовуватимуть та міжнародними стандартами.

Крім того, емітенти можуть здійснювати лістинг боргових зобов'язань в альтернативній системі (багатостороння торгова система), визначення якої також міститься в Директиві 2004/39/ЄС¹⁵⁷.

У пункті другому статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» сказано, що «вимоги до розкриття інформації про емітента та його фінансово-господарський стан установлює ДКЦПФР». Щоправда, у пункті третьому статті 30 закону визначено інформацію про цінні папери, яку повинен оприлюднювати емітент:

- вид, форма випуску, тип, кількість та номінальна вартість цінних паперів, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення;
- дати прийняття рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів;
- строки початку та закінчення відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- порядок і форма виплати доходу за цінними паперами.

У 1997 році ДКЦПФР було затверджено Концептуальні основи розкриття інформації емітентами цінних паперів¹⁵⁸, згідно з якими емітенти повинні готувати проспекти емісії цінних паперів на базі міжнародних стандартів обліку та аудиту, що відповідає вимогам Директиви 2003/71/ЄС¹⁵⁹. Концептуальні засади також зазначають, що «система розкриття інформації базується на концепції доступу, на відміну від концепції публікації (розповсюдження).

Концептуальні основи визначають склад, структуру та зміст проспекту емісії. Проспект емісії призначається для будь-якого потенційного інвестора і використовується для залучення фінансування і містить повний опис підприємства (назва підприємства, юридична адреса, № реєстрації).

Зміст проспекту емісії:

- 1) Оцінка ринку, на якому працює емітент;
- 2) Виробничий план, Організаційний план, Фінансовий план; Загальний план розвитку виробництва¹⁶⁰;
- 3) Інвестиційні ризики¹⁶¹;

¹⁵⁷ Так, наприклад, Лондонська Фондова Біржа та Регулятор фінансових послуг Великобританії (FSA) — уповноважений орган з питань лістингу — запровадили третій варіант лістингу боргових зобов'язань, відповідно до якого емітенти можуть використовувати гуртовий режим незалежно від виду домінуючої цінних паперів. З 1 липня 2005 року емітенти мають можливість здійснювати лістинг як на **регульованому ринку**, так і на **Професійному Ринку цінних паперів**. Ця альтернатива є дуже важливою для емітентів, які мають намір позичити гроші без обмежень щодо типу або вартості цінних паперів, які вони випускатимуть.

¹⁵⁸ Рішення Координаційно-експертної Ради ДКЦПФР від 9 грудня 1997 року № 54.

¹⁵⁹ Так, пункт IX Додатку 1 до Директиви, який визначає яку інформацію повинен містити Підсумок, зазначає, що допустимі бухгалтерські та аудиторські принципи, які використовуються при підготовці фінансової частини проспекту, повинні відповідати міжнародним стандартам (International Accounting and Audit Standards).

¹⁶⁰ Відповідає підпунктам D, E пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку 1 до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶¹ Відповідає підпункту C пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку 1 до Директиви 2003/71/ЄС.

- 4) Історія підприємства¹⁶²;
- 5) Детальна інформація про дочірні підприємства, філії та представництва¹⁶³;
- 6) Структура акціонерного капіталу і склад акціонерів¹⁶⁴;
- 7) Бухгалтерська звітність, трансформована згідно міжнародних стандартів¹⁶⁵;
- 8) Поточний стан операцій з цінними паперами;
- 9) Корпоративне керівництво¹⁶⁶;
- 10) Детальна інформація про емісію¹⁶⁷.

Відтак, вимоги українського законодавства в цілому відповідають вимогам Директиви 2003/71/ЄС, але ми пропонуємо запозичити концепцію підготовки проспектів емісії на основі «базових блоків» та «матриць» згідно з Регламентом Комісії 809/2004. У разі запозичення цих положень емітент кожного виду цінних паперів буде точно знати, що від нього вимагається, оскільки на даний момент відсутність такої диференціації призводить до того, що кожен емітент повинен дотримуватися усього масиву вимог. Видається, що такий стан речей в деяких випадках може призводити до не виправданих витрат зі сторони емітентів і цей фактор буде відлякувати їх від здійснення емісії.

Реклама

Будь-який вид реклами, пов'язаний з розміщенням цінних паперів

- повинен зазначати, що проспект опублікували або опублікують і де його можна отримати;
- подається у форматі, який можна легко розпізнати та інформація у ньому повинна бути достовірною, не вводити в оману і відповідати проспекту¹⁶⁸.

Згідно з частиною першою статті 46 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», рекламною інформацією на фондовому ринку є, зокрема, реклама емітента, цінних паперів, що ним розміщуються, або які перебувають в обігу. *Пропонуємо доповнити цю статтю вимогою, згідно з пунктом другим статті 15 Директиви 2003/71/ЄС, щодо необхідності зазначати у рекламі, що проспект емісії опублікують, або уже опублікували, і де його можна отримати.*

Мова проспекту

Якщо розміщення цінних паперів планується здійснювати у приймаючій державі—члені, то його повинні готувати на мові прийнятній у цій країні¹⁶⁹. Крім того, проспект може бути написаний мовою «звичною у сфері міжнародних фінансів», наприклад, англійською. Якщо проспект будуть готувати на такій мові, то регулятор може вимагати від емітента перекласти підсумок на мову держави—члена¹⁷⁰.

Згідно зі статтею 35 Закону УРСР «Про мови в Українській РСР» від 28 жовтня 1989 року № 8312-II «тексти офіційних оголошень, повідомлень, плакатів, афіш, реклами і т. ін. виконуються українською мовою. Поряд з текстом, викладеним українською мовою, може бути вміщено його переклад іншою мовою».

¹⁶² Відповідає підпункту D пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку I до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶³ Відповідає підпункту D пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку I до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶⁴ Відповідає підпунктам G, J пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку I до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶⁵ Відповідає підпункту H пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку I до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶⁶ Відповідає підпункту A пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку I до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶⁷ Відповідає підпункту I пункту 1 Структури Підсумку, яка визначена у Додатку I до Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶⁸ Стаття 15 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁶⁹ «Приймаюча» держава—член визначена як держава, в якій здійснюється публічна пропозиція або допуск до торгів, якщо нею не є власна держава—член, підпункт (n) пункту 1 Статті 2 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁷⁰ Пункт 2 Статті 19 Директиви 2003/71/ЄС.

Інші повідомлення

Додатки

Якщо між погодженням проспекту та закриттям публічної пропозиції або початком торгів виникають нові значущі фактори, або стає відомо про якісь недостовірні дані у проспекті, емітенти повинні опублікувати додаток до проспекту¹⁷¹. Згідно з пунктом 2 Статті 16 Директиви 2003/71/ЄС інвестори, які погодилися придбати або передплатити цінні папери можуть витребувати їх акцепт назад на протязі певного часу, якщо емітенти опублікують додаток до проспекту. Будь-які додатки до проспекту повинні бути погоджені протягом 7 робочих днів.

Українське законодавство також містить подібне положення. Так, згідно з частиною восьмою статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» «у разі внесення до проспекту емісії цінних паперів змін емітент повинен зареєструвати їх та опублікувати інформацію про ці зміни протягом 30 днів після опублікування проспекту емісії, але не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення цінних паперів». *Пропонуємо доповнити цю статтю положенням, яке б дозволяло особам, які придбали або передплатили цінні папери, відмовитися від акцепту у випадку публікації змін до проспекту емісії.*

Базовий проспект

Згідно з пунктом 4 Статті 5 Директива 2003/71/ЄС запроваджує нову концепцію «базового проспекту» для цінних паперів, які не надають прав на частку в емітенті (non-equity securities), який містить усю відповідну інформацію про емітента і цінні папери, які будуть розміщені на регульованому ринку. Цей вид проспекту відрізняється тим, що він подається до компетентного органу без подальшого його погодження¹⁷². Але у разі внесення змін до базового проспекту емітент буде змушений їх погодити з регулятором¹⁷³.

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» не дозволяє готувати подібний вид проспекту. Гадаємо, що запозичення цієї концепції в українське законодавство було б корисним, оскільки воно б сприяло розвитку ринку недольових цінних паперів.

Використання посилань

Директива дозволяє використання посилань, без викладення повного тексту у проспекті, на інформацію, яка міститься у одному або більше попередньо опублікованих документах, які були погоджені компетентними органами власної держави—члена¹⁷⁴.

Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» положеннями, які б дозволяли використання посилань на інформацію, яка уже була погоджена ДКЦПФР.

Річна інформація

Згідно зі статтею 10 Директиви 2003/71/ЄС емітенти, чії цінні папери допущені до торгів на регульованому ринку, кожного року повинні надавати документ, який містить або посилання на інформацію, яку емітент опублікував за останні 12 місяців згідно з вимогами законодавства про цінні папери. Ця вимога звичайно збільшить витрати компаній, але варто зазначити, що вона не стосується емісії цінних паперів, які не надають прав на частку в емітенті (non-equity securities) і деномінація яких складає принаймні 50 000 тисяч євро.

¹⁷¹ Пункт 1 Статті 16 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁷² Rosali Pretorius, Jamile Ferreira. The implementation of the new Prospectus Directive in the United Kingdom // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2005. — № 20(2). — P. 62.

¹⁷³ Пункт 4 Статті 5 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁷⁴ Пункт 1 Статті 11 Директиви 2003/71/ЄС.

Пропонуємо доповнити Розділ V (Розкриття інформації на фондовому ринку) Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зобов'язанням емітентів публікувати вищезазначений документ.

Відповідальність

Відповідальність «за інформацію, яка надається у проспекті несуть принаймні емітент або його адміністративні, управлінські чи наглядові органи; особа, яка здійснює публічну пропозицію; особа, яка хоче отримати дозвіл на допуск цінних паперів до торгів на регульованому ринку; або гарант»¹⁷⁵. Директива вимагає чітко визначити відповідальних осіб поіменно і згідно з їхніми функціями або, у випадку юридичної особи, зазначити їх назви та зареєстрований офіс.

Згідно з пунктом п'ятим статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» «проспект емісії цінних паперів підписується керівником емітента (головою виконавчого органу), аудитором та засвідчується печаткою емітента. Особи, що підписали проспект емісії, тим самим підтверджують достовірність відомостей, які в ньому містяться, а аудитор — достовірність перевірених ним відомостей. Особи, винні в поданні недостовірних відомостей у проспекті емісії цінних паперів, несуть відповідальність згідно із законами України.

Замість підсумку

Аналітики стверджують, що нові правила, запроваджені Директивою 2003/71/ЄС призвели до того, що проспект емісії тепер дуже нагадуватиме проспект емісії північноамериканського зразка¹⁷⁶. Хоча такі зміни можуть піти на краще, адже фондовий ринок Сполучених Штатів Америки є найбільшим у світі. Аналітики сподіваються, що на європейському ринку не відбудеться зміщення в бік надто детального розкриття інформації замість надання чіткого та доступного матеріалу, адже підсумок, принаймні теоретично (який за розмірами не повинен перевищувати 2500 слів), може містити усю необхідну інформацію.

У Об'єднаному Королівстві положення Директиви будуть імплементувати шляхом внесення змін до двох основних законодавчих актів, які регулюють режим розкриття інформації:

— до Частини VI Акту про фінансові послуги та ринки 2000 року, з метою включення до існуючого режиму публічної пропозиції цінних паперів, лістинг яких на фондових біржах не здійснюється і допуску цінних паперів до торгів на регульованому ринку;

— до Лістингових Правил з метою доповнення їх деякими новими зобов'язаннями, про які йдеться у Директиві 2003/71/ЄС.

Тут варто зауважити, що Казначейство Об'єднаного Королівства у своєму консультативному документі щодо імплементатії Директиви 2003/71/ЄС зробило цікаве зауваження щодо визначення «публічної пропозиції цінних паперів». Аналітики Казначейства вважають, що визначення є надзвичайно широким і потенційно неоднозначним, особливо враховуючи той факт, що перепродажі цінних паперів, згідно з новим визначенням, набувають статусу самостійних пропозицій. З метою імплементатії визначення Казначейство пропонує метод копіювання, тобто прямого запозичення у Частину VI Акту про фінансові послуги та ринки, але із уточненням, що публічна пропозиція не включає в себе повідомлення у зв'язку із торгами на:

- регульованому ринку; чи
- багатосторонній торговельній системі; чи
- будь-якому ринку, визначеному у статті 118 цього Акту.

Директива 2003/71/ЄС та Регламент Комісії 809/2004 запроваджують цілком новий режим підготовки проспектів емісії цінних паперів. Аналіз показує, що він є більш чутливим до емісії різних видів цінних паперів. Це можна проілюструвати запровадженням «матриць» та «базових блоків», з яких моделюється кожен індивідуальний проспект емісії. Такий підхід повинен спростити життя емітентам і заохочувати їх до активнішої діяльності на фондовому

¹⁷⁵ Пункт 1 Статті 6 Директиви 2003/71/ЄС.

¹⁷⁶ Lucian Pollington. *New Listing Rules and Prospectus Regime*//Tolley's Company Law and Insolvency. — CLIN 2005.5.4(1).

ринку. Тут варто також згадати про концепцію «базового проспекту», підготовка якого взагалі не вимагає погодження у компетентних органах. Не зважаючи на те, що визначення «публічної пропозиції» є досить широким і практично не дає можливості емітентам уникнути підготовки проспекту, не потрібно забувати про велику кількість винятків із цього правила. Один із цих винятків присутній і в українському законодавстві (приватне розміщення), але гадаємо, що варто розглянути можливість запозичення в українське законодавство і інших винятків, які дозволяє робити Директива 2003/71/ЄС. Таких, наприклад, винятків, що стосуються цінних паперів, лістинг яких уже здійснюється на офіційному фондовому ринку держави або цінних паперів, що пропонуються у контексті придбань та поглинань компаній.

4. ВИМОГИ ЩОДО ПРОЗОРОСТІ КОМПАНІЙ, ЦІННІ ПАПЕРИ ЯКИХ КОТИРУЮТЬСЯ НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ

Однією з основних цілей врегулювання цієї сфери актами **acquis communautaire** є підвищення рівня прозорості діяльності інвестиційних фірм та відповідно — обсягу та якості інформації яка надається інвесторам щодо діяльності компаній роздрібним інвесторам, компетентним органам та підлягає оприлюдненню.

У ЄС були прийняті такі директиви, в яких встановлюються чи деталізуються вимоги щодо прозорості інвестиційних фірм та інших учасників ринку інвестиційних послуг в цінні папери:

1. Директива 2005/56/ЄС Європейського парламенту та Ради від 26.10.2005 р. про міжнародні злиття компаній з обмеженою відповідальністю передбачає вимоги: до змісту проекту про міжнародне злиття компаній (ст. 5), до оприлюднення інформації про міжнародне злиття компаній (ст. 6); щодо інформування органом управління чи наглядовою радою кожної з компаній — учасниць злиття акціонерів (учасників) таких компаній, їх кредиторів та найманих працівників (статті 7 і 8); до реєстрації компаній, що виникають в результаті міжнародного злиття, та оприлюднення відомостей такої реєстрації (ст. 13).

2. Директива 2005/60/ЄС Європейського парламенту та Ради від 26.10.2005 р. щодо попередження використання фінансової системи для відмивання коштів та фінансування тероризму передбачає: обов'язки клієнта щодо розкриття інформації про свою особу, ділові стосунки та джерела коштів (гл. 12, статті 6-10), а також особливі вимоги до певної категорії клієнтів, в т.ч. анонімних (статті 11-18); обов'язок фінансових, кредитних установ, страхових компаній та інших осіб, на які поширюється дія Директиви, повідомляти компетентний орган про зобов'язання, що виникають у процесі здійснення такими організаціями своєї основної діяльності, в т.ч. на підставі угод з клієнтами (статті 20-29); штрафи, що накладаються за порушення вимоги Директиви (ст. 39).

3. Директива 2005/81/ЄС Комісії від 28.12.2005 р., що змінює Директиву 80/723/ЄЕС щодо прозорості фінансових відносин між Державами — членами та установами (організаціями) — в межах деяких правочинів:

Оскільки Директива 80/723/ЄЕС вимагає, щоб держави — члени гарантували прозорість фінансових відносин між органами влади держав—членів та організацій (щодо деяких правочинів), Директива 2005/81/ЄС запроваджує деякі нові вимоги щодо такої прозорості і відповідно — вносить зміни до ст. 2 Директиви 80/723/ЄЕС, а також передбачає строк для виконання цієї Директиви (ст. 2), момент набуття нею чинності (ст. 3), та поширення її дії на всіх держав — членів ЄС (ст. 4).

4. Директива 2006/31/ЄС Європейського парламенту та Ради від 05.04.2006 р., що змінює Директиву 2004/39/ЄС щодо ринків фінансових послуг, стосовно деяких граничних термінів передбачає подовження строків імплементації Директиви 2004/39/ЄС, що пов'язується з даток припинення дії Директиви 93/22/ЄС — з 1 листопада 2007 р.

5. Директива 2006/43/ЄС Європейського парламенту та Ради від 17.05.2006 р. щодо встановлення законом перевірок щорічних звітів та консолідованих звітів на зміну Директиви 78/660/ЄЕС і 83/349/ЄЕС Ради та скасовуючи текст Директиви 84/253/ЄЕС Ради передбачає:

- Порядок ведення реєстру ревізорів, що має бути публічним та містити визначену Директивою та національним законодавством держав—членів інформацію про зазначених осіб, яка має оновлюватися з врахуванням в стані зазначених осіб (статті 15-20);

- Дотримання при проведенні ревізій професійної етики, незалежності, об'єктивності, не розголошення конфіденційної інформації про клієнта та професійної таємниці (статті 21-25);

- Вимоги щодо прозорості для встановлених законом ревізій об'єктів публічного інтересу (ст. 40).

6. Директива 2006/46/ЄС Європарламенту та Ради від 14.06.2006 р., що змінює Директиви Ради 78/660/ЄЕС про щорічні звіти деяких типів компаній 83/349/ЄЕС про консолідовані звіти, 86/635/ЄЕС про щорічні звіти та консолідовані звіти банків та інших фінансових установ та 91/674/ЄЕС про щорічні звіти та консолідовані звіти страхових компаній: перед-

бачас збільшення вимог до розміру статутного капіталу деяких видів (залежно від сфери діяльності та наявності статусу емітента цінних паперів) компаній, річні звіти яких підлягають оприлюдненню, в т. ч. емітентів цінних паперів, що розміщуються шляхом публічної (відкритої) підписки.

7. Директива 2006/68/ЄС Європейського парламенту та Ради від 06.09.2006 р., що змінює Директиву 77/91/ЄС Ради щодо формування та зміни капіталу компанії з обмеженою відповідальністю: відповідно до ст. 1 Директиви 2006/68/ЄС вноситься низка змін до Директиви 77/91/ЄС, в т. ч. доповнення Директиви 77/99/ЄС ст. 10b, що передбачає оприлюднення (шляхом публікації) інформації про вклад, зроблений в негрошовій формі: (a) опис такого вкладу; b) його оцінка, метод та її джерело; (c) заява про відповідність оцінки фактичній та/або номінальній цінності вклад; (d) заява (висновок) про відсутність обставин, що впливають на первісну оцінку.

8. Директива 2006/73/ЄС Комісії від 10.08.2006 р. на виконання Директиви 2004/39/ЄС Європейського парламенту та Ради щодо організаційних вимог, експлуатаційних режимів для інвестиційних фірм та певних строків передбачає: вимоги до інформації про інвестиційну фірму та її діяльність (ст. 3); вимогу про щорічне повідомлення зовнішніми ревізорами інвестиційної фірми компетентного органу щодо адекватності фактичного стану інвестиційної фірми та її діяльності встановленим вимогам (ст. 20); вимоги до діяльності інвестиційної фірми (гл. III), в т. ч. розкриття клієнтам (потенційним клієнтам) необхідної для них інформації та її обсягу (статті. 26-34); вимоги щодо надання клієнтами інвестиційній фірмі інформації, необхідної для надання інвестиційних послуг (ст. 35).

В Україні діють такі акти законодавства та законопроекти, в яких встановлюються чи деталізуються вимоги щодо прозорості інвестиційних фірм та інших учасників ринку інвестиційних послуг в цінні папери:

1. Закон України від 01.12.2005 р. «Про внесення змін до Закону України «Про захист прав споживачів»: прийнято нову редакції Закону «Про захист прав споживачів», який закріплює серед загальних прав споживачів (ч. 1 ст. 4) право на необхідну, доступну, достовірну та своєчасну інформацію про продукції про її виробника (виконавця). *Частково враховує положення директив:*

2004/39/ЄС щодо обов'язку виконавця надавати клієнтові (потенційному клієнтові) чітку та не оманливу інформацію, необхідну для прийняття клієнтом зваженого рішення щодо надання йому відповідних послуг (ст. 19);

2006/73/ЄС від 10.08.2006 р., прийнятої на виконання Директиви 2004/39/ЄС Європейського парламенту та Ради щодо організаційних вимог, експлуатаційних режимів для інвестиційних фірм та певних строків, зокрема стосовно вимог до виконавця (інвестиційної фірми) добросовісно дотримуватися інтересів клієнтів при визначенні плати за інвестиційні послуги, розкриття клієнтам (потенційним клієнтам) необхідної для них інформації та її обсягу (статті 26-35)/

2. Закон України 22 грудня 2005 року «Про іпотечні облігації» визначає: ведення реєстру іпотечного покриття (відомості про склад кожного окремого іпотечного покриття), встановлює вимоги до відомостей такого реєстру, визначає осіб, які ведуть такий реєстр (емітент звичайних іпотечних облігацій, а у разі випуску структурованих іпотечних облігацій — управитель відповідно до укладеного з ним договору, вимоги щодо щомісячного оновлення реєстру, надання витягів з нього на вимогу власників іпотечних облігацій, а також ДКЦПФР — у строки та у формі, що визначаються цією Комісією (ст. 10). Частково враховує положення директив ЄС:

Директиви 2003/6/ЄС щодо: обов'язку емітента оприлюднювати інсайдерську інформацію про себе та цінні папери, які їм випускаються (частини 1-3 ст. 6); права компетентних органів вимагати від учасників фондового ринку (ст. 11);

Директиви 2004/39/ЄС щодо оприлюднення інформації про цінні папери та їх емітента, а також подання відповідної інформації компетентному органу (п. 3 ст. 1, ч. 2 ст. 12 Директиви 2003/6/ЄС);

Директиви 2005/60/ЄС від 26.10.2005 р. щодо зберігання документації емітентом (статті 30-34) та ін.

3. Законом № 3201-IV від 15.12.2005 р. доповнено новими положеннями Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: в т.ч. новою статтею 4-1 «Рейтингові агентства та рейтингова оцінка», що передбачає: основні засади ведення Державного реєстру

уповноважених рейтингових агентств та публічність включених до нього відомостей. *Значною мірою враховують положення директив:*

Директиви 2003/6/ЄС щодо: обов'язку емітента оприлюднювати інсайдерську інформацію про себе та цінні папери, які їм випускаються (частини 1-3 ст. 6); права компетентних органів вимагати від учасників фондового ринку (ст. 11);

Директиви 2004/39/ЄС щодо оприлюднення інформації про цінні папери та їх емітента, а також подання відповідної інформації компетентному органу (п. 3 ст. 1, ч. 2 ст. 12 Директиви 2003/6/ЄС);

Директиви 2005/60/ЄС від 26.10.2005 р. щодо зберігання документації емітентом (статті 30-34) та ін.

4. Закон України 23 лютого 2006 року «Про цінні папери та фондовий ринок» запровадив низку заходів, аналогічних за своєю суттю відповідним положенням законодавства ЄС (в т. ч. про маніпулювання передбачених директивами ЄС, зокрема: 2004/39/ЄС від 21.05.2004 р. щодо ринків фінансових інструментів; 2001/34/ЄС від 28.05.2001 про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про цінні папери, а саме:

I. Закріплює визначення термінів (ст. 1), в т. ч.: поняття «проспект емісії цінних паперів» — документ, який містить інформацію про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів;

II. Встановлює уніфіковані вимоги:

- до емісії цінних паперів, в т. ч. вимоги: 1) до проспекту емісії цінних паперів (ст. 30), в т. ч. щодо розкриття інформації, обліку зареєстрованих випусків цінних паперів (ст. 31), вимоги до закритого (ст. 32) та відкритого (ст. 33) розміщення цінних паперів, особливості відкритого розміщення за участю андеррайтера (ст. 34), до звіту про результати розміщення цінних паперів, що подається ДКЦПФР (ст. 36), визначаються особливості розміщення цінних паперів іноземних емітентів на території України та українських емітентів за межами України (ст. 37);

- до розкриття інформації на фондовому ринку його учасниками: емітентами (ст. 39), в т. ч. подання ДКЦПФР регулярної інформації (ст. 40), особливої інформація про емітента (ст. 41), учасниками депозитарної системи про облік іменних цінних паперів (ст. 42), а також визначається поняття інсайдерської інформації та інсайдерів (ст. 45) і встановлюється заборона щодо її використання інсайдерами у власних інтересах та/або інтересах третіх осіб.

Цей Закон значною мірою враховує відповідні положенням Директиви 2004/39/ЄС (щодо прозорості діяльності професійних учасників ринку цінних паперів, Директиви 2004/39/ЄС (статті 5, 6, 7, 8, 16, 17, 36, 43; щодо прозорості торгів — статті 44, 45), Директиви 2004/109/ЄС від 15.12.2004 р. щодо прозорості інформації про емітентів цінних паперів, зокрема: щодо щорічних звітів емітента (ст. 4), відповідальності за достовірність інформації звітів (ст. 7), щодо повідомлення про продаж/придбання значних пакетів акцій (ст. 9), оприлюднення емітентом відомостей про річні результати його діяльності (ст. 4) та додаткової інформації (ст. 16), інформаційних вимог до емітента (ст. 17, 18), щодо права компетентних органів на отримання від емітентів, аудиторів, утримувачів акцій, професійних учасників ринку цінних паперів інформації в установленому обсязі та застосування заходів впливу а разі відмови у наданні такої інформації (ч. 4 ст. 24);

Директиви 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком (щодо заборони неправомірного використання інсайдерської інформації — ст. 2; щодо порядку оприлюднення інсайдерської інформації — ст. 6; надання компетентному органу інформації про емітента та цінні папери — ч. 2 ст. 12, захисту професійної таємниці — ст. 13); Першої директиви 68/151/ЄС від 09.03.1968 р. щодо розкриття товариством інформації про товариство, його посадових осіб, акціонерів (учасників) з істотною участю у статутному капіталі, про цінні папери, що емітуються товариством, а також подання компетентному органу (органам) відповідної інформації, внесення змін до відомостей Реєстру (статті 2-4); дійсності зобов'язань товариства (статті 7-9).

5. Закон України від 15.03.2006 р. «Про холдингові компанії в Україні» визначає правовий статус таких компаній та їх корпоративних підприємств, передбачаючи вимоги щодо оприлюднення інформації про холдингову компанію: а) протягом місяця з дня державної реєстрації така компанія має оприлюднити інформацію про напрями своєї діяльності в офіційному друкованому видання ДКЦПФР; б) холдингова компанія протягом усього періоду своєї

діяльності повинна не рідше одного разу на рік оприлюднити свою консолідовану фінансову звітність та фінансову звітність своїх корпоративних підприємств — ст. 9.

Подібні вимоги підвищують рівень прозорості діяльності холдингових компаній та їх корпоративних підприємств, що відповідає положенням ч. 2 ст. 12 Директиви ЄС 2003/6/ЄС щодо обов'язку емітентів цінних паперів оприлюднювати та подавати компетентному органу інформацію встановленого обсягу щодо власної діяльності та емітованих цінних паперів, а також положенням Сьомої директиви щодо подання концентрованими структурами (в т.ч. холдинговими компаніями) консолідованої звітності.

6 Закон України від 14.09.2006 р. «Про внесення змін до Закону України «Про аудиторську діяльність», який викладено в новій редакції, що передбачає, зокрема:

- випадки проведення обов'язкового аудиту (ст. 8): 1) для підтвердження достовірності та повноти річної фінансової звітності та консолідованої фінансової звітності відкритих акціонерних товариств, підприємств — емітентів облігацій, професійних учасників ринку цінних паперів, фінансових установ та інших суб'єктів господарювання, звітність яких відповідно до законодавства України підлягає офіційному оприлюдненню, за винятком установ та організацій, що повністю утримуються за рахунок державного бюджету; 2) перевірки фінансового стану засновників банків, підприємств з іноземними інвестиціями, відкритих акціонерних товариств (крім фізичних осіб), страхових і холдингових компаній, інститутів спільного інвестування, довірчих товариств та інших фінансових посередників; 3) емітентів цінних паперів при отриманні ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів; 4) в інших випадках, передбачених законами України;

- відкритість Реєстру аудиторів (ст. 11);
- публічність (оприлюднення) фінансової звітності, яка підлягає обов'язковому аудиту (ст. 9).

Зазначені положення значною мірою положення відповідають директивам ЄС:

2004/39/ЄС щодо: збереження професійної таємниці ревізорами (аудиторами), які працюють в компетентних органах або для компетентних органів (ч. 1 ст. 54);

- 2006/43/ЄС від 17.05.2006 р. щодо встановлених законом перевірок щорічних звітів та консолідованих звітів щодо: а) публічності реєстрації ревізорів та відкритості відповідного Реєстру, який має періодично оновлюватися з врахуванням змін у фактичному стані зазначених осіб (статті 15-20); б) дотримання при проведенні ревізій професійної етики, незалежності, об'єктивності, не розголошення конфіденційної інформації про клієнта та професійної таємниці (статті 21-25); вимог прозорості встановлених законом ревізій об'єктів публічного інтересу (ст. 40).

Проекти законів України.

Проект Закону «Про акціонерні товариства» (01.09.2006 р.):

- більш ґрунтовно, ніж Закон «Про господарські товариства», регулює порядок скликання та проведення загальних зборів акціонерів (розділ VII), передбачаючи персональні повідомлення акціонерів (рівночасно опублікування повідомлення про загальні збори передбачається лише у разі наявності в товаристві понад 1000 акціонерів — ст. 34); містить спеціальну статтю, що визначає порядок надання та/або ознайомлення акціонерів з документами під час підготовки до загальних зборів (ст. 35);

- Спеціальний розділ (р. XV, статі 75-76) присвячений зберіганню документів та інформації про товариство; в ст. 75 визначається досить значний перелік документів, що зберігається в товаристві протягом всього строку його діяльності, посадові особи, відповідальне за таке зберігання документів товариства, та доступність цієї інформації для акціонерів товариства, а також право акціонерів, особи, що підписалася на акції, державних органів, уповноважених здійснювати регулювання на ринку цінних паперів, вимагати від товариства надання переліку афілійованих осіб та відомості про належні їм акції; ст. 76 закріплює основні засади надання інформації про акціонерне товариство.

Таким чином, положення цього законопроекту значною мірою враховують відповідні положення низки директив ЄС, зокрема:

- 2004/39/ЄС: щодо особистих угод (угод з елементами заінтересованості), що укладаються посадовими (прийнятими) особами з інвестиційною фірмою (ст. 11-12); ситуацій з конфліктом інтересів, в т.ч. розкриття інформації про його наявності (ст. 21-23), що можуть зашкодити інвесторам, та встановлення вимог щодо їх розв'язання (прийняття рішень у разі наявності конфлікту інтересів);

• Першої директиви 68/151/ЄЕС від 09.03.1968 р. щодо розкриття товариством інформації про товариство, його посадових осіб, акціонерів (учасників) з істотною участю у статутному капіталі, про цінні папери, що емітуються товариством, а також подання компетентному органу (органам) відповідної інформації, внесення змін до відомостей Реєстру (статті 2-4); дійсності зобов'язань товариства (статті 7-9);

• Другої Директиви 77/91/ЄЕС від 13.12.1976 р. про узгодження гарантій, що їх вимагають держави—члени у розумінні частини 2 статті 58 Договору, з метою захисту інтересів учасників та третіх осіб, збереження та зміни капіталу, з метою забезпечення рівності застосування таких гарантій, зокрема: інформації, що має містити статут товариства (ст. 2) та її оприлюднення (ст. 3); оприлюднення інформації про загальні збори та їх рішення щодо збільшення статутного капіталу товариства (ст. 25) та зменшення статутного капіталу (ст. 30, 32, 37);

• Третьої Директиви 78/855/ЄЕС від 09.10.1978 р. про злиття акціонерних товариств, зокрема: щодо оприлюднення відомостей про злиття товариств (ст. 18);

• Шостої Директиви 82/891/ЄЕС від 17.12.1982 р. про поділ акціонерних товариств, зокрема: оприлюднення відомостей про поділ товариства (ст. 16);

• Сьомої директиви 83/349/ЄЕС про консолідовану звітність щодо оприлюднення товариством, яке застосовує розміщення свої цінних паперів шляхом відкритої підписки/публічної пропозиції, інформації річної звітності;

• Директива 2006/43/ЄС Європейського парламенту та Ради від 17.05.2006 р. щодо встановлених законом перевірок щорічних звітів та консолідованих звітів, зокрема: обов'язкове проведення встановлених законом зовнішніх ревізій (аудиторських перевірок) лише ревізорами та контролюючими фірмами (згідно встановленого переліку), схваленими (шляхом акредитації чи ліцензування) компетентними органами та внесеними до відповідного реєстру за умови відповідності таких осіб встановленим вимогам (ст.3); не розголошення конфіденційної інформації про клієнта та професійної таємниці при проведенні ревізій зовнішніми ревізорами (аудиторами) (статті 21-25); порядку та умов проведення встановлених законом ревізій об'єктів публічного інтересу, в т.ч. вимоги щодо їх прозорості (статті 39-43) та ін.

Указ Президента України від 30.12.2005 р. «Про утворення Державного агентства України з інвестицій та інновацій» передбачає створення такого спеціально уповноваженого центрального органу виконавчої влади серед повноважень Державного агентства з інвестицій та інновацій (а) формування інформаційних баз даних про інвестиційні та інноваційні програми та проекти; (б) здійснення державної реєстрації інноваційних проектів та ведення Реєстру таких проектів. *Відповідає положенням Директиви 2004/39/ЄС щодо можливості створення одного чи кількох компетентних органів, які здійснюють певні функції щодо регулювання ринку інвестиційних послуг (ст. 48).*

Указ Президента України від 03.03.2006 р. № 185/2006 «Про заходи щодо вдосконалення державного регулювання у сфері будівництва житла та стабілізації ситуації на первинному ринку житла» є реакцією на фінансові шахрайства за участю компанії «Еліта-центр», в результаті чого були порушені права та законні інтереси інвесторів, що вклади свої кошти в будівництво житла, передбачає розроблення законопроектів про внесення змін до чинного законодавства України, спрямовані на:

• недопущення розповсюдження реклами про будівництво жилого будинку без зазначення у ній інформації про всіх суб'єктів, що є учасниками такого будівництва та здійснюють його фінансування, та інформації про наявність у них визначених законодавством дозволів на будівництво певного жилого будинку, ліцензій на провадження відповідних видів діяльності, а також даних про відведення в установленому порядку земельної ділянки під будівництво такого жилого будинку.

Враховує значною мірою положення Директив 2004/39/ЄС щодо надання інвестиційною фірмою клієнтам (роздрібним інвесторам) справедливої, чіткою та не оманливої інформації (ст. 19).

Рішення ДКЦПФР від 23.11.2005 № 658 « Про затвердження Змін та доповнень до Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду та інформації про їх випуск та до Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів інвестиційної компанії та інформації про їх випуск» передбачає, зокрема:

• перелік відомостей у довідці про вартість чистих активів, яка подається в ДКЦПФР: разом активи фонду; разом зобов'язання фонду; вартість чистих активів; кількість акцій та інвестиційних сертифікатів в обігу» (п.);

- внесення емітентом інвестиційних сертифікатів зміни та доповнення до інформації про їх випуск (у разі їх наявності) та подання емітентом відповідної інформації ДКЦПФР протягом 10 робочих днів після затвердження цих змін та доповнень (п.);

- неповернення емітенту документів, поданих для анулюванні випуску інвестиційних сертифікатів та інформації про їх випуск, крім оригіналу свідоцтва про випуск інвестиційних сертифікатів та оригіналу зареєстрованої інформації про випуск інвестиційних сертифікатів, які повертаються заявнику за його письмовим запитом (п. 15)

Враховує значною мірою положення Директив щодо прозорості ринку інвестиційних послуг та інформування компетентного органу про зміни у діяльності інститутів спільного інвестування (а саме: ч. 3 ст. 5, ст. 25 Директиви 2004/39/ЄС).

Рішення ДКЦПФР від 17.01.2006 № 6 «Про затвердження Змін до Положення про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду (інвестиційної компанії), затвердженого рішенням ДКЦПФР від 05.11.99 № 229, передбачає внесення змін, що відповідають положенням Закону «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», в т.ч. необхідність подання ДКЦПФР при скасуванні реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду (інвестиційної компанії), у разі їх реорганізації шляхом злиття або приєднання, звіту про здійснені розрахунки з кредиторами та учасниками фонду за формою відповідно до нового додатку згаданого Положення (Додаток 2). Враховує значною мірою положення ч. 3 ст. 5, ст. 25 Директиви 2004/39/ЄС.

Ліцензійні умови, прийняті відповідно до нового Закону «Про цінні папери та фондовий ринок», передбачають спеціальні порядки ліцензування щодо певних видів професійної діяльності на ринку цінних паперів:

Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з управління активами інституційних інвесторів діяльності з управління активами, затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006 № 341, передбачають:

- перелік документів, які подаються корпоративним інвестиційним фондом (КУА) для отримання ліцензії (копії ліцензії) на провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами) — гл. 2: а) заява про видачу ліцензії встановленого зразка; б) копія свідоцтва про державну реєстрацію заявника, засвідчена нотаріально або органом, що видав документ; в) засвідчена в установленому порядку копія статуту заявника, із змінами та доповненнями (нова редакція), які зареєстровано відповідно до законодавства; г) аудиторський висновок про формування та сплату статутного фонду (капіталу) за станом на дату державної реєстрації заявника, складений відповідно до Вимог до аудиторського висновку, який подається до ДКЦПФР для отримання ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів, затверджених рішенням ДКЦПФР від 28.07.2004 № 325, зареєстрованих у Міністерстві юстиції України 27.09.2004 за № 1217/9816; д) довідка про керівних посадових осіб та фахівців заявника (його відокремлених підрозділів), що мають повноваження безпосередньо провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів і сертифіковані у порядку, установленому ДКЦПФР; е) інформація про власників та пов'язаних осіб заявника; є) довідка про наявність (відсутність) у складі засновників (акціонерів) заявника органу (органів) державної влади (із зазначенням у разі наявності частки кожного в статутному фонді (капіталі), засвідчена підписом та печаткою заявника, складена у довільній формі); є) копія свідоцтва (свідоцтв) про реєстрацію випуску цінних паперів (у разі здійснення випуску цінних паперів заявником); ж) письмове подання відповідної саморегулювальної організації щодо спроможності компанії з управління активами провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами); з) засвідчені в установленому порядку копії документів, що підтверджують право власності заявника на приміщення або право користування ним;

- зазначення в заяві про видачу ліцензії інформації про кожен відокремлений підрозділ (разі наявності в заявника таких, що мають провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі отриманої ним ліцензії) та відповідно — обов'язкове подання до заяв про видачу ліцензії заверених підписом та печаткою заявника документів: а) оригіналу або копії положення про відокремлений підрозділ; б) довідки про керівних посадових осіб та фахівців заявника (його відокремлених підрозділів), що мають повноваження безпосеред-

ньо провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів і сертифіковані у порядку, встановленому ДКЦПФР.

Б. Умови провадження КУА професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами) передбачають вимоги до ліцензіата щодо (гл. 3), в т. ч.:

- подання ліцензіатом звітів до органу ліцензування відповідно до вимог нормативно-правових актів ДКЦПФР;
- повідомляти орган ліцензування про всі зміни даних, зазначених у документах, що додавалися до заяви про видачу ліцензії (копії ліцензій), у встановлені строки та передбаченій ДКЦПФР формі;
- повідомлення ДКЦПФР у встановленій формі про відкриття відокремленого підрозділу в регіоні іншому, ніж регіон місцезнаходження ліцензіата;
- повідомлення в письмовій формі ДКЦПФР у разі виходу ліцензіата із саморегулювальної організації (протягом двадцяти робочих днів з дати виходу) із зазначенням причини виходу, а також набуття членства (протягом трьох місяців) в саморегулювальної організації з відповідним повідомленням про це ДКЦПФР протягом тридцяти календарних днів;

В. Підставами для анулювання ліцензії (копії ліцензії) можуть бути порушення, пов'язані з інформацією, в т. ч.:

акт про виявлення недостовірних відомостей у документах, поданих заявником для одержання ліцензії (копії ліцензії);

акт про встановлення факту неподання ліцензіатом у встановлений строк повідомлення про зміну даних, зазначених у документах, що додавалися до заяви про видачу ліцензії (копії ліцензії);

Встановлені спеціальні Ліцензійні умови щодо інших видів професійної діяльності на фондовому ринку (діяльності з торгівлі цінними паперами, діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку, депозитарної діяльності, а також депозитарної діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів окремими рішеннями ДКЦПФР, що передбачають положення, аналогічні вищезазначеним:

- Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з торгівлі цінними паперами, затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006 № 346;
- Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку, затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006 № 347;
- Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку — депозитарної діяльності, а саме діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів, затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006 № 348;
- Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку — депозитарної діяльності, затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006 № 349.

В цілому ліцензійні умови приблизно на 80—85 % враховують відповідні вимоги директив ЄС щодо прозорості діяльності професійних учасників ринку цінних паперів, Директиви 2004/39/ЄС (статті 5, 6, 7, 8, 16,17, 36, 43).

Зміни та доповнення до Положення про порядок розрахунків з учасниками при ліквідації інвестиційних фондів або взаємних фондів інвестиційних компаній, затвердженого наказом Фонду державного майна України 29.12.99 за № 920/4213, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.11.99 № 2167/321: *затв. Наказом ФДМУ від 13.07.2006 № 1100 та рішенням ДКЦПФР від 04.08.2006 р.*: вносить, зокрема, зміни до п. 2.12 зазначеного Положення щодо обов'язку передати до галузевого державного архіву фінансових посередників Фонду державного майна України документи щодо укладених та виконаних інвестиційними фондами та взаємними фондами інвестиційних компаній з приватизаційними паперами та подає до Фонду державного майна України такі документи: а) звіт про здійснені розрахунки з учасниками за належними останнім інвестиційними сертифікатами (про викуп інвестиційних сертифікатів); б) довідки про виконання Фондом зобов'язань перед учасниками, надані відповідними реєстраторами, зберігачем та депозитарієм Фонду; в) оригінальні примірники договорів Фонду з банківськими установами щодо депонування грошових коштів (та/або цінних паперів), не сплачених (виданих) учасникам, та виписки з рахунків банківських установ,

відкритих відповідно до вказаних договорів; г) випуску з депозитного рахунку банківської установи (або нотаріальної контори), на якому задепоновані зазначені кошти; г) довідку з галузевого державного архіву фінансових посередників Фонду державного майна України про передачу всіх документів щодо укладених та виконаних інвестиційними фондами та взаємними фондами інвестиційних компаній угод з приватизаційними паперами». *Враховує значною мірою положення Директиви 2004/39/ЄС (ст. 25 — щодо зобов'язань підтримувати цілісність ринку, звітувати про трансакції та здійснювати облік).*

Рішення ДКЦПФР від 13.07.2006 № 540 « Про затвердження Змін до Положення про порядок реорганізації інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, створених відповідно до Указу Президента України від 19.02.94 № 55 «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії», в інститути спільного інвестування» передбачає:

Враховує значною мірою положення Директиви 2004/39/ЄС (ст. 25 — щодо зобов'язань підтримувати цілісність ринку, звітувати про трансакції та здійснювати облік; Третьої Директиви 78/855/ЄС від 09.10.1978 р. про злиття акціонерних товариств, зокрема: щодо оприлюднення відомостей про злиття товариств (ст. 18); Шостої Директиви 82/891/ЄС від 17.12.1982 р. про поділ акціонерних товариств, зокрема: оприлюднення відомостей про поділ товариства (ст. 16);

Виходячи з проведеного аналізу сучасний стан адаптації українського законодавства до права Європейського Союзу у сфері інвестиційних послуг за напрямом «вимоги щодо прозорості компаній, чії цінні папери котуються на фондових ринках», рівень адаптації українського законодавства до права ЄС можна оцінити як середній.

Частково **неврахованими** в законодавстві України є більшість положень прийнятих протягом 2005-2006 років директив, виконання яких вище проаналізовані (за винятком тих положень, що взагалі не враховані українським законодавством — див. далі):

- Директиви 2005/60/ЄС від 26.10.2005 р. щодо зберігання документації емітентом (статті 30-34) та ін.

- Директиви 2004/39/ЄС: щодо особистих угод (угод з елементами заінтересованості), що укладаються посадовими (прийнятими) особами з інвестиційною фірмою (ст. 11-12); ситуацій з конфліктом інтересів, в т. ч. розкриття інформації про його наявності (ст. 21-23), що можуть зашкодити інвесторам, та встановлення вимог щодо їх розв'язання (прийняття рішень у разі наявності конфлікту інтересів); щодо зобов'язань підтримувати цілісність ринку, звітувати про трансакції та здійснювати облік (ст. 25);

- 2004/109/ЄС від 15.12.2004 р. щодо прозорості інформації про емітентів цінних паперів, зокрема: щодо щорічних звітів емітента (ст. 4), відповідальності за достовірність інформації звітів (ст. 7), щодо повідомлення про продаж/придбання значних пакетів акцій (ст. 9), оприлюднення емітентом відомостей про річні результати його діяльності (ст. 4) та додаткової інформації (ст. 16), інформаційних вимог до емітента (ст. 17, 18), щодо права компетентних органів на отримання від емітентів, аудиторів, утримувачів акцій, професійних учасників ринку цінних паперів інформації в установленому обсязі та застосування заходів впливу а разі відмови у наданні такої інформації (ч. 4 ст. 24);

- Директиви 2003/6/ЄС щодо: обов'язку емітента оприлюднювати інсайдерську інформацію про себе та цінні папери, які їм випускаються (частини 1-3 ст. 6); права компетентних органів вимагати від учасників фондового ринку (ст. 11); подання відповідної інформації компетентному органу (п. 3 ст. 1, ч. 2 ст. 12 Директиви 2003/6/ЄС);

- Першої директиви 68/151/ЄС від 09.03.1968 р. щодо розкриття товариством інформації про товариство, його посадових осіб, акціонерів (учасників) з істотною участю у статутному капіталі, про цінні папери, що емітуються товариством, а також подання компетентному органу (органам) відповідної інформації, внесення змін до відомостей Реєстру (статті 2-4); дійсності зобов'язань товариства (статті 7-9);

- Другої Директиви 77/91/ЄС від 13.12.1976 р. про узгодження гарантій, що їх вимагають держави—члени у розумінні частини 2 статті 58 Договору, з метою захисту інтересів учасників та третіх осіб, збереження та зміни капіталу, з метою забезпечення рівності застосування таких гарантій, зокрема: інформації, що має містити статут товариства (ст. 2) та її оприлюднення (ст. 3); оприлюднення інформації про загальні збори та їх рішення щодо збільшення статутного капіталу товариства (ст. 25) та зменшення статутного капіталу (ст. 30, 32, 37);

- Третьої Директиви 78/855/ЄС від 09.10.1978 р. про злиття акціонерних товариств, зокрема: щодо оприлюднення відомостей про злиття товариств (ст. 18);

- Шостої Директиви 82/891/ЄЕС від 17.12.1982 р. про поділ акціонерних товариств, зокрема: оприлюднення відомостей про поділ товариства (ст. 16);
- Сьомої директиви 83/349/ЄЕС про консолідовану звітність щодо оприлюднення товариством, яке застосовує розміщення свої цінних паперів шляхом відкритої підписки/публічної пропозиції, інформації річної звітності;
- Директива 2006/43/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 17.05.2006 р. щодо встановлених законом перевірок щорічних звітів та консолідованих звітів, зокрема: обов'язкове проведення встановлених законом зовнішніх ревізій (аудиторських перевірок) лише ревізорами та контролюючими фірмами (згідно встановленого переліку), схваленими (шляхом акредитації чи ліцензування) компетентними органами та внесеними до відповідного реєстру за умови відповідності таких осіб встановленим вимогам (ст. 3); не розголошення конфіденційної інформації про клієнта та професійної таємниці при проведенні ревізій зовнішніми ревізорами (аудиторами) (статті 21-25); порядку та умов проведення встановлених законом ревізій об'єктів публічного інтересу, в т. ч. вимоги щодо їх прозорості (статті 39-43).

Пропозиції щодо вдосконалення українського законодавства: з врахуванням проведеного аналізу необхідно передбачити в законодавстві України:

Оприлюднення відомостей статуту господарського товариства як емітента цінних паперів та/або інвестиційної фірми, професійного інвестора або професійного учасника ринку цінних паперів товариства;

Порядку розв'язання ситуацій з конфліктом інтересів в інвестиційній фірмі та повідомлення роздрібних інвесторів про наявність такого конфлікту, якщо це загрожує їх інтересам при прийнятті рішень про вкладення інвестицій;

Врегулювати на рівні закону відносини щодо реорганізації господарських товариств як емітентів цінних паперів та інвестиційних фірм (в т.ч. інститутів спільного інвестування), яке має супроводжуватися оприлюдненням інформації про реорганізацію (з визначенням обсягу останньої), запровадження правових механізмів щодо захисту інтересів клієнтів, учасників та кредиторів таких товариств у процесі реорганізації;

Запровадити подання заявником для отримання ліцензії (або реєстрації регламенту інституту спільного інвестування) для здійснення діяльності професійного учасника ринку цінних паперів та/або інвестиційних послуг інформації, яка дозволить органу ліцензування зробити висновок про ступінь добропорядності посадових осіб інвестиційних фірм (в т.ч. інститутів спільного інвестування) та їх акціонерів (учасників) з істотною участю, що може зашкодити інтересам клієнтів (роздрібних інвесторів) в процесі надання їм інвестиційних послуг інвестиційною фірмою.

5. ЗЛОВЖИВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

5.1. Правове регулювання запобігання зловживанням на фондовому ринку в acquis ЄС

Інтегрований та ефективний фінансовий ринок вимагає ринкової цілісності. Налагоджене функціонування ринків цінних паперів та суспільна довіра до ринків є передумовами економічного зростання та процвітання. Зловживання на ринку порушують цілісність фінансових ринків та суспільну довіру до цінних паперів та похідних фінансових інструментів¹⁷⁷.

Багато уваги у регулюванні корпоративних відносин та відносин на фондовому ринку в ЄС приділяється питанням розкриття інформації. Швидко і сумлінне прилюдне розкриття інформації сприяє цілісності ринку, в той час як часткове розкриття інформації емітентами може призвести до втрати довіри інвесторів до цілісності фінансових ринків (пункт 24 Директиви 2003/6/ЄС). На думку багатьох експертів, сам факт того, що інформація про певні дії або факти повинна бути опублікована чи розкрита серед зацікавлених осіб, забезпечує додержання найкращих стандартів корпоративної поведінки значно ефективніше ніж прямі заборони або обмеження, що встановлюються нормами права.

Практика свідчить, що учасники корпоративних відносин прагнуть уникати у своїй діяльності вчинків, які можуть бути оцінені як недобросовісні, сумнівні. Передбачити усі варіанти такої поведінки у нормах права та заборонити їх практично неможливо, тому механізм розкриття інформації є найбільш дієвим способом забезпечення належної поведінки учасників корпоративних відносин. Забезпечення належної поведінки учасників корпоративних відносин через механізми розкриття інформації є більш гнучким та необтяжливим засобом регулювання ніж встановлення у законодавстві деталізованих правових норм. Крім того, виконання учасниками корпоративних відносин вимог щодо повного, суттєвого та своєчасного розкриття інформації проконтролювати значно легше, ніж виконання вимог щодо певної поведінки¹⁷⁸.

Група експертів високого рівня та Європейська Комісія пропонують розглядати розкриття інформації як засіб регулювання корпоративних відносин (замість встановлення численних обмежень та заборон здійснення певних дій).

Але у регулюванні відносин через механізм розкриття інформації є певні обмеження:

а) розкриття інформації є сферою регулювання, у якій взаємодіють норми корпоративного законодавства та законодавства про цінні папери — і тому дуже часто одна і та ж інформація потребує неодноразового розкриття. Вимоги цих двох галузей законодавства щодо розкриття інформації мають бути скоординовані та узгоджені.

б) надто широке застосування механізмів розкриття інформації може привести до перевантаження учасників корпоративних відносин інформацією різного роду — таке перевантаження призведе до нездатності заінтересованих осіб адекватно оцінювати надану інформацію. При встановленні переліку відомостей, які мають надаватися учасникам корпоративних відносин слід чітко встановлювати, наскільки ця інформація є суттєвою (не слід застосовувати принцип «чим більше — тим краще»). Насичення інформації даними, що не мають суттєвого значення і ускладнюють сприйняття основної частини інформації, слід розглядати як порушення вимог щодо розкриття інформації. Важливе значення має також форма надання інформації¹⁷⁹.

Світовий досвід свідчить: політика і обмеження ролі банків на ринку корпоративних цінних паперів (у США — це Закон Гремма-Ліча-Бллієя, в країнах Євросоюзу — рекомендації Базельського комітету) останнім часом зазнала змін у напрямі підвищення загальних стандартів розкриття інформації та якості звітності зовнішнього аудиту, що дає змогу зменшувати ризики корпоративних цінних паперів¹⁸⁰.

¹⁷⁷ Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком // Official Journal 96, 12.04.2003, р. 1.

¹⁷⁸ Кібенко О. Р. Глобальна реформа корпоративного права ЄС / LawSchool.lviv.ua.

¹⁷⁹ Кібенко О. Р. Глобальна реформа корпоративного права ЄС / LawSchool.lviv.ua.

¹⁸⁰ Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 8.

В Європейському Союзі прийнято 8-му Директиву, яка значно підвищує вимоги до зовнішнього аудиту й посилює контроль за змістом і строками розкриття інформації, яку повинні надавати емітенти. Всі 25 країн — членів ЄС повинні були здійснити її імplementацію до 2006 року. Відповідно до цієї Директиви, зокрема, емітент не може бути пов'язаним з аудиторським комітетом, який перевіряє його діяльність. Крім фінансової звітності, звіт зовнішнього аудиту має містити висновок щодо якості внутрішнього менеджменту і правильності відображення інформації при проведенні внутрішнього аудиту. Стосовно інформації щодо змін у статутному фонді та структурі власників, то згідно із законом вона має бути опублікована емітентом до кінця робочого дня, протягом якого відбулися зазначені зміни. Емітенти повинні у режимі реального часу оприлюднювати додаткову інформацію про істотні зміни у фінансових умовах чи операційній діяльності, необхідність і корисність якої для захисту інвесторів та суспільних інтересів визначають органи, що регулюють діяльність фондового ринку¹⁸¹.

Регламент Комісії (ЄС) № 2273/2003 від 22 грудня 2003 року про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про винятки щодо програм викупу та стабілізації фінансових інструментів¹⁸² (далі — Регламент) визначає *прозорість* як передумову запобігання зловживанню на ринку. З цією метою держави—члени можуть офіційно визначати механізми для публічного розкриття інформації, яка повинна бути публічно розкрита відповідно до Регламенту.

Нові фінансові та технічні можливості підвищують стимули, засоби та нагоди для зловживання ринком, завдяки новим продуктам, новим технологіям, зростанню транскордонної діяльності та Інтернету. Інсайдерська діяльність та маніпулювання ринком перешкоджають повній та належній прозорості ринку, яка є необхідною умовою для діяльності усіх учасників економічних відносин на інтегрованих фінансових ринках.

Правове регулювання інсайдерської діяльності в Євросоюзі розпочалося у 1980-х роках. Держави — учасниці ЄС підключилися до законодавчого процесу щодо цього питання значно пізніше ніж США, де таке законодавство виникло на початку ХХ ст. За винятком Франції, регулювання в державах—учасниках здійснювалося самими учасниками фондового ринку. Однак цього було недостатньо, оскільки правила поширювалися тільки на осіб, які їх визнають, — директорів, працівників та інших, тих, хто вступає у договірні відносини з компанією (так звані первинні інсайдери). Вторинні інсайдери, які одержали інсайдерську інформацію від первинних, не вважалися зв'язаними правилами, встановленими саморегулювними організаціями фондового ринку. Разом з тим повноваження останніх істотно обмежені, оскільки вони не були органами державної влади¹⁸³.

Комісія традиційно приділяла увагу питанням утворення єдиного ринку капіталу, і, зокрема, фондового ринку. У 1977 р. опубліковано рекомендацію державам-учасникам, яка присвячена угодам з ліквідними цінними паперами. Одним з головних принципів проголошено заборону щодо зловживання ціноутворюючою інформацією. Первинні інсайдери зобов'язувалися утримуватися як від угод з такою інформацією, так і від її передачі третім особам. Однак відчутного ефекту ці рекомендації не принесли.

Тому 13 листопада 1989 року було прийнято Директиву 89/592/ЄС про погодження регулювання щодо інсайдерської діяльності¹⁸⁴ (далі — Директива 89/529/ЄС), яка наголошувала на важливості здійснення законних операцій на ринку ліквідних цінних паперів.

Директива 89/529/ЄС визначила інсайдерську інформацію як ціноутворюючу, цінну як таку (щоб відрізняти її від чуток, які не мають цінності), що відноситься як до емітента, так і до самих цінних паперів. У зв'язку з високим рівнем конфіденційності на ринку необхідно, щоб інвестори мали однакові можливості і надійний захист від зловживань інсайдерською інформацією. Директива 89/529/ЄС заборонила як інсайдерську діяльність, так і її передачу широкому загалу; встановила утворення відповідного державного наглядового органу, співробітництво цих органів держав—учасниць, а також визначила відповідальність за невиконання її норм.

¹⁸¹ Turley J. «Get ready for the EU's 8th Directive» // <http://www.directorship.com>

¹⁸² Official Journal L 336/33, 23.12.2003., p. 12.

¹⁸³ Шаповалов О. Регулювання інсайдерської діяльності в Європейському Союзі // Фінансовий ринок України. — 2005. — № 5 (19). — С. 38.

¹⁸⁴ Official Journal L 334, 18.11.1989, p. 30.

Зловживання на ринку виникають в умовах, коли інвестори позбавляються переваг через таких осіб:

- які використовують привселюдно нерозкрити інформацію для себе або третіх осіб;
- які порушують механізм ціноутворення фінансових інструментів;
- які поширюють помилкову інформацію.

Така поведінка порушує принцип забезпечення рівних можливостей для всіх інвесторів, зокрема:

- за умовами доступу до інформації. Інсайдери мають конфіденційну інформацію. Угоди, що укладені з використанням такої інформації, завдають економічної шкоди аутсайдерам;
- за умовами ціноутворення. Чесні ціни — це результат аналізу інвесторами привселюдно розкритої інформації. Ціни в умовах маніпуляцій створюють переваги винятково для самих маніпуляторів, але завдають збитку всім іншим інвесторам:

- за умовами походження опублікованої інформації. Розповсюджена свідомо помилкова інформація може ввести інвесторів в оману¹⁸⁵.

У 2001 р. стало очевидно, що Європейське законодавство про єдиний ринок неповне, оскільки:

- на загальноєвропейському рівні були відсутні загальні положення про заборону маніпулювання на ринку. Директива 89/592/ЄС обмежувалася заборонаю лише зловживань при використанні інсайдерської інформації;

- на рівні держав—членів ЄС існувала величезна кількість норм про зловживання на ринку, які істотним чином відрізнялись між собою. У законодавстві деяких країн були відсутні норми про заборону маніпулювання на ринку, не завжди чітко було визначено компетентний орган з нагляду за такою діяльністю.

Крім того, в цей час почали з'являтися нові продукти і технології, зросла кількість похідних фінансових інструментів, з'явилась більша кількість учасників ринку, розвивалася трансгранична торгівля цінними паперами. Ці інновації (зокрема, поява мережі Інтернет) розширили і коло способів і можливостей для ринкового маніпулювання.

З метою запобігання зловживанню фондовим ринком, забезпечення безпеки єдиного Європейського фінансового ринку 28 січня 2003 року була прийнята Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком¹⁸⁶ (далі — Директива 2003/6/ЄС). Цей документ був прийнятий у ході так званого процесу Ламфалуссі, від імені Олександра Ламфалуссі, керівника Комітету, який був створений з метою аналізу існуючого стану правового регулювання ринків капіталів європейських країн та розробки комплексу заходів, спрямованих на більш широкую конвергенцію цих ринків.

Директива 2003/6/ЄС скасувала Директиву Ради 89/592/ЄС від 13 листопада 1989 року про координацію правових положень щодо інсайдерських операцій¹⁸⁷, враховуючи зміни на фінансових ринках та в законодавстві Співтовариства з моменту її ухвалення.

Необхідність прийняття Директиви 2003/6/ЄС була обумовлена недосконалістю існуючого правового регулювання Співтовариства, спрямованого на захист цілісності ринку, різницею правових вимог в різних державах—членах, прогалинами в законодавстві держав—членів, що використовувались для неправомірних дій. У деяких державах—членах взагалі не існувало законодавства, яке б запобігало ціновим маніпулюванням та поширенню неправдивої інформації.

Головна мета нової директиви — уніфікація національних законодавств, уточнення поняття інсайдерської діяльності, введення поняття ринкового маніпулювання, уточнення вимог щодо розкриття інформації. На виконання Директиви 2003/6/ЄС в Євросоюзі прийнято, зокрема, Директиву 2003/124/ЄС і Директиву 2003/125/ЄС від 22 грудня 2003 р., Регламент Комісії № 2273/2003 від 22 грудня 2003 р. і Директиву 2004/72/ЄС від 29 квітня 2004 р., Регламент № 2273/2003 про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про винятки щодо програм викупу та стабілізації фінансових інструментів¹⁸⁸.

Мета правового регулювання інсайдерських операцій така ж сама, як і мета регулювання маніпуляцій на ринку, а саме — забезпечення цілісності фінансових ринків Співтовариства та

¹⁸⁵ Шаповалов О. Регулювання інсайдерської діяльності в Європейському Союзі // Фінансовий ринок України. — 2005. — № 5 (19). — С. 40.

¹⁸⁶ Official Journal L 96, 12.04.2003, p. 1.

¹⁸⁷ Official Journal L 334, 18.22.1989, p. 30.

¹⁸⁸ Official Journal L 336, 23.12.2003, p. 12.

підвищення довіри інвесторів до цих ринків. Цим було обумовлено ухвалення поєднаних правил, спрямованих проти інсайдерської діяльності та проти маніпулювання ринком. Єдина Директива гарантує однакові рамки регулювання розподілу відповідальності, правозастосування та співпраці на території Співтовариства.

Директива 2003/6/ЄС застосовується до будь-якого фінансового інструмента, що допущений до торгівлі на організованому ринку принаймні в одній з держав—членів, або щодо якого було подано заявку на допуск до участі у торгівлі на даному ринку, незалежно від того, чи здійснюється сама операція на даному ринку.

Сферу застосування Директиви 2003/6/ЄС було розширено за рахунок заміни на ширший об'єкт правового регулювання: ліквідні цінні папери було замінено на фінансові інструменти.

З правової точки зору, розгляд інсайдерської діяльності як незаконної обумовлений захистом емітента. Використання інформації, що належить компанії, собі на користь розглядається як порушення фідучіарних обов'язків інсайдерів перед компанією. Утім, в сучасному законодавстві зазначено, що головною метою є захист ринку, на якому котируються цінні папери. Проте, які б не були суворі заборони, зловживання залишається, поки інсайдерська інформація не буде розкрита. Тому дуже важливо, щоб емітент вчасно інформував про всі важливі факти своєї діяльності третіх осіб, здатних вплинути на котирування фінансових інструментів¹⁸⁹.

Зловживання ринком охоплює *два основних види порушення: інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком.*

Інсайдерська діяльність

Інсайдерська інформація означає будь-яку конкретну (точну) інформацію, яка не була оприлюднена та яка безпосередньо чи опосередковано стосується одного або кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів, та яка у разі її розголошення може суттєво вплинути на ціну фінансових інструментів або на ціну похідних фінансових інструментів (стаття 1 Директиви 2003/6/ЄС).

Відповідно до пункту 1 статті 1 Директиви Комісії 2003/124/ЄС від 22 грудня 2003 року про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку)¹⁹⁰ (далі — Директива 2003/124/ЄС) інформація є точного характеру, якщо вказує на коло обставин, яке існує або є достатні підстави вважати, що воно буде існувати, чи на подію, що мала місце або є достатні підстави вважати, що вона мала місце, і якщо воно (вона) достатньо специфічне (-а), щоб можна було зробити висновок щодо можливого впливу цього кола обставин чи події на ціни фінансових інструментів чи пов'язаних фінансових інструментів.

«Інформація, яка, якщо вона розкрита, може суттєво вплинути на ціни фінансових інструментів чи пов'язаних похідних фінансових інструментів» означає інформацію, яку розсудливий інвестор, ймовірно, використає як частину підґрунтя для свого рішення з інвестування (пункт 2 статті 1 Директиви 2003/124/ЄС).

Стосовно товарних похідних інструментів, інсайдерська інформація означає будь-яку конкретну інформацію, яка не була оприлюднена та яка безпосередньо чи опосередковано стосується цих похідних інструментів, і яку користувачі ринків, на яких обертаються такі похідні інструменти, очікували б отримати відповідно до усталеної ринкової практики, що склалася на цих ринках.

Стосовно осіб, які уповноважені виконувати розпорядження щодо фінансових інструментів, інсайдерська інформація має також означати будь-яку конкретну інформацію, що представлена клієнтом і стосується його розпоряджень, що виконуються, і яка стосується безпосередньо чи опосередковано одного чи кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів, і яка, у випадку оприлюднення вірогідно могла б мати значний вплив на ефективність цих фінансових інструментів або на ефективність похідних від них фінансових інструментів.

Дослідження і розрахунки, зроблені на підставі загальнодоступних джерел інформації, не можуть розглядатися як інсайдерська інформація, отже, будь-які операції, проведені на основі

¹⁸⁹ Шаповалов О. Регулювання інсайдерської діяльності в Європейському Союзі // Фінансовий ринок України. — 2005. — № 5 (19). — С. 38.

¹⁹⁰ Official Journal L 339/131, 24.12.2003, p. 24.

таких досліджень або розрахунків, не можуть вважатись інсайдерською діяльністю у розумінні Директиви 2003/6/ЄС.

Інсайдерською діяльністю відповідно до пункту 17 Преамбули Директиви 2003/6/ЄС є випадки, коли джерелом інсайдерської інформації виступає не сфера професійної діяльності або функціонування, а злочинна діяльність, підготовка і здійснення якої може справити значний вплив на ціну одного чи кількох фінансових інструментів, або на хід формування цін на організованих ринках.

Відповідно до ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС особі, яка володіє інсайдерською інформацією на підставі свого членства в управлінському, виконавчому чи наглядовому органі емітента, або на підставі її участі у капіталі емітента, або на підставі володіння доступом до такої інформації внаслідок виконання своїх службових чи професійних обов'язків, або через вчинення нею кримінальних дій забороняється використовувати цю інформацію, купуючи чи продаючи або намагаючись купити чи продати, за свій власний рахунок або за рахунок третьої особи, безпосередньо або опосередковано, фінансові інструменти, яких стосується ця інформація. Якщо вищезазначена особа є юридичною особою, то зазначені заборони також застосовуються до фізичних осіб, які беруть участь в ухваленні рішення щодо здійснення операцій за рахунок цієї юридичної особи. Однак ці заборони не стосуються операцій, що здійснюються для виконання зобов'язання щодо купівлі або продажу фінансових інструментів, якщо таке зобов'язання є наслідком правочину, який було укладено до того, як згадана особа отримала інсайдерську інформацію.

Директива 2004/72/ЄС, прийнята на виконання Директиви 2003/6/ЄС, визначає категорію осіб, які здійснюють управлінські функції емітента. До них належать:

- члени органу управління або нагляду емітента;
- найвищі посадові особи, не зазначені в п. 1, які постійно мають доступ на постійній основі до інсайдерської інформації емітента і наділені владними повноваженнями щодо прийняття стратегічних рішень емітента.

Використання інсайдерської інформації може полягати в придбанні або відчуженні фінансових інструментів особою, яка знає або мала знати, що інформація, якою вона володіє, має статус інсайдерської. У цьому контексті уповноважені органи мають виходити з того, що за таких самих обставин знала б або мала б знати звичайна та розумна особа. Більше того, простий факт того, що дилери та брокери, особи, яким дозволено діяти як контрагенти, або особи, які уповноважені виконувати розпорядження від імені третіх осіб, які володіють інсайдерською інформацією, обмежуються в перших двох випадках веденням власної законної діяльності з купівлі та продажу фінансових інструментів, а в останньому випадку — старанням виконання розпорядження, не може сам по собі означати використання цієї інсайдерської інформації (пункту 18 Преамбули Директиви 2003/6/ЄС).

Виключення з правил. Оскільки придбання або відчуження фінансових інструментів неодмінно включає прийняття попереднього рішення про придбання або про відчуження особою, яка провадить що чи іншу операцію, здійснення придбання або відчуження не може саме по собі вважатись використанням інсайдерської інформації.

Доступ до інсайдерської інформації щодо іншого товариства та використання її у контексті публічної пропозиції про поглинання з метою отримання контролю над цим товариством або пропозиції про злиття з цим товариством не може саме по собі вважатись інсайдерською діяльністю.

Забороняється будь-якій особі, яка володіє інсайдерською інформацією з підстав, зазначених вище:

а) розголошувати інсайдерську інформацію будь-якій іншій особі, крім випадків, коли таке розголошення відбувається в результаті виконання нею своїх звичайних професійних чи службових обов'язків;

б) на основі інсайдерської інформації рекомендувати іншій особі або спонукати її до купівлі або продажу фінансових інструментів, яких ця інформація стосується (стаття 3 Директиви 2003/6/ЄС).

Відповідно до статті 6 Директиви 2003/6/ЄС на держав—членів покладається обов'язок забезпечувати опублікування емітентами всієї інсайдерської інформації, яка підлягає оприлюдненню, у належний строк на їхніх інтернет-сайтах, складати, регулярно оновлювати та подавати до компетентного органу держави—члена список осіб, що працюють у них на підставі трудового договору або інших підставах і мають доступ до інсайдерської інформації.

Розміщення інсайдерської інформації емітентів на інтернет-сайтах має відбуватися відповідно до чинних правил передачі особистих даних третім державам, як це визначено у Директиві Європейського Парламенту та Ради № 95/46 ЄС від 24 жовтня 1995 про захист осіб з огляду на обробку та передачу особистих даних¹⁹¹.

На виконання пункту 1 статті 6 Директиви 2003/6/ЄС ст. 2 Директиви 2003/124/ЄС визначає засоби та строки публічного розкриття інсайдерської інформації. На потреби застосування пункту 1 статті 6 Директиви 2003/6/ЄС, застосовуються пункт 1 статті 102 та стаття 103 Директиви 2001/34/ЄС Європейського Парламенту та Ради¹⁹². Крім того, держави—члени забезпечують, що емітент розкриває інсайдерську інформацію у спосіб, який уможливило швидкий доступ та повну, правильну і вчасну оцінку інформації громадськістю.

Емітент не може поєднувати надання громадськості інформації та діяльність з маркетингу у спосіб, який може ввести в оману. Емітенти вважаються такими, які виконали умови першого абзацу пункту 1 статті 6 Директиви 2003/6/ЄС, коли, у разі настання кола обставин або події, хоча ще офіційно і не встановлених, емітенти одразу ж повідомляють про це громадськість. Будь-які суттєві зміни, що стосуються вже публічно розкритої інсайдерської інформації, публічно розкриваються одразу ж після настання цих змін за допомогою того ж каналу, що й під час публічного розкриття початкової інформації. На держав—членів покладено обов'язок вимагати, щоб емітенти належно дбали про забезпечення якомога синхронізованішого публічного розкриття інсайдерської інформації серед всіх категорій інвесторів у всіх державах—членах, в яких емітенти просили або отримали доступ своїх фінансових інструментів до торгівлі на регульованому ринку.

Емітент може під свою власну відповідальність відстрочити оприлюднення інсайдерської інформації, наприклад, для запобігання порушенню його законних інтересів, за умови, що таке відстрочення не може ввести громадськість в оману, та за умови, що емітент буде в змозі забезпечити конфіденційність цієї інформації. Однак, при цьому державам—членам надано право вимагати негайного інформування відповідного компетентного органу про рішення емітента відстрочити оприлюднення інсайдерської інформації (пункт 2 статті 6 Директиви 2003/6/ЄС).

З метою застосування пункту 2 статті 6 Директиви 2003/6/ЄС ст. 3 Директиви 2003/124/ЄС визначає, що законні інтереси можуть стосуватися, зокрема, таких обставин, перелік яких не є вичерпним:

а) триваючі переговори або пов'язані обставини, коли на результат чи на звичний хід цих переговорів, ймовірно, може вплинути публічне розкриття. Зокрема, коли фінансовому стану емітента загрожує серйозна небезпека, хоча вона й не підпадає під дію відповідних правових норм про неплатоспроможність, публічне розкриття інформації можна відкласти на визначений строк, впродовж якого таке публічне розкриття може серйозно зашкодити інтересам існуючих та потенційних акціонерів, зриваючи конкретні переговори, призначені для забезпечення довгострокового фінансового оздоровлення емітента;

б) коли прийняті рішення чи укладені керівним органом емітента контракти потребують схвалення іншого органу емітента для того, щоб вступити в силу, коли організація такого емітента вимагає розподілу повноважень між цими органами, за умови, що публічне розкриття інформації до такого схвалення разом з одночасним оголошенням про те, що передбачається таке схвалення, поставить під загрозу правильну оцінку інформації громадськістю.

Держави—члени вимагають, щоб з метою забезпечення конфіденційності інсайдерської інформації емітент контролював доступ до такої інформації та щоб емітент вжив ефективні та необхідні заходи:

— для запобігання доступу до такої інформації осіб, інших ніж ті, яким така інформація потрібна для виконання своїх службових функцій;

— для забезпечення того, щоб кожна особа, яка має доступ до такої інформації, усвідомлювала пов'язані з цим обов'язки, встановлені законами та підзаконними актами, а також санкції, що застосовуються в разі неправильного використання або неналежного поширення такої інформації;

— що уможливають негайне публічне розкриття у разі, коли емітент не зміг забезпечити конфіденційність важливої інсайдерської інформації.

¹⁹¹ Official Journal L 281, 23.11.1995, p. 31.

¹⁹² Official Journal L 184, 6.7.2001, p. 1.

У разі, коли емітент або особа, що діє від його імені або за його рахунок, розголошує будь-яку інсайдерську інформацію будь-якій третій особі, виконуючи свої звичайні професійні чи службові обов'язки, як це передбачено у статті 3 (а), емітент повинен зробити повне та ефективне розкриття цієї інформації, одночасно — якщо розкриття має міжнародний характер, та швидко — за внутрішньодержавного розкриття крім випадків, коли особа, яка отримує таку інформацію, зобов'язана зберігати її конфіденційність відповідно до закону, положення, статуту або договору (пункт 3 Директиви 2003/6/ЄС).

Будь-яка особа, яка професійно здійснює операції з фінансовими інструментами і яка обгрунтовано підозрює, що такі операції можуть бути класифіковані як інсайдерська діяльність або маніпуляції на ринку, повинна негайно повідомити про це компетентний орган.

Виключення. Положення Директиви 2003/6/ЄС не застосовуються:

— щодо операцій, що здійснюються відповідно до валютної, грошової політики та політики в сфері зовнішнього боргу державою—членом, Європейською системою центральних банків, національним центральним банком або будь-яким іншим офіційним органом, що має такі повноваження, або будь-якою особою, що діє від його імені (ст. 7 Директиви);

— щодо операцій з викупу власних цінних паперів, або операцій із стабілізації фінансових інструментів, за умови, що такі операції здійснюються відповідно до заходів з імплементації, які ухвалені згідно з процедурою, визначеною в статті 17 Директиви 2003/6/ЄС (ст. 8 Директиви 2003/6/ЄС).

Стабілізаційні дії щодо фінансових інструментів або торгівлі власними акціями в програмах з викупу власних акцій можуть бути законними за певних обставин, зокрема, з економічних міркувань, і тому не можуть самі по собі розглядатись як зловживання на ринку.

На держав—членів покладасться також обов'язок запровадити належне регулювання діяльності осіб, які проводять дослідження або поширюють результати таких досліджень у сфері фінансових інструментів чи емітентів фінансових інструментів, а також осіб, які надають рекомендації або пропозиції щодо стратегії інвестування, призначені для розповсюдження або оприлюднення, для забезпечення неупередженого подання інформації та висвітлювання їхніх інтересів або конфлікту інтересів стосовно фінансових інструментів, яких така інформація стосується.

На Європейську Комісію Директивою 2003/6/ЄС було покладено обов'язок ухвалити заходи з імплементації стосовно: спеціальних правил щодо належного оприлюднення інсайдерської інформації, спеціальних правил відстрочення оприлюднення інсайдерської інформації, умов, за яких емітенти або інші юридичні особи, що діють від імені емітента, повинні укладати список осіб, які працюють на них, або мають доступ до інсайдерської інформації та умов, за яких такі списки мають оновлюватись, категорій осіб, які підпадають під обов'язок розкриття та ознаки операцій, включаючи їхній розмір, які породжують такий обов'язок, а також спеціальних правил щодо розкриття компетентному органу; спеціальних заходів щодо різних категорій осіб, що вживатимуться з метою забезпечення неупередженого оприлюднення результатів досліджень або будь-якої іншої інформації стосовно стратегії інвестування, розкриття приватних інтересів або конфлікту інтересів; спеціальних правил, які регулюють порядок інформування компетентного органу.

Так, зокрема, Директива 2004/72/ЄС зобов'язує, щоб інформація про осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації, розкривалася у спеціальних інсайдерських списках. До останніх пред'являються вимоги щодо їхнього регулярного відновлення і публічної доступності протягом 5 років з дати складання або відновлення (ст. 5). Всі угоди осіб, що здійснюють управлінські функції емітента, підлягають обов'язковому нагляду з боку компетентного органа держави—члена ЄС за винятком угод, вартість яких не перевищує 5000 євро на кінець року (ст. 6).

Директива 2003/125/ЄС вимагає від держав—членів забезпечити гарантію розкриття особами, які пропонують рекомендації і прогнози щодо вартості фінансових інструментів, усіх зв'язків і відносин, що свідчать про конфлікт інтересів і можуть послабити об'єктивність цих рекомендацій (ст. 5). У випадку поширення рекомендацій і прогнозів, отриманих від третіх осіб, особа зобов'язана вказати джерело своєї інформованості (ст. 7). Якщо інформація, отримана від третіх осіб, зазнала змін, про цю обставину необхідно повідомити. При декількох змінах напрямку рекомендації (наприклад, «купувати» на «тримати» або «продавати» чи навпаки) положення цієї Директиви поширюються на осіб, які були джерелом такої рекомендації і поширили її (ст. 8).

На розвиток положень статті 8 Директиви 22 грудня 2003 року Комісією ЄС було ухвалено Регламент № 2273/2003 про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про винятки щодо програм викупу та стабілізації фінансових інструментів¹⁹³ (далі — Регламент 2273/2003).

Регламент 2273/2003 визначає, що торгівля власними акціями за програмами «викупу» може здійснюватися через похідні фінансові інструменти.

З метою запобігання зловживанню на ринку, обмежується щоденний обсяг торгівлі власними акціями за програмами «викупу».

Діяльність щодо стабілізації може здійснюватися на або поза регульованим ринком та може здійснюватися з використанням фінансових інструментів, інших ніж ті, що виставлені або мають бути виставленими на регульованому ринку, які можуть вплинути на ціну інструментів, виставлених або які мають бути виставленими для продажу на регульованому ринку.

Відповідні цінні папери включають фінансові інструменти, що стали взаємозамінними після початкового періоду, оскільки в цілому вони однакові, хоча й передбачають різні права щодо розміру початкового дивіденду або щодо виплати відсотків.

Що стосується стабілізації, угоди щодо великих пакетів цінних паперів не розглядаються в якості значного розподілу відповідних цінних паперів, оскільки вони є виключно приватними операціями.

Коли держави—члени дозволяють, в рамках відкритої для громадськості пропозиції цінних паперів, торгівлю до початку офіційної торгівлі на регульованому ринку, цей дозвіл охоплює «торгівлю, яка буде дозволена, але не здійснена».

Цілісність ринку вимагає відповідного публічного розкриття інформації зі стабілізаційної діяльності емітентів та суб'єктів, що вдаються до стабілізації, і незалежно від того, чи діють вони від імені таких емітентів. Методи, використані для відповідного розкриття такої інформації, повинні бути ефективними і можуть враховувати ринкові правила, прийняті компетентними органами влади.

Діяльність всіх інвестиційних товариств та кредитних установ, що вдаються до стабілізації, повинна відповідно узгоджуватися. Під час стабілізації інвестиційне товариство чи кредитна установа виступає в якості центрального довідкового пункту для будь-якого регуляторного втручання компетентних органів влади зацікавлених держав—членів.

Відповідно до ст. 2 Регламенту стабілізація означає будь-яку купівлю чи пропозицію купівлі відповідних цінних паперів, або будь-яку операцію з подібними їм пов'язаними інструментами, що здійснюється інвестиційними товариствами чи кредитними установами в рамках суттєвого розподілу таких відповідних цінних паперів виключно для підтримки ринкової ціни на ці відповідні цінні папери впродовж визначеного періоду в результаті напливу пропозицій з продажу.

Для того, щоб на програму викупу поширювались положення винятків, передбачених ст. 8 Директиви 2003/6/ЄС вона повинна відповідати статтям 4 — 6 Регламенту, які визначають умови програм викупу та розкриття інформації, умови торгівлі та обмеження.

З метою поширення на стабілізацію фінансового інструменту положень винятків, передбачених ст. 8 Директиви 2003/6/ЄС, стабілізація повинна здійснюватися відповідно до статей 8 — 10 Регламенту, які визначають часові рамки стабілізації, розкриття і повідомлення умов стабілізації, спеціальні цінові умови.

Маніпулювання ринком

Маніпуляціями на ринку Директива 2003/6/ЄС визначає:

- здійснення операцій або виконання розпоряджень купівлі/продажу фінансових інструментів, які створюють або можуть створити неправдиві або оманливі уявлення щодо попиту, пропозиції або ціни на фінансові інструменти; або які забезпечують встановлення однією особою чи кількома особами, які діють спільно, штучної або надзвичайно високої ціни на один чи кілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка здійснила відповідну операцію або видала розпорядження на купівлю/продаж фінансових інструментів, доведе, що підстави до таких дій є законними, та що такі дії або розпорядження щодо купівлі/продажу відповідають усталеній ринковій практиці, що діє на відповідному організованому ринку;

¹⁹³ Official Journal L 336, 23.12.2003, P. 1.

- здійснення операцій або виконання розпоряджень на купівлю/продаж фінансових інструментів, щодо яких застосовуються фіктивні схеми або будь-який інший вид шахрайства;
- поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, або будь-яким іншим шляхом, який створює або може створити неправдиві або оманливі уявлення щодо фінансових інструментів, включаючи поширення чуток або неправдивих чи оманливих новин, у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була неправдивою або оманливою. Що стосується журналістів, які діяли в межах своїх професійних обов'язків, то перед тим, як має відбутися поширення такої інформації, воно має бути оцінене з врахуванням правил, що регулюють діяльність журналістів, якщо тільки вони не отримують, прямо або опосередковано, певну вигоду або доходи від поширення такої інформації.
- Наведені види маніпуляції на ринку можуть відобразитись у такій поведінці зацікавлених осіб:
 - вжиття певних заходів особами, які діють спільно, з метою створити домінуючу позицію у сфері попиту чи пропозиції на фінансові інструменти, і що призводить до фіксування, прямо або опосередковано, ціни купівлі/продажу або до створення інших нерівних умов торгівлі;
 - купівля/продаж фінансових інструментів перед закриттям торгів на ринку з метою введення в оману інвесторів, які керуються рівнем цін, що склався наприкінці торгів;
 - отримання переваг від випадкового чи постійного доступу до традиційних або електронних засобів масової інформації шляхом оприлюднення своєї думки щодо певного фінансового інструмента (чи опосередковано щодо емітента такого фінансового інструмента), маючи при цьому відкриту торговельну позицію стосовно цього інструмента, і відповідно отримуючи прибутки від впливу оприлюдненої думки на ціну цього інструмента, без одночасного оприлюднення інформації про конфлікт інтересів відносно цього інструмента у належний та ефективний спосіб.

На розвиток положень пункту 2 статті 1 Директиви 2003/6/ЄС була прийнята Директива 2003/124/ЄС, яка визначає маніпуляційну поведінку, пов'язану з хибними чи оманливими сигналами та із захистом цін (ст. 4 Директиви 2003/124/ЄС) та маніпуляційну поведінку, пов'язану з використанням фіктивних методів або будь-якої іншої форми обману чи махінації (ст. 5 Директиви 2003/124/ЄС).

Ст. 4 Директиви 2003/124/ЄС на держав—членів прокладено забезпечення, що нижченаведені сигнали, перелік яких не є вичерпним, які не вважають безумовно такими, що самі по собі становлять маніпуляції на ринку, але повинні враховуватись при вивченні учасниками ринку та компетентними органами влади операцій чи замовлень на торгівлю:

— частка денного обсягу операцій з відповідними фінансовими інструментами на даному регульованому ринку, яку становлять надані замовлення на торгівлю чи здійснені операції, зокрема, коли ця діяльність призводить до значних змін в ціні на фінансовий інструмент;

— величина суттєвих змін в ціні на фінансовий інструмент чи на пов'язані похідні або базові активи, виставлені на продаж на регульованому ринку, зумовлених наданими замовленнями на торгівлю чи угодами, укладеними особами з суттєвими купівельними та продажними позиціями щодо фінансових інструментів;

— чи здійснені операції не призводять до зміни особи власника фінансового інструмента, виставленого на продаж на регульованому ринку;

— величина зміни позицій в короткій строк, відображена в наданих на торгівлю замовленнях чи здійснених операціях, та суттєва частка денного обсягу операцій щодо відповідних фінансових інструментів на даному регульованому ринку, яку становлять ці замовлення чи операції, що можуть бути пов'язані з суттєвими змінами в ціні на фінансовий інструмент, виставлений на продаж на регульованому ринку;

— величина концентрації наданих на торгівлю замовлень та здійснених операцій в торговій сесії впродовж короткого проміжку часу, а також зумовлених замовленнями та операціями змін в ціні, що підлягає подальшій зміні;

— величина зміни наданими на торгівлю замовленнями найкращих заявлених цін попиту та пропозиції на фінансовий інструмент, виставлений на продаж на регульованому ринку, або, в загальніших масштабах, — на заявлений портфель замовлень, доступний учасникам ринку, і скасовуються до їх виконання;

— величина змін цін, зумовлених наданими на торгівлю замовленнями чи здійсненими операціями в або близько до встановленого строку обчислення базових, розрахункових цін та підрахунків цін, що впливають на такі ціни та підрахунки.

На маніпуляційну поведінку, пов'язану з використанням фіктивних методів або будь-якої іншої форми обману чи махінації відповідно до ст. 5 Директиви 2003/124/ЄС вказують:

— чи замовленням, наданим на торгівлю, або операціям, здійсненим особами, передували чи за ними слідували розголошення неправдивої чи оманливої інформації тими ж особами чи особами, пов'язаними з ними;

— чи надані на торгівлю замовлення або операції, здійснені особами, до чи після того, як ті ж особи чи особи, пов'язані з ними, надають або розголошують рекомендації з дослідження чи інвестування, що є помилковими, упередженими чи явно зумовлені матеріальною зацікавленістю.

Директива 2003/6/ЄС залишає за європейським законодавцем можливість вчасно реагувати на зміни у кон'юнктурі фондового ринку у зв'язку з його подальшим розвитком, передбачаючи те, що визначення «маніпуляція на ринку» може змінюватися й доповнюватися з метою охопити нові моделі поведінки учасників фондового ринку, які, власне, і становитимуть таку маніпуляцію¹⁹⁴.

На держав—членів покладатиметься обов'язок забороняти будь-якій особі брати участь у маніпуляціях на ринку.

Особа, яка вступає у фінансові операції або видає розпорядження на торгівлю, які підпадають під визначення маніпулювання ринком, може обґрунтовувати свої підстави до таких дій, як законні, а також, що ці операції і розпорядження відповідають загальноприйнятій практиці на відповідному організованому ринку. Однак, санкція може бути застосована, якщо уповноважений орган встановить, що за цими операціями або розпорядженнями стояла інша незаконна причина (пункту 20 Преамбули Директиви 2003/6/ЄС).

Функції щодо попередження зловживання ринком відповідно до Директиви 2003/6/ЄС покладаються на:

— професійних учасників, які мають всілякими засобами сприяти цілісності ринку, зокрема, шляхом створення так званих «сірих списків», застосування «торгівлі через вікно» до чутливих категорій працівників, запровадження внутрішніх кодексів поведінки та використання практики «китайських стін». Такі запобіжні заходи можуть сприяти боротьбі з маніпулюванням ринком лише за умови, що ці заходи запроваджуються рішуче та належним чином контролюються (п. 24 Преамбули Директиви 2003/6/ЄС);

— організаторів ринку, які мають сприяти попередженню зловживанням на ринку, зокрема, шляхом ухвалювати інструкції, спрямовані на виявлення діяльності з маніпулювання ринком. Такі інструкції можуть включати вимоги до прозорості проведених операцій, повне розкриття угод з регулювання ціноутворення, справедливої систему укладення замовлень, запровадження ефективної схеми виявлення нетипових замовлень, достатньо жорстких схем показників фіксування цін у відношенні до фінансових інструментів, а також прозорості правил щодо призупинення ринкових операцій (п. 27 Преамбули Директиви 2003/6/ЄС).

Належний контроль за виконанням вищезазначених заходів передбачає призначення у відповідних державних органах посадових осіб, відповідальних за такий контроль, та періодичні перевірки, які повинні здійснюватись незалежними аудиторами.

П. 36 Преамбули Директиви 2003/6/ЄС передбачає створення у кожній державі—члені єдиного уповноваженого органу, незалежного від учасників ринку, на який би покладалась кінцева відповідальність у галузі контролю за дотриманням положень на виконання Директиви, а також у галузі міжнародного співробітництва.

Стаття 12 Директиви 2003/6/ЄС наділяє цей орган широкими наглядовими і слідчими повноваженнями, зокрема:

— мати доступ і одержувати копії будь-якого документа емітента в будь-якій формі;

— вимагати інформацію, у разі потреби, допитувати будь-кого, включаючи осіб, які здійснюють передачу вимог клієнта на здійснення операцій на ринку або самі ці операції, а також їхніх клієнтів;

— здійснювати виїзні перевірки;

— вимагати дані про телефонні розмови й інші випадки передачі інформації;

— накладати мораторій на певний вид діяльності, заборонений Директивою.

Зазначені повноваження можуть здійснюватись як одноосібно, так і в співробітництві з іншими органами або учасниками ринку, бути делеговані останнім, а також судом.

¹⁹⁴ *Берт С.* Правове регулювання інсайдерської інформації та маніпуляцій на ринку цінних паперів в Україні та ЄС // *Юридична газета.* — 2006. — № 7(67).

5.2. Правове регулювання запобігання зловживанням на фондовому ринку в Україні

Проблема розкриття інформації та використання інсайдерської інформації при укладанні угод з цінними паперами є актуальною навіть для країн, де відповідне законодавство діє вже не перший рік.

В Україні довгий час залишались неврегульованими проблеми використання інсайдерської інформації під час укладання угод з цінними паперами, що спотворювало ціни на фондовому ринку, знижувало довіру до ринку цінних паперів та його учасників. На захист прав і законних інтересів емітентів та інвесторів, контроль за діяльністю інсайдерів на ринку цінних паперів спрямовані норми нещодавно прийнятого Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

В новоприйнятому Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» питання розкриття інформації на фондовому ринку присвячений розділ 5.

Відповідно до ст. 39 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» Емітенти, які здійснили відкрите (публічне) розміщення цінних паперів, зобов'язані своєчасно та в повному обсязі розкривати інформацію про:

— фінансово-господарський стан і результати діяльності емітента у строки, встановлені законодавством;

— будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента та призвести до значної зміни ціни на його цінні папери;

— власників великих пакетів (10 відсотків і більше) акцій.

Інформація про власників великих пакетів (10 відсотків і більше) акцій подається Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку особою, яка веде облік права власності на акції емітента у депозитарній системі України, у строки, порядку та за формою, що встановлені Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Інформація про власників великих пакетів (10 відсотків і більше) акцій є відкритою і оприлюднюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку шляхом розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів.

Ст. 40 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дає визначення поняття та визначає порядок надання регулярної інформації емітента. Регулярна інформація про емітента — річна та квартальна звітна інформація про результати фінансово-господарської діяльності емітента, яка подається Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (в тому числі в електронному вигляді).

Звітним періодом для складання річної інформації про емітента є календарний рік. Річна інформація про емітента повинна містити такі відомості: найменування та місцезнаходження емітента, розмір його статутного капіталу; орган управління емітента, його посадові особи та засновники; господарська та фінансова діяльність емітента; цінні папери емітента (вид, форма випуску, тип, кількість), розміщення та листинг цінних паперів; річна фінансова звітність; аудиторський висновок. Емітент має право додатково подавати іншу інформацію.

Річна інформація про емітента є відкритою і підлягає оприлюдненню емітентом у строк не пізніше 30 квітня року, наступного за звітним, шляхом опублікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів. Примірник офіційного друкованого видання, в якому опубліковано річну інформацію про емітента, він (емітент) надсилає до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Звітним періодом для складання квартальної інформації про емітента є квартали поточного року. Квартальна інформація про емітента повинна містити такі відомості: найменування та місцезнаходження емітента, розмір його статутного капіталу; орган управління емітента, його посадові особи та засновники; господарська та фінансова діяльність емітента; цінні папери емітента (вид, форма випуску, тип, кількість); квартальна фінансова звітність; участь емітента у створенні інших підприємств, установ та організацій.

Особлива інформація про емітента — інформація про будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента та призвести до значної зміни вартості його цінних паперів (ст. 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»).

До особливої інформації належать відомості про:

- прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу;
- прийняття рішення про викуп власних акцій;
- факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі;
- отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента;
- зміну складу посадових осіб емітента;
- зміну власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій;
- рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв;
- рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу;
- порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію;
- рішення вищого органу емітента або суду про припинення або банкрутство емітента.

Строки, порядок та форми подання особливої інформації про емітента встановлюються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку та становлять два робочих дні. Особлива інформація про емітента є відкритою і оприлюднюється шляхом опублікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів.

Ст. 43 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає порядок розкриття інформації про облік іменних цінних паперів учасниками депозитарної системи України. Інформація про облік іменних цінних паперів розкривається учасниками депозитарної системи України:

- на письмовий запит власника інформації або з його письмового дозволу, крім випадків, передбачених абзацами третім і четвертим цієї частини;
- за рішенням суду;
- на письмову вимогу органів прокуратури, служби безпеки, внутрішніх справ, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Антимонопольного комітету України, інших державних органів відповідно до законодавства — стосовно операцій у системах обліку іменних цінних паперів, що здійснюються конкретною юридичною особою або фізичною особою за конкретний проміжок часу.

Учаснику депозитарної системи України забороняється надавати інформацію про клієнтів іншого учасника депозитарної системи України, навіть якщо їх дані зазначено у документах та договорах клієнта. Особи, винні в порушенні порядку розкриття та використання інформації про облік іменних цінних паперів, несуть відповідальність згідно із законом.

Порядок розкриття та захист інформації з системи депозитарного обліку визначається також розділом 5 проекту Закону України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів», розробленого Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

Ч. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає, що інсайдерською інформацією є будь-яка не оприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів. Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією.

Інсайдерами є особи, які володіють інсайдерською інформацією у зв'язку з тим, що вони є:

- 1) власниками голосуючих акцій емітента або часток (паїв) у статутному капіталі емітента;
- 2) посадовими особами емітента;
- 3) особами, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом, зокрема:
 - юридичними особами, які перебувають з емітентом у договірних відносинах або прямо чи опосередковано у відносинах контролю;
 - фізичними особами, які перебувають з емітентом або юридичними чи фізичними особами, пов'язаними з емітентом договірними відносинами або відносинами контролю, у трудових чи договірних відносинах або прямо чи опосередковано у відносинах контролю;
 - державними службовцями.

Емітент або професійні учасники ринку цінних паперів, які здійснюють операції з цінними паперами цього емітента, повинні вести облік осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації.

Повноваження, щодо віднесення інформації до інсайдерської надано Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Порядок розкриття інсайдерської інформації встановлюється нормативно-правовими актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Професійні учасники ринку цінних паперів повинні повідомити Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку про операції з цінними паперами у разі, коли є підозра про те, що під час здійснення таких операцій використовується або може бути використана інсайдерська інформація.

Відповідно до ст. 45 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» інсайдеру забороняється:

- вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів, яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації;

- передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законодавством;

- давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів, щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації.

В той же час, Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» не визначає форм відповідальності за протиправне використання інсайдерської інформації, відсилаючи до спеціального закону. Таким чином, в Україні бракує спеціального закону «Про інсайдерську інформацію», що діє в багатьох розвинених країнах Європи (Австрії, Бельгії, Великобританії, Німеччині, Португалії, Фінляндії, Франції, Швеції та ін. країнах).

В Україні пропонується на законодавчому рівні вирішити питання про створення системи розкриття інформації щодо угод із цінними паперами, яка передбачала б обов'язковість надання даних у режимі реального часу та встановлювала відповідальність за недотримання цієї вимоги. У перспективі багато норм чинного корпоративного законодавства, які регулюють поведінку сторін шляхом прямих приписів або заборон мають бути замінені вимогами розкриття інформації.

Так, зокрема, рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 січня 2005 року № 27 затверджені Методичні рекомендації щодо доступу акціонерів та інших заінтересованих осіб до інформації про акціонерне товариство¹⁹⁵ (далі — Методичні рекомендації), які регулюють порядок та правила розкриття інформації акціонерними товариствами та використання інсайдерської інформації.

Відповідно до п. 7.1 Методичних рекомендацій інсайдерською інформацією вважається будь-яка конкретна неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або договори щодо них, яка є істотною, тобто у разі оприлюднення може значно вплинути на ринкову вартість цінних паперів.

Ознаками такої інформації є:

- безпосереднє відношення її до акціонерного товариства, його дочірніх підприємств, цінних паперів, а також перспектив бізнесу;

- конкретний і точний її характер;

- не є загальнодоступною;

- у разі опублікування, вплине на курс чи вартість цінних паперів акціонерного товариства.

Носіями інсайдерської інформації (інсайдерами) є діючі або колишні члени наглядової ради, перша особа правління та члени правління акціонерного товариства, керівники і працівники підрозділів акціонерного товариства, що володіють відповідно до покладених на них обов'язків неоприлюдненою інформацією, документами і фактичними даними, які при опублікуванні або розкритті такої інформації можуть істотно вплинути на діяльність та/чи вартість цінних паперів акціонерного товариства.

¹⁹⁵ Методичні рекомендації щодо доступу акціонерів та інших заінтересованих осіб до інформації про акціонерне товариство // <http://ssmsc.gov.ua/3/2/2005-01-26.027.txt>

Інсайдерам забороняється розголошувати доступну їм інсайдерську інформацію та здійснювати операції з використанням інсайдерської та конфіденційної інформації.

Перелік інсайдерської інформації для акціонерного товариства встановлюється відповідно до внутрішнього положення товариства. Порядок роботи з інсайдерською інформацією та її використання встановлюється наглядовою радою, що є невід'ємною частиною трудових контрактів з посадовими особами акціонерного товариства, які мають доступ до інсайдерської інформації.

Контроль за дотриманням норм чинного законодавства і спеціальних вимог, передбачених внутрішніми документами акціонерного товариства, для недопущення конфлікту інтересів і обмеження зловживань при використанні інсайдерської інформації між співробітниками і підрозділами акціонерного товариства покладається: щодо членів наглядової ради — на голову наглядової ради; щодо членів правління — на голову правління; щодо інших посадових осіб і працівників акціонерного товариства — на керівників відповідних підрозділів акціонерного товариства.

Відповідальність за розголошення інсайдерської інформації посадовими особами акціонерного товариства відповідно до п. 7.7 Методичних рекомендацій встановлюється чинним законодавством, статутом товариства, внутрішнім положенням товариства про інсайдерську інформацію.

Відповідно до Основних напрямів розвитку фондового ринку на 2006 — 2010 роки, затверджених Указом Президента України № 1648/2005 від 24.11.2005 року удосконалення системи розкриття інформації на ринку цінних паперів потребує:

— дальше вдосконалення системи розкриття інформації на фондовому ринку на засадах вільного, оперативного, безкоштовного доступу інвесторів до інформації про емітентів цінних паперів та професійних учасників фондового ринку, зокрема впровадження міжнародних стандартів розкриття інформації;

— запровадження адміністративної та кримінальної відповідальності за використання інсайдерської інформації під час здійснення операцій з цінними паперами та за перешкоджання у доступі до інформації про емітентів цінних паперів, професійних учасників фондового ринку та/або викривлення такої інформації.

На реалізацію цих положень, спрямований Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», п. 3 Перехідних положень якого передбачає доповнення Кримінального кодексу України статтею 232¹ наступного змісту:

«Стаття 232¹. Розголошення або використання неоприлюдненої інформації про емітента або його цінні папери.

Умисне розголошення або інше використання не опублікованої або не оприлюдненої в інший спосіб інформації про емітента, його цінні папери або правочини щодо них (інсайдерська інформація) особою, якій ця інформація відома у зв'язку з професійною чи службовою діяльністю, якщо воно завдало істотної матеріальної шкоди інтересам держави або інтересам юридичних чи фізичних осіб, — карається обмеженням волі на строк до трьох років або позбавленням волі на той самий строк, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років».

На розгляді Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку перебуває ряд підзаконних нормативних актів, спрямованих на усунення прогалін у досліджуваній сфері, зокрема, проект рішення «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 01.08.2006 року № 717¹⁹⁶, проект рішення «Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської» від 01.08.2006 року № 647¹⁹⁷, проект рішення «Про порядок доступу до інформації, яка міститься у державному реєстрі випусків цінних паперів» від 11.08.2006 року¹⁹⁸, проект рішення «Про Порядок формування і ведення загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР та порядок доступу до інформації, яка міститься у цій базі даних» від 11.08.2006 року¹⁹⁹.

¹⁹⁶ <http://www.ssmc.gov.ua/3/1/2/47/decreedoc>

¹⁹⁷ <http://www.ssmc.gov.ua/3/1/2/37/decreedoc>

¹⁹⁸ <http://www.ssmc.gov.ua/3/1/2/45/decreedoc>

¹⁹⁹ <http://www.ssmc.gov.ua/3/1/2/46/decreedoc>

Так, зокрема, відповідно до проекту рішення ДКЦПФР «Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської» від 01.08.2006 року № 647 інсайдерською інформацією до моменту її офіційного оприлюднення шляхом передбаченим чинним законодавством є:

- 1) відомості, що містяться в річній інформації про емітента:
 - господарська та фінансова діяльність емітента;
 - річна фінансова звітність.
- 2) відомості, що містяться в квартальній інформації про емітента:
 - господарська та фінансова діяльність емітента;
 - квартальна фінансова звітність.
- 3) відомості про особливу інформацію про емітента:
 - прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу;
 - прийняття рішення про викуп власних акцій;
 - факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі;
 - отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента;
 - зміну складу посадових осіб емітента;
 - зміну власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій;
 - рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв;
 - рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу;
 - порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію;
 - рішення вищого органу емітента або суду про припинення або банкрутство емітента.

5.3. Аналіз сучасного стану адаптації, перспективи адаптації законодавства України в сфері запобігання зловживанням на фондовому ринку до законодавства Європейського Союзу

Порівнюючи відповідні норми Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» із нормами європейського права, можна констатувати, що до нього була імплементована (до того ж не повністю) лише та частина положень Директиви 2003/6/ЄС, яка була «успадкована» останньою від Директиви 89/592/ЄЕС, що вимагає внесення змін до Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» та прийняття підзаконної нормативно-правової бази на розвиток положень Закону.

1. Надаючи визначення інсайдерської інформації — будь-яка не оприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів, — вітчизняний законодавець обмежився лише посиланням на три її підвиди (інформація про емітента, його цінні папери та правочини), в той час як у ст. 1 Директиви 2003/6/ЄС зазначається, що до інсайдерської інформації належить інформація, яка має точне вираження, не була оприлюднена, яка прямо або опосередковано стосується одного чи кількох емітентів фінансових інструментів, та яка, у випадку її оприлюднення, мала б значний вплив на ціну таких фінансових інструментів або пов'язаних з ними похідних фінансових інструментів. Що стосується осіб, які здійснюють діяльність з виконання наказів клієнтів щодо купівлі/продажу фінансових інструментів, то поняття «інсайдерська інформація» визначається таким чином — інформація, яка надається клієнтом та яка пов'язана з виконанням наказів клієнта, яка має точне вираження, не була оприлюднена, яка прямо або опосередковано стосується одного чи кількох емітентів фінансових інструментів, та яка, у випадку її оприлюднення, мала б значний вплив на ціну таких фінансових інструментів або пов'язаних з ними похідних фінансових інструментів.

Таким чином, предметом зловживань в *acquis* ЄС відповідно до Директиви 2003/6/ЄС є будь-який фінансовий інструмент, тоді як відповідно до ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» — тільки цінних паперів. У процесі адаптації законодавства України до *acquis* ЄС до інсайдерської інформації слід включити й інші фінансові інструменти, зокрема, похідні.

З метою уникнення можливості широкого тлумачення на практиці поняття «інсайдерська інформація» відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», пропону-

ється чітко визначити на підзаконному рівні, яка саме інформація належить до інсайдерської шляхом прийняття проекту рішення ДКЦПФР «Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської» від 01.08.2006 року № 647.

2. У законодавстві України не дається визначення інсайдерської діяльності, тоді як згідно acquis ЄС (Директива 2003/6/ЄС) зловживання ринком охоплює саме інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком. У зв'язку з цим, ч. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» повинна бути доповнена визначенням поняття інсайдерської діяльності як вид злочинної діяльності у сфері розповсюдження і використання інсайдерської інформації, підготовка і здійснення якої може справити значний вплив на ціну одного чи кількох фінансових інструментів, або на хід формування цін на організованих ринках.

3. Визначення кола осіб, які є інсайдерами — особами, які володіють інсайдерською інформацією за Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» є вужчим ніж за ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС. Зокрема, поза межами дії вітчизняного законодавчо визначеного кола інсайдерів залишилися: члени управлінських, виконавчих та наглядових органів емітента, які не є посадовими особами емітента (зокрема, відповідно до ст. 23 Закону України «Про господарські товариства» не є посадовими особами товариства члени ревізійної комісії), власники не голосуючих акцій, особи, які заволоділи інсайдерською інформацією через вчинення ними кримінальних дій. У зв'язку з цим ч. 3 ст. 44 Закону «Про цінні папери та фондову біржу» слід привнести у відповідність до ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС.

4. Вдосконалення потребує система розкриття інформації на фондовому ринку на засадах вільного, оперативного, безкоштовного доступу інвесторів до інформації про емітентів цінних паперів та професійних учасників фондового ринку, зокрема впровадження міжнародних стандартів розкриття інформації. Відповідно до ст. 6 Директиви 2003/6/ЄС та на виконання ч. 2 ст. 45 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» в законодавстві України на підзаконному рівні слід визначити порядок розкриття інсайдерської інформації шляхом прийняття проекту рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 01.08.2006 року № 717, узгодивши його із ст. 2 Директиви 2003/124/ЄС «Засоби та строки публічного розкриття інсайдерської інформації».

5. Поза своєю увагою Закон залишив нормативне врегулювання питання маніпуляцій на ринку цінних паперів. Водночас, актуальність цієї проблематики із розвитком фондового ринку України ставатиме дедалі більш помітною. Що стосується європейського права у даній галузі, то Директива 2003/6/ЄС прямо забороняє здійснення маніпуляцій на ринку, подаючи їх основні прояви. У процесі адаптації національного законодавства до законодавства ЄС Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» повинен бути доповнений положеннями щодо регулювання маніпуляцій на ринку, а саме — визначенням маніпуляцій на ринку відповідно до пункту 2 статті 1 Директиви 2003/6/ЄС.

6. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» слід визначити форми відповідальності за протиправне використання інсайдерської інформації під час здійснення операцій з цінними паперами, маніпуляції на фондовому ринку, та за перешкоджання у доступі до інформації про емітентів цінних паперів, професійних учасників фондового ринку та/або викривлення такої інформації.

6. ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ КЛІРИНГО-РОЗРАХУНКОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

6.1. Основні тенденції розвитку кліринго-розрахункової діяльності у країнах Європи

Хвиля злиття фондових бірж у Європі розпочалася в результаті розвитку альтернативних торгових систем, що дійшли до Європи з Америки. Використовуючи неефективність ринкової структури бірж і відсутність у них єдиного пулу ліквідності, їх дедалі більше витісняють такі електронні комунікаційні системи — ЕКС (electronic communications networks-ECNs), як Island або Archipelago, які вже звернулися в Комісію США щодо цінних паперів і бірж з проханням надати їм статус фондових бірж.

У США більшість інвестиційних банків підтримують 11 окремих ЕКС, але найбільші інституційні інвестори, а також фірми, які орієнтуються на дрібних і роздрібних клієнтів, виступають за створення в країні централізованої торговельної системи. У Європі, фондовий ринок якої розвивається за своїми законами, спостерігається бум у створенні систем, орієнтованих на обслуговування високотехнологічних і швидко зростаючих компаній (представників «нової економіки»): Easdaq, the Neuer Markt, Euro. NM, techMARK. Найбільшим потенціалом серед них володіє нині, мабуть, Tradepoint. Звичайно, вони пропонують подвійний лістинг (dual listing), що означає можливість котирування в таких системах своїх акцій компаніями, які вже пройшли лістинг на організованому ринку Європи, США або Ізраїлю. Це підвищує їх конкурентну спроможність і прискорює інтеграцію до загальноєвропейського фондового ринку. Але особливих хвилювань серед традиційних організаторів торгівлі поки що не спостерігається²⁰⁰.

Незважаючи на свою уявну логічність, процес об'єднання «мегабірж» почав «пробуксовувати». Експерти пояснюють це тим, що воно не обіцяє зниження витрат для клієнтів, бо не передбачає використання дешевших, порівняно з існуючими нині, альтернативних механізмів розрахунків. Варто зазначити, що механізм розрахунків на фондовому ринку суттєво відрізняється від прийнятого в інших сегментах (скажімо валютному) того ж фінансового ринку. Якщо загальний ринковий принцип свідчить «плати і забирай» (pay and carry out), то на фондовому ринку через ряд причин, розглянутих виходить за межі даної статті, діє принцип «купуй зараз, плати потім» (buy now, pay later). Для подібних розрахунків використовують одну з трьох найпоширеніших у світі моделей.

Головний елемент моделі 1 — передача інструкцій як щодо переказу цінних паперів (ЦП), так і грошей на основі інформації про кожну операцію (trade-by-trade gross basis) і кінцевий переказ ЦП, що здійснюється одночасно з переказом грошей.

Модель 2 передбачає передачу інструкцій про переказ ЦП за кожною операцією, але самі перекази ЦП від продавця до покупця здійснюються лише в кінці циклу, коли відбувається і переказ грошей на умовах «нетто».

Модель 3 полягає в тому, що інструкції про переказ ЦП і грошей передають на основі інформації «нетто» (тобто з обліком можливих контр угод, які скорочують розмір переказів), а кінцеві перекази здійснюються наприкінці циклу.

Із урахуванням передбачених вказаними моделями стандартних вимог процес клірингу та розрахунків за операціями з ЦП виглядає наступним чином.

1. Досягнення угоди про купівлю-продаж, яку можна здійснювати на біржах або в електронних позабіржових торговельних системах.
2. Порівняння інформації про ціну, обсяг угоди, терміни тощо, яку отримують окремо від покупця і продавця (trade matching or comparison).
3. Якщо сторони угоди діють від імені та за дорученням своїх клієнтів, то заздалегідь необхідно отримати від них підтвердження щодо деталей угоди (trade confirmation).

²⁰⁰ *Голосов В.* Международный рынок ценных бумаг // Российский экономический журнал. — 1992. — № 6. — С. 103.

4. Після отримання підтвердження і позитивних результатів порівняння інформації проводять кліринг (clearance), тобто процес підрахунку взаємних зобов'язань учасників угоди, що супроводжується часто двостороннім або багатостороннім заліком (netting).

5. Після цього учасники угоди відповідно готують інструкції про переказ ЦП і грошей.

6. Переказ грошей здійснюють через уповноважені банки, а цінних паперів — шляхом фізичного переміщення самих ЦП або сертифікатів, або ж за допомогою записів на рахунках клієнтів у центральних депозитаріях цінних паперів (ЦДЦП) (central securities depositories CSDs), які здійснили так звану «дематеріалізацію» (dematerialisation) ЦП.

Певна громіздкість використовуваних систем розрахунків призводить до того, що в багатьох європейських країнах, як і в США, досі розрахунки за придбані цінні папери завершуються лише на третій день від моменту укладення угоди. Тому протягом кількох останніх років одне з головних завдань центральних депозитаріїв — це прискорення розрахунків із постачанням ЦП, а не платежу (delivery versus payment). Розв'язання цієї проблеми стає дедалі актуальнішим в міру інтернаціоналізації та глобалізації операцій з цінними паперами, адже, за оцінкою експертів, близько 15 % транскордонних (cross-border) угод з ЦП не укладають через невиконання своїх зобов'язань однієї зі сторін²⁰¹.

Тривалий час європейський ринок влаштувало те, що внутрішні розрахунки за операціями з цінними паперами забезпечували переважно національні центральні депозитарії, а на міжнародному рівні — Люксембурзький кліринговий банк Cedel International і Бельгійська клірингова компанія Euroclear.

Європейський кліринговий дім Clearstream, створений за допомогою об'єднання в 1999 р. Cedel International і розрахунково-клірингової структури фондової біржі у Франкфурті Deutsche Borse Clearing, ініціював процес серйозних структурних змін.

Брюссельський Euroclear намагається відповісти на виклик конкурентам встановленням міцних технологічних зв'язків із найбільшими національними центральними депозитаріями цінних паперів (ЦДЦП), першим з яких став французький Sicovam. Однак, вони навіть не намагаються створити загальний майданчик. Хоча Euroclear створює новий майданчик CREATION для торгівлі німецькими акціями.

У той же час, їх британські колеги, які обслуговують Лондонську фондову біржу (компанія Crest), роблять ставку на встановлення кореспондентських відносин між незалежними ЦДЦП (за принципом міжбанківських відносин), що створить клієнтам однієї системи можливість вільного доступу до системи будь-якої іншої європейської країни (що належить до цієї системи). Єдиного прийнятого рішення поки що немає. Є лише загальне розуміння того, що Європа не потребує такої кількості фондових бірж і центральних депозитаріїв. На цьому фоні дедалі більше відчутне бажання центральних депозитаріїв деяких країн трансформуватися в міжнародні ЦДЦП, що можна досягти шляхом розширення міжнародних послуг за допомогою взаємних кореспондентських зв'язків, створення міжнародних центрів розрахунків, злиття і здійснення операцій, які були раніше монополізовані міжнародними ЦДЦП (наприклад, занозичення цінних паперів).

Очевидно, що подальше міжнародне злиття навряд чи можна продовжити без підтримки процесу ринкової консолідації на місцевому рівні. У Франкфурті перша біржа (валютна) з'явилася в 1585 р., і йому знадобилося ще чотириста років для того, щоб стати фінансовим центром Німеччини, з яким і зараз успішно конкурують біржі Дюссельдорфа, Гамбурга, Мюнхена і Штутгарта. Очевидно консолідація Німецької біржі з іншими структурами на загальноєвропейському рівні не принесе бажаного ефекту, якщо не буде вирішене «внутрішньо-німецьке питання». У цьому напрямку вже почали розвиватися події в деяких інших європейських країнах. Так, у Бельгії місцевий центральний депозитарій ВХС-СІК об'єднався з розташованим у Брюсселі міжнародним депозитарієм Euroclear. В Іспанії об'єдналися дві найбільші (серед шести існуючих в країні) платіжні системи. В Італії депозитарій Monte Titoli, занедавши свою розрахункову систему EXPRESS DvP RTGS, нині бере на себе від Банку Італії обов'язки управління розрахунково-кліринговою системою за операціями з урядовими облігаціями. У Великобританії до аналогічного результату приводить поглинання депозитарієм корпоративних цінних паперів (Crest) спеціалізованого центрального депозитарію з урядових боргових зобов'язань — Central Gilts Office (CGO)²⁰².

²⁰¹ Голосов В. Международный рынок ценных бумаг // Российский экономический журнал. — 1992. — № 6. — С. 104.

²⁰² Financial Times. — 2001. — 26 Jan. — Europe reinvented. Section. — P. 12—13.

Разом з цим, процес консолідації не здається ані дешевим, ані однозначно позитивним навіть його учасникам. Керівник Лондонського депозитарію Crest, добре відомий і шанований у ділових колах Я. Савіль (Ian Saville), зазначає, що ринок все ж забезпечує кращі і довготривалі результати, аніж політика дирижизму, так, до того ж іще й дешевше. Крім цього, на його думку, гарантом хорошої ціни послуг розрахунково-клірингових систем є не їх консолідація, а конкуренція. Обговорення проектів злиття відволікає ЦДЦП від розв'язання таких актуальних питань, як зменшення термінів розрахунку, здешевлення міжнародних операцій, поліпшення довірчих послуг (отримання дивідендів, голосування за дорученням тощо). Наголошуючи, що він не є «теологічним опонентом» ідеї консолідації, Я. Савіль все ж звертає увагу на те, що нескінченне злиття може перетворитися в «заплановане згортання своєї діяльності» європейської розрахунково-клірингової інфраструктури²⁰³.

Щодо нескінченного злиття, то про його небезпеку говорити поки що рано, оскільки насправді процес лише починається, і як зміниться тенденція в майбутньому — поки нікому не відомо. Більше переживань викликає, звичайно, перспектива злиття в майбутньому у Crest і Clearstream, зумовлена об'єднанням Лондонської і Франкфуртської фондових бірж, які обслуговують ці системи. Передбачають, що основа їх спільного функціонування — це концепція ЦКА: клієнти Crest будуть здійснювати розрахунки за всіма торговими операціями на об'єднаній біржі через ЦКА, розташованому в Лондоні, а клієнти Clearstream відповідно через інший ЦКА у Франкфурті. Нині обидві платіжні системи зайняті створенням згаданих центральних контрагентів: Crest здійснює відповідний проект спільно із Лондонською кліринговою палатою, а Clearstream співпрацює з Eurex — спільним швейцарсько-німецьким підприємством. У швейцарському напрямку зорієнтований і Лондонський ЦКА: Crest (спільно з Euroclear і Лондонською кліринговою палатою) активно співпрацює з швейцарською кліринговою системою SIS SegalINTERSETTLE щодо створення центрального контрагента для Virt-X, спільного торгового майданчика, створеного Швейцарською фондовою біржею і компанією Tradepoint. Враховуючи це, можна передбачити, що справжньою причиною для неспокую є не саме злиття, а місце і роль сучасних розрахунково-клірингових систем у новій структурі. Лондонський ЦКА його творці розглядають як універсальну модель, що здійснює платежі в режимі реального часу (real-time gross settlement RTGS). Crest керівництво вбачає придатнішим для надання кредитів із трансатлантичних операцій і управління заставами.

До початку останніх структурних змін у Західній Європі було близько тридцять національних і міжнародних ЦДЦП. Робота із кожним з них потребувала від користувачів встановити окрему лінію інформаційно-технологічного зв'язку (IT links). Кліринг і розрахунки за операціями з цінними паперами займають близько 90 % від вартості такої операції, якщо її учасники знаходяться по різні боки «прозорих» кордонів усередині Європи. Значне зменшення інвестиційних та операційних витрат проголошене як одне з головних завдань подальшої консолідації. Про це зазначили у своїй заяві про основні принципи (Statement of Key Principles) у створеному в 1998 році Європейському фондовому форумі (European Security Forum) представники 24 провідних світових інвестиційних установ. Реальність такого завдання підтверджують і практики. Зменшення витрат — це вагомий аргумент у виборі європейської моделі розрахунково-клірингової системи фондового ринку. За розрахунками експертів Price Waterhouse (зробленими ще в 1994 році), витрати на здійснення платежів з торгової операції із німецькими акціями через субкастодіальний банк і національні ЦДЦП у 50 разів більші, аніж з аналогічної внутрішньої національної операції, і в 8 разів більші, ніж при розрахунках через Euroclear. Комплексний аналіз сукупності всіх послуг показує, що вартість розрахунків через європейські національні ЦДЦП коштує не дорожче, ніж через американську розрахунково-депозитарну систему Depository Trust & Clearing Company — DTCC (яка виконує функції, які можна порівняти з тим, що в Європі роблять міжнародні центральні депозитарії — МЦДЦП), а послуги міжнародних депозитаріїв загалом набагато дорожчі. Витрати на оплату послуг двох міжнародних депозитаріїв більш ніж у два рази перевищують оплату послуг 15 європейських ЦДЦП. Таке співвідношення зовсім не дивне, якщо врахувати, що операційні витрати за оцінками експертів на одну трансакцію тут у сім разів перевищують витрати у їх американського конкурента та у дев'ять разів аналогічний показник для європейських ЦДЦП. Значно більшою може бути ця різниця у випадку створення єдиного Європейського

²⁰³ Financial Times. — 2001. — 1 May. — P. 9.

центрального депозитарію, про необхідність якого дедалі голосніше заявляє Європейський фондовий форум.

Але найважливішою є проблема створення єдиного загальноєвропейського центрального контрагента (а single European CCP). Це обумовлено тим, що фрагментована західноєвропейська розрахунково-клірингова система дуже перенапружена. Тому необхідно терміново зменшити зайві фінансові потоки та спробувати уникнути системної кризи. Багато регулятивних організацій створюють зараз спеціальні робочі групи для вивчення цих проблем. Європейські уряди виступили за створення панєвропейського ринку капіталів, встановивши в плані розвитку фінансових послуг в ЄС (EU's Financial Services Action Plan) термін (2005 р.) для усунення всіх регуляторних бар'єрів на шляху до цієї мети. Найкоротший шлях до цього — в створенні єдиного загальноєвропейського ЦКА. Реальною перевагою для клієнтів може бути лише зменшення витрат на кліринг, а цього можна досягти лише у разі використання ЦКА, який буде функціонувати як посередник і «кліринговий будинок» між покупцем і продавцем.

Ще 6 грудня 2000 р. Європейський фондовий форум опублікував проект створення такої організації. Проект закликав до негайних кроків щодо створення єдиного загальноєвропейського ЦКА, який надаватиме клірингово-розрахункові послуги на європейському ринку капіталу, передбачаючи, що за основу будуть взяті такі принципи²⁰⁴:

- ринок «оптових» операцій із капіталом концентрує всі розрахунки, включаючи кліринг і заліки (netting) в одній установі, що має забезпечити значну економію адміністративних витрат;

- користувачі будуть мати більшість у правах власності та управлінні такою структурою;
- тарифи на послуги такої структури відображатимуть собівартість послуг.

Проект передбачає пріоритетність створення такого ЦКА для обслуговування ринку корпоративних акцій, але надалі він має охопити своїми послугами операції з усіма цінними паперами та їх похідними²⁰⁵.

Скорочення витрат і обсягів розрахункових операцій (за рахунок уникнення їх дублювання) — це не єдині переваги, яких очікують від створення єдиного ЦКА. Багато мільйонів можна зекономити за рахунок зменшення капітального ризику внаслідок так званого «портфельного ефекту». Справа в тому, що клірингові палати стягують маржу і беруть заставу від учасників розрахунків для того, щоб покрити ризик невиконання ними своїх зобов'язань із платежу (дефолта, default). Тому фрагментована розрахунково-клірингова структура приводить і до фрагментації заставних пакетів (у кожному фінансовому інструменті і кожній країні), а їх концентрація в одного центрального контрагента значно підвищить ефективність їх використання.

Європейський фондовий форум виступає за те, щоб єдиний ЦКА був власністю його користувачів. Критики ж такого підходу аргументують свою точку зору тим, що подібні структури часто неконкурентоспроможні і втрачають стимул для інновацій.

Ідея ЦКА була вдало випробувана в США, де ще з 1976 р. для місцевого центрального депозитарію депозитарно-трастової компанії (Depository Trust Company-DTC) функції ЦКА виконувала Національна корпорація клірингу цінних паперів (National Securities Clearing Corporation-NSCC). Ця корпорація створена свого часу шляхом об'єднання трьох регіональних ЦКА і нині є найбільшою в світі з обслуговування корпоративних акцій. Опосередковано вона займає вагомі позиції і в сфері обслуговування операцій з іншими цінними паперами, бо є власником великих пакетів акцій інших ЦКА: 24 % — в Урядовій корпорації клірингу цінних паперів (Government Securities Clearing Corporation), що обслуговує ринок урядових облігацій; 14 % — у Корпорації клірингу цінних паперів ринків (Emerging Markets Clearing Corporation), що розвиваються, створеній для операцій з «облігаціями Бреді» (Brady bonds), а також 10 % — у Корпорації клірингу іпотечних цінних паперів (MBS Clearing Corporation). У 1999 р. Корпорація об'єдналася з Депозитарно-трастовою компанією (у Депозитарно-трастову і клірингову корпорацію — Depository Trust & Clearing Corporation) і вже в листопаді почала виявляти інтерес до європейського ринку, створивши разом з Euroclear і Лондонською кліринговою палатою Європейську корпорацію клірингу цінних паперів (European Securities Clearing

²⁰⁴ Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: у 4-х т. — Т. 4. Цінні папери та фондовий ринок / За ред. С.О.Довгого та Т.І.Лозової. — К.: Укртелеком, 2001. — С. 245.

²⁰⁵ Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: у 4-х т. — Т. 4. Цінні папери та фондовий ринок / За ред. С.О.Довгого та Т.І.Лозової. — К.: Укртелеком, 2001. — С. 246.

Corporation — ESCC), що надає послуги ЦКА на ринку європейських урядових паперів. Тому є всі підстави вважати, що американці, які обслуговують клієнтів, котрі здійснюють операції по всьому світу, не зупиняться на цьому, а спробують глобалізувати функції ЦКА, створивши клірингову палату для інших ЦКА, або повторити операцію зі створення спільного підприємства з іншими ЦКА, але вже на всесвітньому рівні.

Деривативи не є звичним товаром, але їх вартість «похідна» від інших ринкових інструментів: від процентних ставок до урядових облігацій, валют і кредитів. Хоча деякі біржі допускають торгівлю деривативами на своїх майданчиках, дедалі більшого поширення набуває позабіржова торгівля деривативами (over-the-counter derivatives). Приклад такої системи — система Londex. Як серйозний конкурент для неї створена система Swapswire, серед засновників якої разом із найбільшими американськими інвестиційними компаніями виступили європейські партнери: німецький Deutsche Bank, швейцарські UBS Warburg і CS First Boston, а також французький BNP Paribas. У межах цієї системи Лондонська клірингова палата (London Clearing House) буде діяти як центральний контрагент у процесі торгівлі на таких майданчиках, як Міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (International Financial Futures Exchange-Liffe), Лондонська біржа металів (London Metal Exchange) і Міжнародна нафтова біржа (International Petroleum Exchange). Планується, що до сфери її діяльності будуть включені розрахункові системи Euronext і Tradepoint, а також французькі ринки ф'ючерсів (Mafif) і опціонів (Moper). У цьому випадку вона перетвориться у найбільшого в Європі ЦКА.

Наявність центрального контрагента (ЦКА) для розрахунків за операціями з деривативами в Європі не новина, на відміну від розрахунків з торгівлі акціями й іншими цінними паперами. Система центрального контрагента означає, що партнери повинні розраховуватися не напряму, а з кліринговою палатою і отже, торговцям нема чого турбуватися про кредитоспроможність своїх контрагентів. Природно, що чим більше буде ринків, які використовують механізм центрального контрагента, тим більше користувачів зможуть відкрити позиції на різних ринках і таким чином забезпечити економію страхового капіталу, що резервується у відносинах з кожним торговцем. Основними перевагами такої концепції, крім економії капіталу, є операційна ефективність і збільшення розмірів кредитних ліній.

6.2. Правове регулювання кліринго-розрахункової діяльності в acquis ЄС

Депозитарна та розрахунково-клірингова діяльність в останні десятиріччя стала одним з провідних видів професійної діяльності на світових ринках цінних паперів. Ця діяльність забезпечує фундамент ринку цінних паперів. Значною мірою процедури обліку, клірингу та розрахунків визначають дієвість та ефективність фондового ринку і допомагають забезпечити цілісність ринку, знизити рівень ризику та заощадити значні кошти²⁰⁶.

У звіті Ламфалуссі за 1990 рік було відмічено наявність важливого системного ризику, притаманного платіжним системам, які працюють на основі кількох правових видів неттингу (взаємного заліку) платежів, зокрема багатостороннього неттингу; зменшення правових ризиків, пов'язаних з участю у системах бруто-розрахунків в реальному часі, було визначено як першочергове значення, зважаючи на розширення розвитку цих систем. Також надзвичайно важливим є зменшення ризику, пов'язаного з участю в системах розрахунків за цінними паперами, зокрема там, де є тісний зв'язок між такими системами і платіжними системами

За метою здійснення внеску в ефективну і рентабельну дію механізмів транскордонних платежів та розрахунків за цінними паперами в межах Співтовариства, що підвищує свободу руху капіталу на внутрішньому ринку, Європейським Парламентом та Радою 19 травня 1998 року було прийнято Директиву 98/26 про остаточний розрахунок в платіжних системах та системах розрахунків за цінними паперами²⁰⁷ (далі — Директива 98/26/ЄС). Цією Директивою було доведено до завершення досягнення у формуванні внутрішнього ринку, зокрема, щодо свободи надання послуг та лібералізації руху капіталу з метою реалізації Економічного і Валютного Союзу.

²⁰⁶ Хоружий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів // Фінансові ризики. — 2000. — № 2.

²⁰⁷ Official Journal L 166, 11.06.1998, p. 45.

Директива 98/26/ЄС поширюється на системи платежів та розрахунків за цінними паперами як національного, так і транскордонного характеру Співтовариства і на заставу, яка створюється їхніми учасниками, незалежно від того, чи є ці учасниками членами Співтовариства, чи належать вони до третіх країн, у зв'язку із участю у цих системах.

Положення Директиви 98/26/ЄС поширюються на:

- а) будь-яку систему, яка регулюється законодавством держави—члена і працює в будь-якій валюті, екю або в різних валютах, які система конвертує проти іншої;
- б) будь-якого учасника такої системи;
- в) заставу, що надається у зв'язку з участю у системі або операціями центральних банків держав—членів в їхній якості як центральних банків.

Відповідно до ст. 2 Директиви 98/26/ЄС «система» означає офіційну домовленість:

— між трьома або більше учасниками, не враховуючи можливого агента по розрахунках, можливого центрального партнера, можливу розрахункову палату або можливого непрямого учасника, з загальними правилами і стандартизованими домовленостями щодо виконання доручень на перекази коштів між учасниками,

— що регулюється законодавством держави—члена, обраної учасниками; проте учасники можуть обирати законодавство держави—члена, в якій принаймні один з них має головний офіс, та

— призначену, без порушення інших, більш суворих умов загального застосування, закладених у національному законодавстві, як система і доведена до відома Комісії державою—членом, законодавство якої застосовується, після того, як така держава—член переконається в адекватності правил системи.

У залежності від вищезазначених умов, держава—член може визначати як систему таку офіційну домовленість, діяльність якої полягає у виконанні доручень на переказ коштів, і яка в обмеженому обсязі виконує доручення стосовно інших фінансових інструментів, якщо така держава—член вважає, що таке призначення є виправданим з точки зору системного ризику.

Держава—член може також на основі конкретних прикладів визначати як систему таку офіційну домовленість між двома учасниками, не враховуючи можливого агента по розрахунках, можливого центрального партнера, можливу розрахункову палату або можливого непрямого учасника, якщо така держава—член вважає, що таке призначення є виправданим з точки зору системного ризику.

Доручення на переказ коштів та їх неттинг повинні мати юридичну силу в усіх юрисдикціях держав—членів і мають бути обов'язковими для третіх сторін.

Правила завершеності неттингу не повинні перешкоджати перевірці систем до того як матиме місце неттинг, щодо того, чи відповідають доручення, які ввійшли в систему, правилам такої системи і чи дозволяють вони здійснення розрахунку в такій системі (п. 12 Преамбули Директиви 98/26/ЄС).

Положення Директиви не перешкоджають учаснику чи третій стороні застосовувати будь-яке право або вимогу, що виникають з відповідної операції, які вони можуть мати по закону, щодо відновлення чи реституції доручення на переказ, яке ввійшло в систему, наприклад, у випадку шахрайства чи технічної помилки, поки це не призводить ні до неттингу, ні до переміщення доручення на переказ у системі.

П. 14 Преамбули Директиви 98/26/ЄС визначає необхідність забезпечувати, щоб доручення на перекази не можна було відмінити після моменту часу, визначеного правилами системи.

Держава—член зобов'язана негайно повідомляти інші держави—члени про відкриття судочинства щодо неплатоспроможності учасника системи.

П. 22 Преамбули Директиви 98/26/ЄС визначає, що держави—члени повинні намагатися встановити відповідні зв'язки між усіма системами розрахунків за цінними паперами, охоплені цією Директивою, з наміром сприяти максимальній прозорості і правовій певності трансакцій, що стосуються цінних паперів.

Отже, Директива 98/26/ЄС заклала базу щодо встановлення чіткої правової схеми, що стосується систем платежів та операцій з цінними паперами. Виконання цієї Директиви продемонструвало важливість скорочення системного ризику, властивого подібним системам, причинами якого є розбіжності в законодавстві різних регіонів, і переваги встановлення єдиних норм відносно гарантійних операцій.

Обіг цінних паперів регулюють також наступні *acquis* ЄС:

- Директива Ради 77/91/ЄЕС від 13 грудня 1976 року про узгодження з метою розробки рівноцінних захисних засобів, які застосовуються для охорони своїх та чужих інтересів;

- Директива Європейського Парламенту та Ради 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 року щодо ринків фінансових інструментів, що вносить зміни до Директиви 85/611/ЄС та Директиви 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради, а також припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС;

- Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради 1994 року щодо схем депозитного гарантування;

- Директива 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради 2000 року щодо започаткування, здійснення та розміркованого нагляду над діяльністю інститутів електронних грошей;

- Рекомендація Комісії 1977 року щодо Європейського кодексу здійснення трансакцій з переказними цінними паперами.

Так, зокрема, ст.ст. 34, 35 Директиви 2004/39/ЄС визначають доступ до центрального контрагента, засоби клірингу та розрахунків, право обирати розрахункову систему та положення щодо центрального контрагента, клірингу та врегулювання розрахунків (домовленості по розрахунках) щодо МТФ.

Ст. 34 Директиви 2004/39/ЄС зобов'язує Держави—члени вимагати:

- щоб інвестиційні фірми з інших держав—членів мали право доступу до центрального контрагента, клірингову та розрахункову системи та на їх території для цілей завершення або організації завершення трансакцій з фінансовими інструментами;

- щоб доступ тих інвестиційних фірм до таких засобів підпадав під дію тих самих недискримінаційних, прозорих та об'єктивних критеріїв, які застосовуються до місцевих учасників. Держави—члени не обмежують використання таких засобів лише клірингом та розрахунками по трансакціям з фінансовими інструментами, здійсненими на регульованому ринку або МТФ на їх території;

- щоб регульовані ринки на їх території надавали всім своїм членам чи учасникам право визначати розрахункову систему по трансакціям з фінансовими інструментами, здійсненими на регульованому ринку.

Такі зв'язки та домовленості між визначеною розрахунковою системою та іншою системою чи засобом необхідні для забезпечення ефективних та економічних розрахунків по зазначених трансакціях. Згода компетентного органу, відповідального за нагляд за регульованим ринком, на те, що технічні умови для розрахунків по трансакціях, укладених на регульованому ринку, через іншу розрахункову систему, ніж та, що визначена регульованим ринком, є такою, що дозволяє рівне та впорядковане функціонування фінансових ринків.

Ст. 35 Директиви 2004/39/ЄС покладає на Держави—члени обов'язок не перешкоджати інвестиційним фірмам та маклерам, які керують МТФ, вступати в відповідні домовленості із центральним контрагентом або розрахунковою палатою та розрахунковою системою іншої держави—члена з метою забезпечення клірингу та/або розрахунків по деяких чи по всіх проведених учасниками ринку торгових операціях відповідно до їх (ринків) систем.

Компетентний орган інвестиційної фірми та маклери, які керують МТФ, можуть не заперечувати використанню центрального контрагента, розрахункової палати та/або розрахункової системи в іншій державі—члені, окрім випадків, коли це вочевидь необхідно для того, щоб підтримати впорядкованого функціонування того МТФ та прийняття до уваги положень щодо розрахункових систем, встановлених в статті 34(2).

З метою уникнення невинного подвійного контролю, компетентний орган приймає до уваги нагляд клірингової та розрахункової системи, які вже здійснюються національними центральними банками, як наглядачами за кліринговими та розрахунковими системами, або іншими наглядовими органами, які мають повноваження щодо таких систем.

Свій розвиток депозитарна діяльність одержала в доповідях Групи Тридцяти і Базельського банківського комітету, в рекомендаціях міжнародній організації IOSCO, стандартах ISO, директивах ЄС та в інших документах. В результаті цього розвитку в більш ніж у 100 країнах світу з'явилися повно функціональні Центральні депозитарії, які стали основою обігу «електронних цінних паперів» та надали додатковий поштовх для розвитку ринку капіталу цих країн²⁰⁸.

Досвід використання на найбільш розвинутих ринках цінних паперів процедур обліку і обслуговування обігу цінних паперів у 1989 році був описаний у доповіді Групи 30 (G30). Предметом цієї доповіді стали системи клірингу і розрахунків на світових ринках цінних па-

²⁰⁸ Хоружий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів // Фінансові ризики. — 2000. — № 2.

перів, які пов'язані із процесами, що лежать у самій основі функціонування ринків цінних паперів і, тим самим, визначають, ефективна або ні діяльність цих ринків. Було досягнуто угоди про стандарти і процедури, що прийнятні для всіх ринків світової системи обігу цінних паперів, які були оформлені як Рекомендації Групи 30 (G30).

У доповіді Групи 30-ти було надано дев'ять рекомендацій для поліпшення ефективності і стандартизації діяльності локальних клірингових і розрахункових систем. Третя рекомендація спеціально стосувалася центральних депозитаріїв із пропозицією здійснення її до 1992 року: «кожна країна повинна мати розвинутий і ефективно діючий Центральний депозитарій цінних паперів, організація і керування якого сприяли б залученню найбільшого числа учасників».

Головні принципи, на які Центральні депозитарії орієнтуються у своєму розвитку:

- дематеріалізація цінних паперів;
- розвиток послуг кредитування/застави цінних паперів;
- розширення кола цінних паперів/інструментів, що беруться на обслуговування;
- впровадження міжнародних операцій;
- встановлення зв'язків між іноземними й іншими Центральними депозитаріями;
- створення методологічних основ стабільності та зниження ризиків на фондовому ринку і залучення іноземних інвестицій;
- створення методологічних основ та стандартів депозитарного обліку і оптимальних умов для роботи Центральних депозитаріїв;
- підвищення ліквідності/оборотності ринку;
- розвиток інформаційно-технологічних систем;
- модифікація та уніфікація існуючих методів роботи у сфері операцій із цінними паперами²⁰⁹.

Як правило, на локальному ринку Центральний депозитарій і клірингове агентство — це одна юридична особа. Центральні депозитарії здійснюють звичайне обслуговування операцій на ринку цінних паперів, проте починають брати на себе також функції банків і брокерів. Для проведення необхідних кредитних операцій більшість Центральних депозитаріїв мають статус банку.

Окрім зберігання цінних паперів і розрахунків через електронну систему, Центральні депозитарії здійснюють 52 різноманітні функції та види обслуговування, зокрема, відкриття і ведення рахунків щодо цінних паперів, облік прав власності на цінні папери, застава, позика цінними паперами, кодифікація цінних паперів, корпоративні операції цінних паперів і виплата дивідендів, гарантовані розрахунки за угодами з цінними паперами, визначення взаємних зобов'язань щодо угод з цінними паперами (кліринг), облік угод за цінними паперами, управління ризиками та ін.²¹⁰ Таким чином, Центральні депозитарії забезпечують фундамент для безризикового виконання угод щодо цінних паперів.

Згодом, у 1995 році Рекомендації Групи 30 були скориговані учасниками міжнародної асоціації ISSA (International Securities Services Association).

З часу появи наведених вище рекомендацій був накопичений певний досвід щодо їх впровадження. Виявлення нових недоліків у функціонуванні фінансової індустрії потребувало формування нових пропозицій, спрямованих на підвищення якості послуг і зменшення ризиків в діяльності систем обслуговування ринків цінних паперів. Результатом такої роботи стали Рекомендації ISSA 2000.

Поряд з роботою ISSA Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements — BIS) розробив ряд рекомендацій щодо здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів, деякі з яких наведено нижче.

Документи Базельського комітету з банківського нагляду:

- Ризики в комп'ютерних і телекомунікаційних системах, 1989;
- Операційне керування ризиками, 1998;
- Керування ризиками для електронної банківської діяльності, 1998;
- Опис контролю за керуванням ризиками розрахунків в іноземних біржових трансакціях, 2000.

Документи Комітету по оплаті і системам розрахунків:

- Звіт щодо схем неттингу (Angell звіт), 1989;

²⁰⁹ Хоружий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів // Фінансові ризики. — 2000. — № 2.

²¹⁰ Хоружий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів // Фінансові ризики. — 2000. — № 2.

- Звіт Комітету по схемах міжбанківського неттінгу центральних банків групи десятиох країн (Lamfalussy звіт), 1990;
- Поставка проти оплати в системах розрахунків цінних паперів, 1992;
- Міжнародні розрахунки по цінним паперам, 1995;
- Ризик розрахунків в міжнародних біржових угодах, 1996;
- Клірингові процедури для біржової торгівлі деривативами, 1997;
- Системи бруто розрахунків у реальному масштабі часу, 1997;
- Структура розкриття інформації для систем розрахунків по цінним паперам, 1997;
- Звіт про ОТС торгівлю деривативами: процедури розрахунків і керування ризиками учасників, 1998;
- Рекомендації для розрахункових систем по цінним паперам, 2001.

До групи міжнародних норм, що регулюють клірингово-розрахункову діяльність та обіг цінних паперів належать також рекомендації ECSDA (European Central Securities Depositories Association — Європейська асоціація центральних депозитаріїв), що заснована у 1997 році і об'єднує центральні депозитарії західної Європи. Роботи ECSDA зосереджені на створенні методології безпечних та ефективних розрахунків і клірингу. Результатами цієї роботи став ряд документів, таких як:

- Проведення клірингу та розрахунків на ринках цінних паперів. Імплементація вимог рекомендацій Групи Тридцяти, 1993;
- Фінансове управління ризиками на ринках, що з'являються, 1997;
- Діяльність по цінним паперам в Інтернеті, 1998;
- Міжнародні репо угоди, 1999;
- ECSDA міжнародні розрахунки, 2000;
- Модельний договір між європейськими CSD, 2000;
- Рекомендації для систем розрахунків за угодами щодо цінних паперів (CPSS-IOSCO), 2001²¹¹.

Згідно з інформацією, наведеною у звіті «Депозитарна система обслуговування цінних паперів в Україні: ризики і рекомендації», який був підготовлений фахівцями проекту розвитку ринків капіталу USAID, на ринках цінних паперів існують два основні фінансові інструменти: пайові інструменти (акції) і боргові інструменти (облігації). Робота з цими інструментами пов'язана з трьома функціями: кастодіальною, фідуціарною, кліринговою²¹².

Депозитарії, ресстратори та клірингові палати виконують різні функції і мають різні сфери відповідальності. Так, наприклад, клірингова палата — це компанія, що надає фінансові послуги з клірингу і розрахунків і та гарантує виконання умов фінансової угоди.

Кліринг і розрахунки в основному залишаються непомітними для кінцевого інвестора, але саме вони є основою всіх ринків цінних паперів. Кліринг та розрахунки — процес, за допомогою якого здійснюються торгівельні операції між двома сторонами і який гарантує, що кожна сторона угоди отримує очікуваний результат від виконаної трансакції: цінні папери доставлені за призначенням і платіж здійснено. Механізм цього процесу розпочинається з укладання контракту купівлі—продажу цінного паперу. Після підтвердження деталей укладеної угоди та відповідних зобов'язань інформація про угоду надсилається до клірингової палати, яка порівнює одержану інформацію та повідомляє про результат брокера/дилера кожної сторони. Після успішної звірки умов угоди здійснюється розрахунок, найчастіше шляхом зарахування зустрічних зобов'язань між брокерами/дилерами обох сторін щодо конкретного цінного паперу. Взаємозалік зустрічних вимог спрощує процес, зменшуючи суми коштів для перерахування.

Однією з важливих функцій клірингової палати у країнах з розвиненою ринковою економікою є участь у ролі гаранта брокерів/дилерів на ринку.

Таким чином, мета системи клірингу та розрахунків — надійна торгівля. Ризики мінімізуються за рахунок системи «поставка проти платежу» (DVP). За системою DVP поставка цінних паперів відбувається одночасно з переказом коштів.

²¹¹ Хоружий С. Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів // Фінансові ризики. — 2001. — № 1.

²¹² Румянцев С. Особливості функціонування депозитарної системи // Цінні папери України. — 2006. — № 36. — С. 24.

6.3. Правове регулювання кліринго-розрахункової діяльності в законодавстві України

Світовий досвід свідчить, що використання новітніх інформаційних технологій та сучасних фінансових інструментів для забезпечення функціонування фондового ринку неможливе без налагодження взаємодії системоутворювального комплексу взаємопов'язаних інститутів інфраструктури ринків капіталу, яким виступає депозитарна система.

Сьогодні процедури обліку, клірингу та розрахунків, що використовують депозитарії та зберігачі, визначають дієвість та ефективність ринків цінних паперів, допомагають забезпечити їх цілісність, знизити рівень ризику та заощадити значні кошти²¹³. Адаптація законодавства України до міжнародних норм є важливою умовою досягнення привабливості вітчизняного ринку цінних паперів для інвесторів.

Відповідно до ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» розрахунково-клірингова діяльність — діяльність з визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів і розрахунків за ними.

Порядок здійснення розрахунково-клірингової діяльності в Україні визначається Законом України від 10.12.1997 року «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів», Положенням про депозитарну діяльність, затвердженим рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 61 від 26.05.1998 року (далі — Положення про депозитарну діяльність) та Положенням про розрахунково-клірингову діяльність, затвердженим рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України № 11-а від 27.01.1998 року (далі — Положення про розрахунково-клірингову діяльність).

Відповідно до п. 1.7 Положення про депозитарну діяльність кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються виключно депозитарії згідно з Положенням про розрахунково-клірингову діяльність та на підставі ліцензії на здійснення професійної розрахунково-клірингової діяльності, виданої Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Ст. 6 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» визначає кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів одними з видів депозитарної діяльності.

Відповідно до ст. 8 Закону «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються виключно депозитаріями, які забезпечують поставку цінних паперів на рахунки зберігачів у депозитарії з одночасною оплатою грошових коштів на рахунках зберігачів. Для здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів депозитарій має одержати ліцензію. Банки, які є управителями, можуть здійснювати операції з поточного обслуговування відкритих на ім'я управителя рахунків у цінних паперах та здійснювати у грошовій формі розрахунки та кліринг.

Взаєморозрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються на підставі розрахункових документів, наданих сторонами відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або інформації, наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим банком.

Кліринговий депозитарій для здійснення грошових розрахунків за угодами щодо цінних паперів зобов'язаний користуватися послугами, що надають розрахункові банки на підставі відповідного договору, типової форми якого затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і Національним банком України.

Правила та операційні стандарти клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Правила та операційні стандарти грошового клірингу та розрахунків за операціями з цінними паперами затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України і Міністерством фінансів України.

Положення про розрахунково-клірингову діяльність визначає вимоги до здійснення депозитаріями розрахунково-клірингової діяльності за операціями щодо цінних паперів та

²¹³ Хоружий С. Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів // Фінансові ризики. — 2001. — № 1.

здійснення клірингу та розрахунків у Національній депозитарній системі в Україні, а також направи державного контролю за розрахунково-кліринговою діяльністю.

В разі одержання ліцензії на здійснення професійної розрахунково-клірингової діяльності депозитарій набуває статусу клірингового депозитарія. Кліринговий депозитарій, виконуючи найважливіші технологічні (розрахунково — клірингові, гарантійні функції) і правові (укладання договору з емітентом бездокументарних цінних паперів) функції в Національній депозитарній системі, відповідно до Закону не здійснює функцію підтвердження права власності на цінні папери. Операцією виключно зберігачів є підтвердження прав власності на цінні папери, що обліковуються на рахунках у цінних паперах.

Для здійснення депозитарієм клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів ці цінні папери повинні бути депоновані в цьому депозитарії. Рахунки у цінних паперах відкриваються згідно з Положенням про депозитарну діяльність.

Для проведення клірингу та розрахунків за угодами щодо знерухомлених документарних іменних цінних паперів депозитарій повинен бути зареєстрований в реєстрі власників іменних цінних паперів як номінальний утримувач.

Клірингові операції щодо угод з цінними паперами здійснюються депозитарієм з цінними паперами, що випущені в бездокументарній формі і депоновані в цьому депозитарії, або з цінними паперами, що випущені в документарній формі та депоновані в цьому депозитарії і знаходяться в колективному зберіганні (п. 2.5 Положення про розрахунково-клірингову діяльність).

Розрахунок взаємних зобов'язань за угодами щодо цінних паперів здійснюється депозитаріями на підставі розрахункових документів, наданих клієнтами депозитарію відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або розрахункових документів, наданих організаторами торгівлі відповідно до укладених на цих організаційно оформлених ринках угод щодо цінних паперів.

Для обліку прав власності на цінні папери та/або розрахунків за угодами щодо цінних паперів зберігачі не мають права встановлювати кореспондентські відносини з іншими зберігачами. Кожна операція з цінними паперами, депонованими в депозитарії, повинна здійснюватися на відповідних рахунках та/або відображатись в цьому депозитарії.

Фондова біржа укладає договір про кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів тільки з одним, обраним нею, депозитарієм.

Для здійснення розрахунково-клірингової діяльності депозитарій розробляє та затверджує в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку при одержанні ліцензії внутрішній Регламент, Порядок проведення розрахунково-клірингових операцій щодо угод з цінними паперами та внутрішнє Положення про розрахунково-клірингову діяльність, які повинні відповідати вимогам, визначеним Положенням про розрахунково-клірингову діяльність.

П. 3.1 Положення про розрахунково-клірингову діяльність визначає, що кліринг та розрахунки за операціями з цінними паперами здійснюються відповідно до розпоряджень, наданих клієнтами депозитарію, або розрахункових документів, які надаються організаторами торгівлі. В термін, який визначається Регламентом, депозитарій здійснює звірку отриманих розпоряджень (п. 4.1 Положення про розрахунково-клірингову діяльність).

Депозитарна система дає основу для створення ефективної системи виконання угод із низьким рівнем ризику. Існують дві основні моделі обслуговування обігу електронних цінних паперів.

Децентралізована модель передбачає встановлення відносин між особами, які забезпечують облік електронних цінних паперів на рахунках. Кастоді (зберігач) за договором відкриває спеціальні рахунки для іншого кастоді. Це не просто відкриття рахунків для власника цінних паперів. Йдеться про систему гарантованого взаємного обліку активів (в даному випадку цінних паперів). Такий принцип розподіленого обліку застосовується в системі *global custody*, яка, в першу чергу, використовується для забезпечення міжнародних операцій між значними банками та їх клієнтами.

Централізована модель обслуговування обігу електронних цінних паперів передбачає існування в країні центрального депозитарію, який забезпечує розрахунки між кастоді (зберігачами). Принципи, покладені в основу централізованої моделі, повторюють принципи функціонування банківської системи: центральний банк країни забезпечує розрахунки між комер-

ційними банками. Переважна більшість країн застосовує централізовану модель. Саме така модель повинна запроваджуватися в Україні²¹⁴.

Для забезпечення діяльності централізованої моделі національне законодавство передбачає функціонування Національного депозитарію України та депозитаріїв, які забезпечують облік цінних паперів для зберігачів та емітентів бездокументарних цінних паперів. Головною метою створення депозитарію цінних паперів є обслуговування угод із знеухомленими або бездокументарними цінними паперами у формі системи безготівкових рахунків — рахунків у цінних паперах. Метод безготівкових розрахунків в депозитарній системі полягає у переказі певної кількості фондових цінностей з одного рахунку на інший шляхом дебетно-кредитних операцій.

В Україні запроваджена система двосторонньої подачі розпоряджень від контрагентів угоди. Це так звана система двосторонньої звірки — ефективна процедура, що переважно використовується в депозитарних системах.

Після укладання угоди купівлі — продажу кожний з контрагентів звертається до свого зберігача. Продавець дає розпорядження про переказ цінних паперів зберігачу, а покупець дає розпорядження про одержання цінних паперів зберігача.

Зберігач повинен перевірити надані власником документи. Обслуговування депонентів — одна з найбільш відповідальних процедур в депозитарній діяльності. Від цієї роботи зберігачів залежить розвиток депозитарної системи. Саме для допомоги зберігачам в їх повсякденній роботі Національний депозитарій повинен розробити стандарти документообігу щодо операцій з цінними паперами.

Після перевірки розпоряджень власників, зберігачі в електронному форматі передають ці розпорядження депозитарію. Депозитарій повинен здійснити звірку параметрів укладеної угоди (trade comparison, trade matching). Мета цього етапу полягає в тому, щоб надати сторонам можливість врегулювати усі випадкові розбіжності в розумінні суті й предмета укладеної угоди. Це дуже актуально на тих ринках, де угоди укладаються за допомогою комп'ютерних систем. Непорозуміння й технічні помилки особливо ймовірні саме в таких системах.

На етапі звірки сторони звіряють свої внутрішні облікові документи із результатами звірки. Якщо розбіжностей немає, звірка вважається успішною. Міжнародні норми рекомендують всім національним ринкам побудувати свою роботу так, щоб звірка завершувалася б не пізніше дня «Т+1». За цей день сторони мають виявити можливі розбіжності і своєчасно їх відкоригувати, скасувати угоду або відкласти її виконання.

До проведення звірки розпорядження можливо відмінити за вимогою однієї сторони угоди. Якщо звірка вже відбулася, відмінити розпорядження можна тільки за умови надходження розпоряджень анулювання від обох сторін угоди з цінними паперами. Якщо в зазначений у регламенті депозитарію термін від власників не надійшли розпорядження анулювання, то звірені розпорядження вважаються затвердженими.

Підсумком першої звірки є формування відповідних документів, які остаточно фіксують необхідність виконання угоди в депозитарній системі.

Звірку біржових угод, як правило, виконує сама біржа. Проте, у ряді випадків організація звірки доручається депозитарію, що обслуговує відповідну біржу. Звірка позабіржових угод здійснюється самими учасниками децентралізовано. Якщо угода укладена за допомогою спеціальних електронних систем позабіржового ринку, що законно забезпечують фіксацію факту укладання угоди, то такі системи, як правило, беруть на себе функції і по організації звірки. Ці системи можливо навіть називати електронними фондовими біржами.

Однак, існують депозитарні і торгові системи, які або взагалі відмовилися від звірки, або в яких передбачена одностороння подача розпорядження до зберігача від продавця цінних паперів.

В залежності від обсягів операцій з ідентичними фінансовими інструментами наступним етапом в депозитарній системі можуть бути або одиночне виконання угоди, або кліринг.

Відповідно до п. 5.2 Положення про розрахунково-клірингову діяльність для здійснення поодиначних розрахунків депозитарій відповідно до відомості сквитованих та затверджених розпоряджень переказує цінні папери, що зазначені в розпорядженні клієнта-постачальника, з його відкритого рахунку у цінних паперах на його ж рахунок у цінних паперах, що виставлені на торги (заблоковані до виконання угоди).

²¹⁴ Хоружий С. Виконання угод з цінними паперами в депозитарній системі // Фінансові ризики. — 2001. — № 1.

Під клірингом розуміється цілий комплекс процедур, що починаються після звірки параметрів угоди і завершуються безпосередньо перед виконанням угоди. Закон «про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» визначає кліринг як отримання, звірку та поточні оновлення інформації, підготовку бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Взаємозалік зустрічних зобов'язань практикується практично на більшості сучасних бірж. Його ціль — знизити кількість платежів і поставок цінних паперів по угодах, що укладаються членами тієї або іншої біржі.

Взаємозалік може бути двостороннім і багатостороннім. Двосторонній взаємозалік застосовується достатньо рідко — головним чином у відношеннях між старими діловими партнерами. Багатосторонній взаємозалік може бути двох типів: без участі депозитарію у якості сторони у розрахунках (неттінг, netting) і з такою участю (новейшн, novation).

Саме метод «новейшн» знайшов застосування практично в переважній більшості клірингових систем. Це пояснюється його відносною простотою, зручністю й незалежністю від числа учасників, а також можливістю створення надійних систем контролю за виникаючими ризиками. Застосування клірингу при виконання угод щодо цінних паперів спрацьовує майже як мультиплікатор в банківській системі. Він дає можливість учасникам клірингу зменшувати обсяг задіяних для виконання угод активів²¹⁵.

Процедури виконання клірингу встановлені в Положенні про розрахунково-клірингову діяльність. Однак, для застосування клірингу повинно бути проаналізоване співвідношення між вартістю створення і підтримки системи клірингу і витратами на виконання угод без такої системи. Використання клірингу ефективно і вигідно тільки на ринках з великими обсягами угод.

День виконання угоди завжди фіксується при укладенні відповідного договору купівлі-продажу.

Іншим важливим правилом, є «поставка проти платежу». Методологія виконання депозитарієм поставки проти платежу наведена у Положенні про розрахунково-клірингову діяльність. Теоретично можливі три варіанти:

- покупець одержує куплені цінні папери раніше, ніж продавець одержує гроші;
- продавець одержує гроші раніше, ніж покупець одержує куплені ним цінні папери;
- обидва процеси відбуваються одночасно.

За результатами звірки депозитарій блокує цінні папери на рахунку клієнта-постачальника, очікує надходження до розрахункового банку грошових коштів, які передбачені угодою. Покупець складає розрахункові документи для банку, клієнтом якого він є. Гроші за цінні папери із банку покупця перераховуються до розрахункового банку. Від розрахункового банку депозитарій одержує повідомлення про надходження грошових коштів. Після цього депозитарій здійснює другу звірку, порівнюючи повідомлення про надходження грошових коштів з документами, які сформовані в результаті першої звірки.

В разі надходження грошових коштів за цінні папери, що були заблоковані за результатами першої звірки, депозитарій повинен виконати одразу дві взаємопов'язані операції, а саме:

- забезпечити переказ заблокованих цінних паперів на клієнта-одержувача;
- надати розпорядження розрахунковому банку про перерахування грошових коштів на рахунок продавця.

Ці операції реалізують принцип «поставка проти платежу».

Після проведення депозитарієм дебетування рахунку клієнта-постачальника і кредитування рахунку клієнта-одержувача зберігачам надаються відповідні інформаційні повідомлення. За результатами цієї облікової операції в депозитарії зберігач продавця здійснює списання цінних паперів з рахунку власника, а зберігач покупця здійснює зарахування цінних паперів на рахунок власника. Виконання угоди завершується видачею зберігачами виписок з рахунків у цінних паперах для власників.

Розділ 8 Положення про розрахунково-клірингову діяльність визначає також вимоги щодо забезпечення депозитарієм надійності та безпечності своєї розрахунково-клірингової

²¹⁵ Хоружий С. Виконання угод з цінними паперами в депозитарній системі // Фінансові ризики. — 2001. — № 1.

діяльності шляхом відповідності технічних засобів, організації діловодства, системи безпеки, підготовки кваліфікації працівників, механізму внутрішнього контролю вимогам, визначеним Положенням про розрахунково-клірингову діяльність.

6.4. Проблеми функціонування, аналіз сучасного стану адаптації та перспективи розвитку депозитарної системи в Україні

Проблема розвитку Національної депозитарної системи України набула значної актуальності у сучасний період. Зміст проблеми міститься у необхідності системної розбудови функціональних елементів Національної депозитарної системи України на основі сучасних інформаційних та фінансових технологій, спроможних забезпечити обслуговування операцій з цінними паперами та похідними цінними паперами (деривативами) в умовах інтеграції та глобалізації ринків цінних паперів.

Подальший розвиток депозитарно-клірингової системи в Україні сьогодні є одним з головних факторів розвитку національного ринку цінних паперів та його інтеграції в міжнародний фінансовий ринок. Необхідно розширювати коло цінних паперів і фінансових інструментів, які виступають об'єктами інвестування, за рахунок розвитку похідних інструментів та комерційних паперів.

Депозитарна система в Україні характеризується відсутністю цілісності та єдності. Враховуючи задекларовані Україною прагнення до євро інтеграції, пріоритетною для України має стати європейська модель фондового ринку. Подальші кроки з реформування ринку цінних паперів в Україні мають бути спрямовані на створення централізованої депозитарної системи.

Специфічний розвиток індустрії цінних паперів в Україні обумовлюється не еволюційними, а приватизаційними процесами. Діяльність депозитарної системи спрямована переважно на обслуговування післяприватизаційних процесів та потреби стратегічних інвесторів. Для рестрації прав власності на випущені у документарній формі акції приватизованих суб'єктів господарювання було запроваджено систему незалежних реєстраторів, яка для держав ЄС не характерна. Тому паралельно існували дві автономні облікові системи — система реєстраторів, що обслуговує документарні іменні цінні папери, і система зберігачів та депозитарію, що обслуговує бездокументарні та знерухомлені цінні папери.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, усвідомлюючи важливість і складність вирішення проблеми розвитку Національної депозитарної системи, 22 травня 2003 року затвердила Пропозиції щодо прискорення розвитку Національного депозитарію України, в п. 1 якого було запропоновано «розробити проект Державної програми розвитку НДСУ, передбачивши, зокрема, зосередження торгівлі цінними паперами та деривативами на біржовому ринку, створення повнофункціонального національного депозитарію... та створення організацій відповідно до розпоряджень Президента України від 16.09.98 р. № 275, та від 16.03.99 № 54».

Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України була затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 21 грудня 2004 року № 1707 (далі — Державна програма розвитку Національної депозитарної системи).

Метою Програми розвитку Національної депозитарної системи України на 2004-2010 роки визначена розбудова Національної депозитарної системи як централізованої системи інститутів, які на основі міжнародних стандартів та із застосуванням новітніх інформаційних технологій здійснюють облік корпоративних та інших прав інвесторів, що посвідчуються цінними паперами, а також обслуговують обіг цінних паперів та похідних фінансових інструментів (деривативів) на національному та міжнародних фінансових ринках.

Важливим елементом Національної депозитарної системи є розрахунково-клірингова діяльність, що повинна провадитися депозитаріями, але саме вона є найменш розвинутою в Україні.

Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України визначила, що до цього часу не реалізуються на практиці рекомендації «Групи 30» і Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів.

Виходячи з аналізу стану функціонування Національної депозитарної системи, основними проблемами її розвитку, що потребують вирішення в процесі адаптації вітчизняного законодавства до законодавства Європейського Союзу є:

1. Неузгодженість термінології.

Міжнародні рекомендації, що досліджувались в підрозділі 6.2, стосуються в першу чергу обслуговування організаційно оформлених ринків цінних паперів.

Поняття «фондовий ринок» або «ринок цінних паперів», що вживаються в міжнародних нормах є лише узагальнюючими. Як правило, дефініції securities market — ринок цінних паперів, stock market (exchange) — фондова біржа (біржа акцій) застосовуються в міжнародних нормах та рекомендаціях для визначення конкретної торгової системи (майданчика) — юридична особа, яка є організатором торгівлі цінними паперами. В Україні обіг цінних паперів відбувається, переважно, на неорганізованих ринках, що обумовлено відсутністю зацікавленості інвесторів у прозорому укладанні угод щодо цінних паперів.

Додаткові проблеми щодо застосування міжнародних норм вносять визначення організатора торгівлі цінними паперами в чинному законодавстві України, а саме:

- 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 (Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);
- організаційно оформлений позабіржовий ринок — організація, що об'єднує торговців цінними паперами для *надання послуг в укладанні угод* щодо цінних паперів і при цьому не має на меті отримання прибутку (Закон України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»);
- фондова біржа — організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами і, *яке зосереджує попит і пропозицію* цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу (Закон України «Про цінні папери і фондову біржу»²¹⁶).

Разом з тим, для забезпечення укладення угод щодо цінних паперів фондова біржа чи організаційно оформлений позабіржовий ринок використовують електронну торговельно-інформаційну мережу.

Отже, організатор торгівлі цінними паперами: безпосередньо сприяє укладенню цивільно-правових угод; надає послуги в укладанні угод; зосереджує попит і пропозицію; забезпечує укладення угод.

Проблема «розмитості» функцій організатора торгівлі полягає у невизначеності чіткого місця укладання угоди та відношення до цього процесу організатора торгівлі. Чи угода повинна бути укладена у організатора торгівлі за його участю, чи організатор торгівлі тільки «сприяє» укладанню угоди, а сама угода укладається в іншому місці?

Суть проблеми полягає у процедурі фіксації факту укладання угоди у організатора торгівлі цінними паперами. Участь організатора торгівлі або відсутність його участі в процесі укладання угоди визначає, буде чи не буде цей організатор торгівлі приймати участь у процедурах, пов'язаних з виконанням угоди. Дії організатора, який не приймає участі в процедурі фіксації факту укладання угоди, будуть зведені до публікації оголошень про купівлю-продаж фінансових інструментів та забезпечення доступу учасників до цієї інформації. Однак, газети або електронному web сайту, що публікує оголошення про купівлю-продаж цінних паперів, немає необхідності отримувати ліцензію організатора торгівлі.

З метою вирішення цієї проблеми в ст. 20 новоприйнятого Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку було визначено вже як діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладання і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

²¹⁶ Примітка. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» втратив чинність з набранням чинності Законом України від 23.02.2006 р. «Про цінні папери та фондовий ринок».

1. Відсутність центрального депозитарію.

У світовій практиці функціонування ринків капіталу ключовим інститутом депозитарної системи є центральний депозитарій країни. За рекомендаціями «Групи 30» центральні депозитарії цінних паперів (CSD) необхідно було створити ще у 1992 році в усіх країнах.

Особливість діючої структури Національної депозитарної системи полягає у тому, що на вищому рівні депозитарної системи діють відразу декілька депозитаріїв, кожен з яких має виключні повноваження. Так, зокрема, Національний депозитарій України забезпечує кодифікацію цінних паперів, встановлює кореспондентські відносини з іншими банками, але не має права займатись комерційною діяльністю до 2010 року. Депозитарій Національного банку України забезпечує депозитарне обслуговування державних цінних паперів. Депозитарій ВАТ «Міжрегіональний фондний союз» веде рахунки зберігачів, здійснює кліринг та розрахунки за угодами з цінними паперами.

Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» функції центрального депозитарію покладено на Національний депозитарій. Перелік функцій та видів його діяльності відповідає світовій практиці та потребам централізованої депозитарної системи.

Однак, обмеження функцій Національного депозитарію, низька якість функціонування системи обліку прав власності та біржових ринків, організаційна та технологічна неузгодженість діяльності учасників Національної депозитарної системи не дає можливості забезпечити належні гарантії захисту прав інвесторів, а виділення обігу державних цінних паперів в окремий сегмент ринку гальмує процес завершення формування цієї системи.

Технологічна відокремленість складових Національної депозитарної системи створює труднощі як для інвесторів та професійних учасників ринку, так і для держави в цілому. Цілісності системи перешкоджає існування особливостей у веденні обліку окремих видів цінних паперів. Паралельне існування окремих систем депозитарного обліку державних та корпоративних цінних паперів призводить до збільшення організаційних, технологічних та грошових витрат професійних учасників ринку та власників цінних паперів, посилення ризиків у функціонуванні системи.

Відсутність єдиного інформаційного простору Національної депозитарної системи знижує прозорість ринку та його привабливість для потенційних іноземних та вітчизняних інвесторів, оскільки не забезпечується прямий доступ до своєчасної і повної інформації щодо об'єктів інвестування та поточної ситуації на ринку, знижується достовірність національних індексів ринкової активності і нівелюється можливість визначення відповідних кредитних рейтингів²¹⁷.

Виходячи з рекомендацій Базельського комітету, ISSA та світової практики побудови національних депозитарних систем пропонується вилучити із Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 року норми, які допускають наявність на вищому рівні депозитарної системи необмеженої кількості депозитаріїв, і заснувати Центральний депозитарій цінних паперів²¹⁸.

Організаційно-правова форма Центрального депозитарію є предметом гострих дискусій та суперечок між учасниками ринку, що представляють інтереси найбільш крупних депозитаріїв України, а саме: Національного депозитарія України, ВАТ «Міжрегіональний фондний союз», депозитарія Національного банку України та представниками Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в Україні²¹⁹.

З точки зору МФС, центральний депозитарій повинен бути створений у формі ВАТ з часткою держави, що не перевищує 25 % статутного фонду. НДУ наполягає на тому, щоб майбутній депозитарій став «неприбутковою установою із спеціальним статусом». А держава в особі ДКЦПФР вважає, що до завершення формування Національної депозитарної системи частка буде складати більше 50 % статутного фонду.

²¹⁷ Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 21 грудня 2004 року № 1707.

²¹⁸ Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 6.

²¹⁹ Наприклад: Клименко В. В. Проблеми інтеграції фондового ринку України у світовий фінансовий простір // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. — 2001. — Випуск 49. — С. 53.

Немає на сьогодні також однозначної позиції щодо способу об'єднання депозитаріїв. На думку МФС засновниками майбутнього депозитарія повинні виступити держава в особі ДКЦПФР, а також існуючі акціонери НДУ та МФС. Для цього на першому етапі необхідно провести незалежну оцінку майна МФС та НДУ і встановити співвідношення вартості їх акцій. На другому етапі за рахунок акцій МФС та НДУ сформувати статутний фонд центрально-депозитарія. На третьому етапі після об'єднання органи центрального депозитарію будуть вирішувати, що робити з НДУ та МФС (ліквідувати чи реформувати).

НДУ пропонує створити виробниче (холдингове) об'єднання юридичних осіб шляхом перетворення депозитаріїв МФС, «Української фондової біржі», ВАТ «Кримський депозитарій» в дочірні підприємства НДУ. Після цього НДУ передбачає необхідність створення єдиної юридичної особи шляхом приєднання депозитаріїв до НДУ.

Проте, не слід забувати, що операції з недержавними цінними паперами в Україні в основному обслуговує ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз» — єдиний ліцензований комерційний депозитарій та єдиний розрахунково-кліринговий депозитарій (на відміну від Національного депозитарію України), має в цій сфері великий практичний досвід, добру репутацію і довіру з боку професійних учасників ринку.²²⁰

Враховуючи вищезазначені особливості структури Національної депозитарної системи та розвитку фондового ринку в нашій країні, А. Яценюк пропонує проведення реформування Національної депозитарної системи у два етапи. На першому етапі становлення Центральному депозитарію доцільно передати обслуговування всіх недержавних боргових зобов'язань на основі принципу «поставки проти оплати» та надати Центральному депозитарію шляхом внесення змін до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» право встановлювати кореспондентські відносини з депозитаріями інших країн світу, що забезпечить обслуговування на території України обігу цінних паперів, емітованих урядом України та національними емітентами поза її межами. На другому етапі, коли діяльність Центрального депозитарію недержавних цінних паперів відповідатиме міжнародним нормам, слід створити єдиний Центральный депозитарій.²²¹

При створенні Центрального депозитарію доцільно врахувати досвід таких країн як Франція, Голландія, Бельгія, які створили міжнародний депозитарій цінних паперів Euroclear. Зважаючи на досвід роботи в цих країнах окремих кастодіальних систем, де депозитаріями цінних паперів були банки (Франція — система Saturn, Голландія — Кліринговий інститут центрального банку Бельгії — Система клірингу Національного банку Бельгії)²²² та унікальність системи депозитарного обліку держаних цінних паперів, що створена Національним банком України, доцільною визнається пропозиція А. Яценюка щодо передачі Центральному депозитарію на обслуговування на першому етапі лише недержавних цінних паперів.

Для порівняння зазначимо, що характерними рисами ринку цінних паперів Польщі є нематеріальна система функціонування цінних паперів, централізація їх обігу. В країні працює один депозитарій, який має форму акціонерного товариства, в якому рівні частки по 33 % належать Державному казначейству, Біржі цінних паперів, Народному банку Польщі. Депозитарій, окрім власне депозитарних функцій, здійснює розрахунково-клірингові операції, функції саморегуляції ринку, реєстрацію цінних паперів, контроль за відповідністю розміру емісії кількості цінних паперів, що перебувають в обігу і обслуговує майже 400 емітентів. Клієнтами Депозитарію є близько двох десятків брокерських контор та приблизно стільки ж банків, а загальний обсяг трансакцій з цінними паперами за підсумками 2004 р. сягнув 4,5 млн.²²³

У більшості випадків відповідно до законодавства ЄС доступ інвесторів до Центрального (Національного) депозитарію здійснюється через зберігача. Це цілком відповідає нормам Закону України «Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні».

²²⁰ Латишко З. Національна депозитарна система — основа інфраструктури фондового ринку // Вісник Національного банку України. — 2006. — № 4 — С. 50.

²²¹ Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 7.

²²² Хмыз О. В. Міжнародний ринок капіталов: Монографія. — М.: Приор, 2002. — С. 73 — 75.

²²³ Репортаж з конференції «Безпека і прозорість як головні чинники» 3 листопада 2005 року // http://www.educate.com.ua/print/reportage/0/bezopasnost_i_prozrachnost_kmbms.html.

Для забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку необхідно перейти до реальної централізації депозитарного обліку шляхом створення Центрального депозитарію відповідно до вимог, визначених «Групою 30», і рекомендацій Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів. Створення центральної депозитарно-клірингової системи, яка здійснюватиме облік усіх операцій з цінними паперами, та запровадження в ній принципу «поставка проти оплати» надасть змоги забезпечити передачу прав власності на цінні папери після реальної оплати інвестором придбаних цінних паперів за ринковою ціною. Це потребує внесення відповідних змін та доповнень до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» та Положення «Про розрахунково-клірингову діяльність», затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 27.01.1998 р. № 11-а.

3. Необхідність стандартизації обліку прав власності на цінні папери.

Система обліку цінних паперів поєднує два підходи, що технологічно між собою не узгоджені: реєстри власників іменних документарних цінних паперів і облікові реєстри власників бездокументарних цінних паперів, виконуючи одну і ту саму функцію, ведуться по-різному. Монополне право реєстратора на облік прав за цінними паперами та технологічні недоліки реєстраторської діяльності, відсутність системи централізованого архівування даних призводять до фальсифікації та дублювання реєстрів, внесення до них несанкціонованих змін, блокування проведення загальних зборів акціонерів тощо. Здебільшого це зумовлено застосуванням неправильного концептуального принципу щодо діяльності реєстраторів, які виявляються залежними від емітентів, оскільки на відміну від зберігачів забезпечують обіг цінних паперів на підставі договору з емітентами, а не з інвесторами, які є власниками цінних паперів²²⁴.

Практичним кроком щодо гармонізації законодавства України з світовими і Європейськими нормами має стати стандартизація обліку прав власності на цінні папери Центральним депозитарієм України. Встановлення відповідних стандартів депозитарного обліку буде сприяти підвищенню прозорості фондового ринку та сприяти зростанню операцій на фондовому ринку, що фактично веде до підвищення доходної частини бюджету України за рахунок відповідних податків.

У світовій практиці склалися два шляхи формування облікової системи цінних паперів. Перший шлях засновано на бухгалтерському принципі позабалансового обліку цінних паперів як бланків суворой звітності за «принципом складських записів». Тобто придбали цінні папери — включили в облік, продали — вивели з обліку. За таким принципом у ЄСРП здійснювався облік державних облігацій і зараз проводиться бухгалтерський облік бланків цінних паперів. Майже цей же принцип використовується в депозитарних системах деяких країн. Другий шлях засновано на принципі подвійного запису та існуванні активних і пасивних рахунків. Саме такий принцип переважно використовується у європейських країнах. Відмінність бухгалтерського обліку від депозитарного полягає у тому, що об'єктом депозитарного обліку є права²²⁵.

Стандартизація Національним депозитарієм операцій на ринку цінних паперів дає можливість сформувати фундамент ефективного ринку цінних паперів, забезпечити дієвий контроль з боку державних органів та створює умови для надійного захисту прав інвесторів.

Облік цінних паперів повинен вестися всіма депозитарними установами відповідно до єдиних правил та технологічних процедур, що відповідають міжнародним стандартам.

Нормативно-правовий фундамент для створення єдиної системи депозитарного обліку було закладено Положенням про депозитарну діяльність (рішення ДКЦПФР від 26.05.1998 року № 61). Встановлені цим Положенням поняття «депозитарні активи, пасивні рахунки у цінних паперах, активні рахунки у цінних паперах» забезпечили формування депозитарного обліку за принципом подвійного запису. Було визначено, що депозитарний облік передбачає аналітичний та синтетичний облік цінних паперів на рахунках у цінних паперах, на яких відображається обіг цінних паперів, обмеження щодо обігу цінних паперів, переміщення депозитарних активів. При проведенні депозитарного обліку постійно має забезпечуватися дотримання депозитарного облікового балансу між обсягом розміщених в депозитарних установах

²²⁴ Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 21 грудня 2004 року № 1707.

²²⁵ Хоружий С. Стандартизація депозитарної діяльності — крок до цивілізованого ринку // Інвестиційна газета. — 2001. — № 43.

депозитарних активів та розподілом цінних паперів, що становлять ці депозитарні активи, між депонентами (клієнтами) депозитарної установи.

Подальший розвиток депозитарного обліку відбувся після затвердження Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку Норм та правил обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі (далі — Норми) (рішення від 13 квітня 2000 р. № 40, зареєстровано в Міністерстві юстиції України 15 вересня 2000 р. за № 616/4837).

Нормами та правилами обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі встановлено, що:

- стандартизація депозитарного обліку — комплекс заходів щодо розробки та впровадження стандартів здійснення обліку цінних паперів на рахунках у цінних паперах та контроль за додержанням встановлених стандартів;

- стандартизація документообігу щодо операцій з цінними паперами — комплекс заходів щодо розробки та впровадження стандартів проведення операцій з цінними паперами, включаючи стандартизацію депозитарної та розрахунково-клірингової діяльності та контроль за додержанням встановлених стандартів.

З метою створення єдиної системи депозитарного обліку Національним депозитарієм із залученням фахівців державних органів, експертів фондового ринку і представників міжнародних організацій розроблено та затверджено рішенням Правління Національного депозитарію України від 25.10.2000 року № 25/1 Стандарт депозитарного обліку № 1 «Загальні засади здійснення депозитарного обліку». Балансові рахунки депозитарного обліку, в якому створено основу для формування єдиної системи депозитарного обліку як для державних, так і для корпоративних цінних паперів.

Встановлена Стандартом № 1 система обліку цінних паперів та обліку прав власності за цінними паперами базується на систематизації законодавчих актів України щодо обліку прав власності і має бути основою для створення відповідного технологічного та програмного забезпечення. Цей документ визначає правила присвоєння депозитарного коду рахунку у цінних паперах, кодифікації аналітичних рахунків депозитарного обліку, класифікації балансових рахунків депозитарного обліку.

Для забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку НДУ відповідно до чинного законодавства рішенням Правління від 11.01.2001 № 1/1 було затверджено «Положення про порядок отримання зберігачем, депозитарієм та іноземною депозитарною установою кодів міждепозитарного обліку».

Відповідно до вимог «Положення про облік прав власності нерезидентів на цінні папери українських емітентів, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 20.04.2001 року № 138 рішенням Правління НДУ 25.07.2001 року № 8/1 затверджено «Порядок призначення індивідуальних ідентифікаційних кодів власникам цінних паперів — нерезидентам» в якому встановлені єдині правила призначення індивідуальних ідентифікаційних кодів нерезидентам (юридичним або фізичним особам) — власникам цінних паперів українських емітентів, правила призначення коду власника цінних паперів — нерезидента для формування депозитарними установами депозитарного коду рахунку у цінних паперах та порядок подання депозитарними установами інформації про призначені індивідуальні ідентифікаційні коди власників цінних паперів — нерезидентів до Національного депозитарію України.

4. Недосконалість системи державного регулювання Національної депозитарної системи України.

Існуюча система державного регулювання Національної депозитарної системи та її законодавче забезпечення потребує удосконалення. Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України спрямована на створення сучасної Національної депозитарної системи, яка могла забезпечити обслуговування операцій з цінними паперами в умовах інтеграції та глобалізації ринків цінних паперів як на національному, так і на міжнародному рівні.

У ході виконання основних заходів щодо розвитку Національної депозитарної системи України розпочато удосконалення законодавства в частині усунення наявних розбіжностей з чітким розмежуванням актів, які визначають механізм державного регулювання Національної депозитарної системи та нормативних документів з питань технологій функціонування торговельних, облікових та розрахункових систем, розширення функцій Національного депозитарію.

Зокрема, розроблена Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і прийнята Кабінетом Міністрів України постанова Кабінету Міністрів України від 07.12.2005 року № 1167 «Питання управління часткою держави у статутному фонді Національного депозита-

рію». Даною постановою скасовано постанову Кабінету Міністрів України «Про управління часткою держави в статутному фонді Національного депозитарію» від 17.07.2001 року № 847, яка створювала колізію правових норм щодо визначення уповноваженого органу управління часткою держави у статутному фонді Національного депозитарію. На даний час, відповідно до частини 2 пункту 2 статті 2 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» уповноваженим органом управління часткою держави у статутному фонді Національного депозитарію України є Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Для розблокування роботи Національного депозитарію України розроблена і підготовлена Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і прийнята Кабінетом Міністрів України постановою Кабінету Міністрів України від 18.01.2006 р. № 31 «Про припинення дії Меморандуму про взаєморозуміння між Урядом України, Міжнародним банком реконструкції та розвитку і Урядом Сполучених Штатів Америки стосовно створення клірингового депозитарію, що належить галузі цінних паперів», якою передбачається припинення дії вищезазначеного Меморандуму. Ним було встановлено зобов'язання сторін у сфері розбудови Національної депозитарної системи України, зокрема, дотримання українськими учасниками Меморандуму обмеження функцій Національного депозитарію України «некомерційними» функціями, тобто функціями, що не виконуються професійними учасниками фондового ринку на засадах підприємницької діяльності.

5. Проблеми системи укладення та виконання договорів щодо цінних паперів.

Недосконалість розрахунково-клірингового обслуговування операцій з цінними паперами певним чином зумовлена недоліками системи організованої торгівлі цінними паперами.

Більшість договорів на організованих ринках виконуються не в режимі «поставка проти платежу». У світі загальноприйнятою системою врегулювання розрахунків за договорами щодо цінних паперів є принцип «поставка проти платежу» з гарантуванням здійснення грошових розрахунків. Визначена національним законодавством система виконання укладених на організованих ринках договорів щодо цінних паперів з проведенням попередньої перереєстрації прав власності на цінні папери та подальшим грошовим врегулюванням не функціонує. Це пояснюється недосконалістю Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», згідно з яким організатори торгівлі (біржі та торговельно-інформаційні системи) не мають статусу прямих учасників системи, що породжує неузгодженість їх дій. Варто зауважити, що нині обов'язковість застосування принципу «поставка проти платежу» передбачена лише депозитарієм Національного банку України²²⁶.

Не повною мірою застосовується механізм централізованого клірингу для виконання договорів щодо цінних паперів.

Недостатньо використовується також загальноприйняте у світовій практиці хеджування ризиків на основі застосування похідних цінних паперів, у тому числі на товарних ринках.

6. Проблеми захисту інформації в системах обліку Національної депозитарної системи. Законодавство та технології, що застосовуються учасниками системи, не забезпечують належного захисту інформації щодо власників цінних паперів та цінних паперів. Якщо інформація в системі депозитарного обліку захищена на рівні закону, то надійного режиму конфіденційності щодо особових рахунків зареєстрованих осіб у системі реєстру власників іменних цінних паперів не створено. Розголошення інформації з реєстрів власників іменних цінних паперів фактично відбувається без загрози притягнення до відповідальності за такі дії.

Ситуація, що склалася, зумовлює необхідність розроблення національної комплексної програми технічного захисту інформації щодо цінних паперів, якою передбачалося б створення правової і нормативної бази виготовлення на українських суб'єктах господарювання цінних паперів та забезпечення їх обігу на фондовому ринку у документарній формі з урахуванням міжнародних вимог, а також технічний захист конфіденційної та комерційної інформації про електронний обіг на ринку цінних паперів²²⁷.

З метою удосконалення нормативного забезпечення функціонування основних інститутів Національної депозитарної системи України та подолання існуючих проблем системи обліку прав власності на цінні папери, проблем систем укладання та виконання договорів щодо цін-

²²⁶ Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 4 — 9.

²²⁷ Пп. 4 п. 2 Державної програми розвитку Національної депозитарної системи України, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 21 грудня 2004 року № 1707.

них паперів, рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 01.12.2004 року № 498 схвалені проекти таких нормативних документів:

Порядок та умови виконання зберігання та обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів (нова редакція Положення про депозитарну діяльність, затвердженого рішенням Комісії від 26.05.1998 року № 61);

Порядок та умови здійснення розрахунково-клірингової діяльності за договорами щодо цінних паперів (нова редакція Положення про розрахунково-клірингову діяльність, затвердженого рішенням Комісії від 27.01.1998 року № 11-а);

Порядок та умови ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (нова редакція Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затвердженого рішенням Комісії від 26.05.1998 року № 60);

Стандарт № 2 «Документообіг при виконанні зберігання та обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів, Стандарт № 3 «Документообіг при виконанні клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів і Стандарт № 4 «Документообіг при веденні реєстрів власників іменних цінних паперів, затверджені рішенням Правління Національного депозитарію України від 11.10.2004 р. № 01/12.

На виконання пункту 4 рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.09.2004 року № 396 «Щодо врегулювання питань, які виникають у зв'язку з припиненням професійної діяльності на ринку цінних паперів — депозитарної діяльності зберігача цінних паперів» та з метою врегулювання питань, які виникають у разі припинення професійної діяльності на ринку цінних паперів Комісією розроблено Порядок приймання уповноваженим на зберігання документів та копій архівів баз даних від зберігача цінних паперів та Порядок взаємодії уповноваженого на зберігання та депозитарію цінних паперів, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30.06.2005 року № 351²²⁸.

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку розроблено проект Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні»²²⁹ (з набранням чинності яким втратить чинність Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів»), який спрямований на створення прозорої депозитарної системи в Україні, здатної забезпечити обслуговування операцій з цінними паперами, в тому числі з державними та похідними цінними паперами, враховуючи інтеграційні процеси, які відбуваються та світових фінансових ринках (далі Законопроект). Основними завданнями цього Законопроекту є створення централізованої депозитарної системи в Україні на чолі з Центральним депозитарієм України наділеним багатофункціональними повноваженнями, зокрема, щодо здійснення розрахунково-клірингової діяльності (ст. 13 Законопроекту), уніфікація принципів та порядку здійснення діяльності учасниками нижнього рівня депозитарної системи в Україні шляхом створення депозитарних установ (замість зберігачів, локальних депозитаріїв та ресестраторів), що мають право здійснювати всі види депозитарної діяльності та взаємодії між ними (ст. 18-19 Законопроекту); розвиток видів професійної діяльності на ринку цінних паперів (в першу чергу, кастодіальної та розрахунково-клірингової) тощо.

На розгляді Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку знаходяться також проект рішення від 18.05.2006 року № 320 «Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів», проект рішення від 7.09.2006 року «Про затвердження Положення про взаємодію та кореспондентські відносини між депозитаріями при здійсненні депозитарної діяльності на ринку цінних паперів», проект рішення від 18.05.2006 року № 319 «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність», проект рішення від 01.07.2005 року № 357 «Про затвердження Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів», проект рішення від 21.03.2006 № 251 «Про затвердження Порядку передавання на відповідальне зберігання Національному депозитарію України контрольних копій реєстрів власників іменних цінних паперів» та інші нормативно-правові акти²³⁰.

²²⁸ Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 рік // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2004/part3.pdf>

²²⁹ Проект Закону України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» // <http://www.ssmc.gov.ua/3/1/1/7/>.

²³⁰ Сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України // <http://www.ssmc.gov.ua/3/1/2/>.

6.5. Перспективи адаптації законодавства України в сфері клірингово-розрахункової діяльності до законодавства Європейського Союзу

1. Внесення змін до законодавчого визначення поняття організатора торгівлі в Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» та Закону України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» з метою їх уніфікації та узгодження із ст. 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

2. Створення Центрального депозитарію відповідно до рекомендацій Базельського та на виконання вимог комітету рекомендацій Групи 30, що передбачає об'єднання Національного депозитарію України, ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз», та інших депозитаріїв; формування в структурі Національного депозитарію таких системних інститутів, як центральний реєстр власників цінних паперів, центральне сховище документальних цінних паперів, центральна розрахунково-клірингова палата; закріплення за Національним депозитарієм функцій з депозитарного обслуговування випуску та обігу державних цінних паперів; розробка єдиних правил та єдиної системи електронного документообігу між Національним депозитарієм та іншими депозитарними установами (зберігачами та реєстраторами) шляхом внесення відповідних змін до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів», зокрема, вилучення норм, які допускають наявність на вищому рівні депозитарної системи необмеженої кількості депозитаріїв.

3. Впровадження на організованому ринку цінних паперів механізму виконання договорів щодо цінних паперів за принципом «поставка проти платежу» шляхом розробки та затвердження єдиних правил здійснення розрахунків для усіх організаторів торгівлі та переведення торгів цінними паперами на організаційно-оформлений ринок.

4. З метою приведення статусу бірж та торгівельно-інформаційних систем у відповідність до визначення регульованого ринку за Директивою ЄС 2004/39/ЄС від 21.04.2004 року «Про ринки фінансових послуг» необхідно встановити, що вимогою до біржі повинна бути наявність клірингово-розрахункової установи. Для всіх торгових систем України мають бути розроблені та впроваджені єдині стандарти професійної діяльності, які повинні контролюватися Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

5. Законодавче врегулювання проблеми компенсації витрат, пов'язаних з діяльністю прямих учасників системи, створення системи гарантійних депозитів для хедерів на товарному і фондовому ринку.

6. Встановлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм і центральними депозитаріями держав — членів ЄС та інших економічно розвинутих держав з метою забезпечення інтеграції системи у міжнародний ринок цінних паперів шляхом укладання двота багатосторонніх договорів про співпрацю.

7. З метою уніфікації обліку прав власності на цінні папери та прав за цінними паперами внести зміни до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» щодо визначення переліку цінних паперів, які можуть обслуговуватися в Національній депозитарній системі, розробити та затвердити єдині правила обліку цінних паперів у національній депозитарній системі незалежно від виду (державні та недержавні) та форми випуску цінного паперу з поступовою передачею функцій реєстраторів депозитаріям та ліквідацією системи реєстраторів. З прийняттям Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні» у небанківському фінансовому секторі з'являться спеціалізовані депозитарні установи — юридичні особи, які поєднуюватимуть функції існуючих реєстраторів та зберігачів цінних паперів і будуть обслуговувати як емітентів, так і власників цінних паперів. Депозитарні установи будуть працювати в єдиній системі обліку цінних паперів та будуть мати нормативно забезпечені інформаційні, технологічні та юридичні зв'язки з центральним депозитарієм.

8. Врахування в Законі України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів», Положенні про депозитарну діяльність та Положенні про розрахунково-клірингову діяльність положень Директиви 98/26/ЄС щодо:

— обов'язковості виконання клірингових операцій навіть у тому випадку, коли проти однієї із сторін відкрита процедура відновлення платоспроможності чи банкрутства, але тільки в тому випадку, коли операція була здійснена до відкриття процедури банкрутства (стаття 3);

— визначення у законодавстві моменту, в який клірингова операція стає незворотною (стаття 5);

— прав учасників клірингових операцій, яким надано цінні папери як заставу, що не повинні бути порушені, якщо проти суб'єкта, який надав цінні папери, відкрито процедуру банкрутства (стаття 9).

9. З метою удосконалення нормативного забезпечення функціонування основних інститутів Національної депозитарної системи України та подолання існуючих проблем системи обліку прав власності на цінні папери, проблем систем укладання та виконання договорів щодо цінних паперів прийняти проект Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні» та вищезазначені підзаконні нормативні акти, спрямовані на розвиток положень законопроекту, що знаходяться на розгляді Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

7. ЗАСТАВА ГРОШЕЙ ТА ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

7.1. Правове регулювання застави грошей та фінансових інструментів в *acquis* ЄС

Акти *acquis* в цій сфері мають на меті знизити ризики у фінансових трансакціях з цінними паперами, зокрема, в тих випадках, коли цінний папір використовується як застава. Гармонізовані правила використання застави сприяють ще більшій інтеграції та ефективності витрат на європейських фінансових ринках. Крім того, такі правила сприяють зменшенню втрат та підвищують конкуренцію та бізнес-активність у межах Співтовариства²³¹.

Зменшення системного ризику вимагає, зокрема, остаточного розрахунку і введення в силу застави. Застава включає усі засоби, що надаються одним учасником іншим учасникам систем платежів та/або розрахунків за цінними паперами для гарантування прав і обов'язків у зв'язку з такою системою, включаючи угоди репо, встановлені законом права на отримання майна за борги та довірчі (фідуціарні) перекази (трансфери).

Директива № 98/26/ЄС, охоплюючи заставу, що надається у зв'язку з операціями центральних банків держав—членів, які діють як центральні банки, у тому числі з операціями монетарної політики, допомагає Європейському валютному інституту у виконанні його завдання підвищувати ефективність транскордонних платежів з огляду на підготовку до третього етапу Економічного та Валютного Союзу, і таким чином сприяє розробці необхідної правової бази, на основі якої майбутній Європейський центральний банк може напрацьовувати свою політику. Відповідно до ст. 2 Директиви № 98/26/ЄС «застава» означає усі активи, які можна реалізувати, які надаються в заставу (у тому числі кошти, що надаються в заставу), угоди репо або подібні їм, чи інше, з метою забезпечення прав і обов'язків, які потенційно виникають у зв'язку із системою, або надаються центральним банкам держав—членів чи майбутньому Європейському центральному банку.

Директива № 98/26/ЄС встановлює правила щодо дійсності та юридичної сили розпоряджень учасників про передачу правового титулу власності чи встановлення права застави щодо бездокументарних цінних паперів у випадку банкрутства учасника. Під «учасником» розд. 1 Директиви розуміє: кредитні інститути (компанії, що приймають депозити чи інші грошові кошти у населення та надають кредити за свій рахунок); інвестиційні фірми; органи державної влади чи державні підприємства; підприємства, які мають головний офіс за межами Співтовариства та функції яких пов'язані з діяльністю європейських кредитних інститутів та інвестиційних фірм; посередників між вищевказаними інституціями; організації, що здійснюють ведення рахунків; клірингові установи. У поняття «цінні папери» Директива № 98/26/ЄС включає: 1) цінні папери, що підлягають обігу; 2) інструменти грошового ринку; 3) фінансові ф'ючерсні контракти, включаючи еквівалентні інструменти для готівкових розрахунків; 4) угоди про майбутні процентні ставки; 5) процентні свопи, валютні свопи та обмін акцій; та 6) опціонні угоди на придбання або розпорядження будь-якими інструментами, що підпадають під цей перелік, включаючи еквівалентні інструменти для готівкових розрахунків (ця категорія особливо стосується валютних опціонів та процентних ставок).

Відповідно до ст. 9 Директиви № 98/26/ЄС на права учасника на заставу, що надається у зв'язку з системою, та центральних банків держав—членів або майбутнього Європейського центрального банку на заставу, надану їм, не впливає процедура банкрутства по відношенню до учасника або партнера центральних банків держав—членів чи майбутнього Європейського центрального банку, який надав їм заставу. Така застава може бути реалізованою для задоволення цих прав.

Перелік майна, яке підпадає під категорію заставного забезпечення, сформульований досить широко і включає, окрім майна, яке підлягає реалізації (до якого Директива відносить і грошові кошти) за договором застави, також майно, що підлягає реалізації за договором РЕПО

²³¹ Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire* // <http://sdla.gov.ua>. — С. 52.

(чи аналогічним йому) або за будь-якою іншою угодою, метою якої є забезпечення прав та обов'язків, що потенційно можуть виникнути у зв'язку з функціонуванням системи, або майно, що передане під заставу центральним банкам держав—членів ЄС.

Якщо цінні папери (у тому числі права в цінних паперах) надаються в якості застави учасникам та/або центральним банкам держав—членів чи майбутньому Європейському центральному банку і якщо їх право (або право будь-якого номінального власника, агента чи третьої сторони, що діє від їх імені), якщо їх право стосовно цих цінних паперів є юридично зареєстрованим в реєстрі, рахунку або централізованій депозитній системі, розміщеній у державі—члені, визначення прав таких суб'єктів як держателів застави по відношенню до таких цінних паперів повинно керуватися законодавством такої держави—члена. Таким чином, дане положення як вихідна колізія прив'язка щодо визначення обсягу прав заставодержателів цінних паперів закріплює норму, що відсилає до права держави, у якій здійснюється облік прав на цінні папери, що виступають предметом застави. Вказаний принцип відповідає підходу щодо колізіjno-правового регулювання обігу бездокументарних цінних паперів, який закріплено у Гаазькій конвенції про право, що застосовується до деяких прав щодо цінних паперів; які зберігаються у посередника 2002 року.²³²

Положення статті 9 застосовуються тільки до системи реєстрації, обліку чи централізованої системи депозитів, яка свідчить про наявність прав власності щодо поставки чи переказу відповідних цінних паперів.

Положення статті 9 Директиви № 98/26 передбачено для забезпечення того, щоб учасник, центральний банк держави—члена або майбутній центральний банк якого має дійсну і ефективну заставу, як визначено законодавством держави—члена, в якій розміщується система реєстрації, обліку чи централізована система депозитів, щоб дійсність і застосування права на таку заставу до такої системи (і відповідно, оператора) і будь-якої іншої особи, що пред'являє претензії прямо чи опосередковано через неї, визначалися винятково за законами такої держави—члена.

Застава повинна бути ізольована від впливу законодавства щодо неплатоспроможності, яке застосовується до неплатоспроможного учасника.

Директива 98/26/ЄС стала надійним підґрунтям у формуванні правової основи для платіжних систем і систем розрахунків за цінними паперами. Впровадження зазначеної Директиви 98/26/ЄС виявило важливість обмеження системних ризиків, внутрішньо-власних таким системам, що виникають внаслідок різного впливу законодавств кількох держав, та переваги використання єдиних правил щодо застави, запроваджуваної для таких систем.

У своєму повідомленні від 11 травня 1999 року до Європейського парламенту та Ради з питань фінансових послуг Комісія визначила, що має бути створена єдина система Співтовариства для забезпечення використання цінних паперів та готівки в якості гарантії для забезпечення права кредитора на власність, запропоновану в якості застави, та операцій з передачі права власності, включаючи угоду про купівлю цінних паперів з правом їх подальшого викупу за узгодженою ціною. Це сприятиме інтеграції та економічній ефективності фінансового ринку, а також стабільності фінансової системи Співтовариства, таким чином, підтримуючи свободу надання послуг та вільний рух капіталу на єдиному ринку фінансових послуг.

З цією метою 6 липня 2002 року було прийнято Директиву 2002/47/ЄС Європейського Парламенту та Ради про фінансові гарантійні угоди²³³ (далі — Директива 2002/47/ЄС), яка зосереджує увагу на двосторонніх фінансових гарантійних угодах.

Директива являє собою подальший розвиток процесу уніфікації правового регулювання у сфері застави цінних паперів шляхом встановлення загальних правил щодо застосування окремих норм про неспроможність до договорів застави, про дійсність правових конструкцій, еквівалентних забезпечувальним угодам, про процедуру реалізації заставленого майна²³⁴.

П. 16 Преамбули Директиви 2002/47/ЄС визначає, що досягнення стабільності ринку проходить шляхом використання учасниками фінансового ринку угод з використанням закладних

²³² *Виговський О.* Правове регулювання застави цінних паперів у законодавства ЄС // Цінні папери України. — 2006. — № 26. — С. 18.

²³³ Official Journal L 168/43, 27.06.2002, p. 1.

²³⁴ *Виговський О.* Правове регулювання застави цінних паперів у законодавства ЄС // Цінні папери України. — 2006. — № 26. — С. 18.

вищого ступеня з метою контролювання та скорочення кредитного ризику шляхом розрахунків поточної ринкової вартості кредитних послуг та вартості фінансових гарантій на основі поточного рівня цін. Подібні операції вимагають використання закладної вищого ступеня або повернення надлишкових фінансових гарантій, що має бути захищено від певних шляхів автоматичного ухилення. Це стосується також можливості заміни майна, запропонованою в якості фінансових гарантій іншим майном ідентичної вартості. Мета полягає лише в тому, що положення про закладну вищого ступеня та заміну фінансових гарантій не може ставитися під сумнів лише на основі того факту, що релевантні фінансові зобов'язання існували до забезпечення фінансових гарантій в межах встановленого періоду часу. Однак, це не ставить під сумнів можливість перегляду в рамках національного законодавства фінансової гарантійної угоди і положення про фінансові гарантії як складової початкового забезпечення, закладної вищого ступеня або заміни фінансових гарантій, наприклад, коли це було зроблено навмисне для завдання збитків іншим кредиторам (це стосується поміж іншим дій, що базуються на шахрайстві та інших засобах ухилення, які можуть застосовуватись в рамках встановленого періоду часу).

Директива 2002/47/ЄС передбачає швидкі та неформалістичні процедури правозастосування з метою гарантування фінансової стабільності та обмеження негативних наслідків у разі невиконання зобов'язань щодо фінансової гарантійної угоди тією чи іншою стороною. Проте, ця Директива поєднує вищезазначені цілі з захистом гарантадодавця та третьої сторони шляхом відкритого підтвердження можливості держав—членів зберігати або впроваджувати нові законодавчі акти про апостеріорний контроль, який може здійснюватися судами по відношенню до реалізації або оцінки фінансових гарантій і розрахунку релевантних фінансових зобов'язань. Подібний контроль має дозволити судовій владі переконатися, що реалізація або оцінка була проведена комерційно раціональним шляхом.

Створення правового режиму використання застави цінних паперів і готівкових коштів як забезпечення виконання зобов'язань, включаючи угоди зворотного викупу (РЕПО-операції), сприятиме інтеграції і підвищенню економічної ефективності фінансового ринку, а також стабільності фінансової системи у країнах Співтовариства.

Не пізніше 27 грудня 2006 року, Комісія має представити доповідь, адресовану Європейському Парламенту та Раді, про застосування цієї Директиви, що має супроводжуватися пропозиціями щодо її перегляду.

Колізійний принцип, покладений в основу Директиви 98/26/ЄС, передбачає, що законом, який застосовується до бездокументарних цінних паперів, що надаються під заставу, є закон держави, де знаходиться відповідний реєстр, рахунок у цінних паперах або централізована депозитарна система, має поширитися також на такі цінні папери, які зберігаються на території інших держав, ніж держава їх випуску, і використовуються як фінансова застава в межах дії Директиви 98/26/ЄС. За загальним правилом Директиви 2002/47/ЄС, правомочність будь-яких титулів чи прав заставодержателя цінних паперів та забезпеченість застави правовою санкцією мають регулюватися виключно законодавством тієї країни, в якій ведеться відповідний рахунок (п. 7 Преамбули Директиви 2002/47/ЄС).

Під фінансовою заставою Директива 2002/47/ЄС розуміє заставу готівкових коштів або фінансових інструментів, до яких її п. 1 ст. 2 відносить акції компаній та інші цінні папери, еквівалентні акціям компаній, а також облігації та інші форми боргових зобов'язань, якщо вони є оборотними-на ринку капіталу, та будь-які інші цінні папери, якими зазвичай торгують і які дають право отримувати ти будь-які такі акції, облігації чи інші цінні папери шляхом підписки, купівлі чи обміну (за винятком платіжних інструментів), включаючи пакети цінних паперів інститутів колективного інвестування, інструменти грошового ринку та права вимоги, які належать до них.

Окрім договорів застави, даною Директивою передбачається включення до категорії забезпечувальних угод, на які поширюються її положення, й інших механізмів передачі правового титулу, в тому числі договорів РЕПО. Для зменшення зайвих адміністративних перепон щодо використання бездокументарних цінних паперів як забезпечення передбачено, що виникнення, дійсність, формалізація, можливість примусового стягнення за договором застави емісійних бездокументарних цінних паперів не повинні ставитися у залежність від вчинення будь-якого публічного акта, від представлення будь-якого документа офіційним чи державним органом або від реєстрації у державному реєстрі, від публікації оголошення в газеті чи журналі, в офіційному реєстрі або повідомлення державного службовця будь-яким іншим чи-

ном, — єдиною вимогою є письмова форма договорів (п. 10-11 Преамбули Директиви 2002/47/ЄС).

На думку розробників Директиви 2002/47/ЄС, спрощення використання фінансової застави шляхом обмеження адміністративного тягаря сприятиме елективному проведенню міжнародних операцій Європейського центрального банку і національних центральних банків держав—членів, учасників економічного і валютного союзу, які є необхідними для реалізації єдиної валютної політики²³⁵.

Директива визначає 2 види фінансових гарантійних угод: фінансову гарантійну угоду з передачею права власності та заставну фінансову гарантійну угоду.

Ст. 2 Директиви 2002/47/ЄС визначає:

— фінансову гарантійну угоду з передачею права власності як угоду, включаючи угоду про купівлю цінних паперів з правом їх подальшого викупу за узгодженою ціною, за якою гарантодавець передає повне право власності фінансовими гарантіями одержувачу гарантій з метою забезпечення захисту виконання релевантних фінансових зобов'язань та

— заставну фінансову гарантійну угоду як угоду, за якою гарантодавець надає фінансові гарантії у формі застави і при якій повне право власності фінансовими гарантіями залишається у гаранта після встановлення права на заставу.

Релевантні фінансові зобов'язання — це зобов'язання, передбачені фінансовою гарантійною угодою, які дають право на виконання грошових операцій та/або поставку фінансових інструментів.

Директива 2002/47/ЄС *два види фінансових гарантій*, що можуть забезпечувати фінансові гарантійні угоди: готівка та фінансові інструменти.

Готівка визначається як гроші, покладені на рахунок в будь-якій валюті, або інші фінансові вкладення, такі як грошові ринкові депозити.

Фінансовими інструментами Директива 2002/47/ЄС визначає акції компаній, інші цінні папери, еквівалентні акціям компаній, та інші форми боргових зобов'язань, якщо вони можуть бути реалізовані на ринку цінних паперів, та будь-які інші цінні папери, які є предметом торгів та які надають право на отримання подібних акцій або інших цінних паперів за передплатою, купівлею або обміном, або таких, що передбачають готівкові платежі (за виключенням інструментів платежів), включаючи частки в підприємствах колективної власності, інструменти грошового ринку та права на або що стосуються одного з вищезазначених.

П. 18 Преамбули Директиви 2002/47/ЄС передбачає можливість надання готівки в якості гарантій в межах як гарантійних угод з використанням передачі права власності, так і угод, в яких право власності залишається у постачальника гарантій, відповідно захищених визнанням netting або наданням готівкових гарантій. До готівки відносяться лише гроші, представлені на банківському рахунку або подібні фінансові вклади (як, наприклад, грошові ринкові депозити), таким чином відкрито виключаються банкноти.

Директива 2002/47/ЄС передбачає право використання щодо фінансових гарантійних угод з цінними паперами, яке збільшує ліквідність на фінансовому ринку, що походить з подібного повторного використання «закладених» цінних паперів. Проте, таке повторне використання має проходити без шкоди для національного законодавства про вилучення майна боржника та нечесне поводження з кредиторами.

Директива 2002/47/ЄС встановлює систему Співтовариства стосовно фінансових гарантійних угод і фінансових гарантій, що задовольняють вимогам, встановленим Директивою.

Відповідно до п. 2 ст. 1 Директиви 2002/47/ЄС одержувач гарантій та гарант повинні належати до однієї з наступних категорій:

а) орган державної влади (за виключенням гарантованих державою підприємств крім тих, що підпадають під пункт б — г), включаючи:

— організації, що належать до державного сектору держав—членів, які відповідають за або залучені до контролювання державного боргу, а також

— організації, що належать до державного сектору держав—членів, які мають право вести рахунки клієнтів;

б) центральний банк, Європейський центральний банк, Банк з міжнародних розрахунків, багатосторонній банк розвитку, Міжнародний валютний фонд та Європейський інвестиційний банк;

²³⁵ *Виговський О.* Правове регулювання застави цінних паперів у законодавства ЄС // Цінні папери України. — 2006. — № 26. — С. 19.

в) фінансова установа, за умови контролю з дорадчим правом, включаючи кредитну установу, інвестиційне підприємство, фінансову установу, страхове підприємство, підприємство з спільними інвестиціями, представленими у формі цінних паперів, інвестиційний трест;

г) центральна сторона, посередник з розрахунків або розрахункова палата відповідно до Директиви 98/26/ЄС, включаючи подібні установи, підпорядковані національним законам, що ведуть діяльність на ф'ючерсному, опційному та вторинному ринках в рамках, не передбачених Директивою, а також особа, крім фізичної особи, що діє в межах представницької або довірчої функції від імені однієї чи більше осіб, включаючи власників облигацій та власників інших цінних паперів або боргів, переведених в цінні папери, або будь-яка установа, зазначена в пунктах а — г;

г) особа, за виключенням фізичної особи, включаючи некорпоративні фірми та товариства, за умови, що інша сторона є установою, зазначено в пунктах а — г.

Пункт 5 ст. 1 Директиви встановлює формальні вимоги щодо вчинення застави цінних паперів, і, зокрема, вимогу щодо ідентифікації предмета фінансової застави. З цією метою достатньо засвідчити, що застава у формі бездокументарних цінних паперів занесена на кредит або складає кредит на відповідному рахунку в цінних паперах.

Директива 2002/47/ЄС регулює багато питань використання цінних паперів як предмета застави. Так. п. 19 Преамбули і ст. 5 передбачають право використання заставлених цінних паперів заставодержателем для здійснення операцій на фінансовому ринку. Пункт 16 Преамбули говорить про можливість заміни активів, що надаються як фінансова застава. Іншими активами такої самої вартості у випадку різкого падіння курсу відповідних цінних паперів, наданих як забезпечення. При цьому у п. 2 ст. 5 Директиви 2002/47/ЄС передбачається, що, якщо заставодержатель користується предметом застави, він таким чином бере на себе зобов'язання передати еквівалентний предмет застави, щоб замінити початкову фінансову заставу, не пізніше дня платежу за відповідними фінансовими зобов'язаннями, що забезпечені заставою, або, якщо це передбачено умовами договору застави цінних паперів і в межах цих умов, зарахувати еквівалентну вартість предмета застави проти відповідних фінансових зобов'язань.

Способи та порядок реалізації фінансових гарантій.

Директива 2002/47/ЄС передбачає зручні, не обтяжені зайвими формальностями, позасудові процедури звернення стягнення на заставлені цінні папери з метою забезпечення фінансової стабільності та мінімізації негативних наслідків для заставодержателя у випадку банкрутства заставодавця. У цьому зв'язку слід зазначити, що Директива надає державам-членам можливість здійснювати примусову реалізацію, оцінку вартості обтяжених правом застави цінних паперів та оцінку розміру фінансових зобов'язань боржника під контролем суду.

Відповідно до ст. 4 Директиви 2002/47/ЄС держави—члени гарантують, що, у випадку правозастосування, одержувач гарантій зможе реалізувати наступним чином будь-які фінансові гарантії, надані згідно умов, узгоджених в заставній фінансовій гарантійній угоді:

— фінансові інструменти шляхом їх продажу або привласнення і виплати їх вартості, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання; та

— готівку шляхом виплати суми, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання.

Відповідно до ст. 4 Директиви 2002/47/ЄС заставодержатель у випадку невиконання основного зобов'язання може привласнити заставлені цінні папери у рахунок погашення основного боргу. Привласнення можливе тільки якщо: це було узгоджено сторонами в рамках фінансової гарантійної угоди та сторони узгодили в рамках фінансової гарантійної угоди оцінку вартості фінансових інструментів.

Разом із тим сторони в договорі застави можуть передбачити і звичайний судовий порядок звернення стягнення на предмет застави. При цьому, згідно з п. 4 ст. 4 Директиви:

— заставодержателю потрібно надати заставодавцю попереднє повідомлення про намір реалізації;

— умови реалізації мають бути ухвалені судом, державним посадовцем або іншою особою;

— реалізація повинна проводитися методом публічних торгів чи будь-яким іншим встановленим чином; або

— будь-який додатковий період часу має бути вичерпаний.

За умови та в мірі, передбаченій фінансовою гарантійною угодою, держави—члени гарантують, що одержувач гарантій має право реалізувати право використання щодо фінансо-

вих гарантій, наданих в рамках заставної фінансової гарантійної угоди (ч. 1 ст. 5 Директиви 2002/47/СС).

В разі реалізації одержувачем гарантій права на використання, він, таким чином, приймає на себе зобов'язання перевести рівноцінні гарантії з метою заміни первинних фінансових гарантій не пізніше дати виконання релевантних фінансових зобов'язань, обумовлених заставною фінансовою гарантійною угодою. В іншому випадку, одержувач гарантій має в день, встановлений для виконання релевантних фінансових зобов'язань, перевести рівноцінні гарантії або, в мірі, передбаченій заставною фінансовою гарантійною угодою, виплатити вартість рівноцінних гарантій, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання. Рівноцінні гарантії, переведені для погашення релевантних фінансових зобов'язань, мають бути підпорядковані тій самій заставній фінансовій гарантійній угоді, якій були підпорядковані первинні фінансові гарантії, і мають бути сприйняті як такі, що були надані в рамках заставної фінансової гарантійної угоди в той же час, коли були надані первинні фінансові гарантії.

Держави—члени гарантують, що фінансова гарантійна угода з передачею права власності може бути здійснена відповідно до її умов.

У випадку правозастосування, в той час, коли будь-яке зобов'язання одержувача гарантій перевести рівноцінні гарантії в рамках фінансової гарантійної угоди з передачею права власності залишається дійсним, зобов'язання може бути предметом положення про кінцеві взаєморозрахунки.

Стаття 8 Директиви визначає, що держави—члени мають гарантувати, що фінансова гарантійна угода, а також положення про фінансові гарантії в рамках такої угоди, не можуть бути проголошені недійсними чи бути анульованими на тій основі, що фінансова гарантійна угода була створена або фінансові гарантії були надані:

— у день початку заходів з ліквідації або реорганізації підприємства, але раніше, ніж був виданий наказ чи постанова, що ініціювали такий початок; або

— у встановлений період, що передував і був визначений посиланням на початок таких процедур чи заходів, або посиланням на видання наказу чи постанови або будь-якої іншої дії, пов'язаної з подібними процедурами чи заходами.

Держави—члени гарантують, що якщо була створена фінансова гарантійна угода або надані релевантні фінансові зобов'язання, або фінансові гарантії були надані в день, але після моменту початку заходів з ліквідації або реорганізації підприємства, вони є юридично санкціонованими якщо одержувач гарантій може довести, що він не знав і не мав знати про початок подібних процедур або заходів.

Якщо фінансова гарантійна угода включає:

— зобов'язання надати фінансові гарантії або додаткові фінансові гарантії з метою врахування зміни вартості фінансових гарантій або кількості релевантних фінансових зобов'язань, або

— право відкликати фінансову гарантію, забезпечуючи, шляхом заміни, фінансові гарантії ідентичної вартості, держави—члени гарантують, що положення про фінансові гарантії, додаткові фінансові гарантії або заміну фінансових гарантій в рамках подібного зобов'язання або права не має бути визнано недійсним або бути анульованим на основі того, що:

а) подібне положення було створене в день початку заходів з ліквідації або реорганізації підприємства, але раніше видачі наказу або постанови, що про такий початок або у встановлений термін, що передусє і встановлений посиланням на початок заходів з ліквідації або реорганізації підприємства, або посиланням на видачу наказу чи постанови, або будь-якої іншої дії, пов'язаної з подібними процедурами чи заходами; та/або

б) релевантні фінансові зобов'язання були взяті раніше дати положення про фінансові гарантії, додаткові фінансові гарантії або заміну фінансових гарантій.

Однією з основних тенденцій розвитку сучасного міжнародного фондового ринку є постійне зростання обсягів транскордонних операцій з цінними паперами. Разом з тим наявність численних розбіжностей законодавстві різних країн до регулювання комплексу правовідносин, що виникають у зв'язку з укладанням та виконанням таких угод обумовлює необхідність уніфікації існуючих колізійних та матеріально-правових норм у цій сфері. Крім того нормативно-правові акти ряду країн Європи у сфері регулювання застави цінних паперів та забезпечувальних угод із ними є значною мірою застарілими і не відповідають тим потребам, які виникають внаслідок розвитку світового фондового ринку. Яскравим прикладом, який демонструє глибину розбіжностей у законодавстві різних країн, є діаметрально протилежні положення,

що стосуються юридичної природи прав інвесторів на бездокументарні цінні папери та юридичного характеру прав посередників і третіх осіб щодо таких цінних паперів.

На сьогодні існують три основні підходи до вирішення цього питання. Суть першого з них полягає у наданні інвестору права власності на бездокументарні цінні папери за умови, що вони обліковуються на окремих рахунках і не змішуються з цінними паперами інших інвесторів. Другий підхід до вирішення цього питання визначається наділенням інвестора виключно зобов'язальним правом вимоги — правом вимагати від посередника, що здійснює облік прав на такі цінні папери, передати йому аналогічні цінні папери у такій самій кількості, в якій їх йому було передано. Проте істотні недоліки даної конструкції призвели до виникнення третього підходу згідно з яким змішані цінні папери, що обліковуються у посередника (депозитарія, зберігача) розглядаються як окремих майновий комплекс, щодо якого інвестор наділяється правом спільної власності²³⁶.

Ефективним способом подолання цих розбіжностей, що виникають у зв'язку зі здійсненням угод з бездокументарними цінними паперами, є розробка та прийняття міжнародно-правових актів, які б створили уніфікований правовий режим здійснення угод з бездокументарними цінними паперами.

Першим міжнародно-правовим актом, метою якого було визначено забезпечення міжнародного уніфікованого міжнародно-правового регулювання обігу бездокументарних цінних паперів, стала прийнята 13 грудня 2002 року в рамках Гаазької конференції з міжнародного приватного права Гаазька конвенція про право, що застосовується до деяких прав щодо цінних паперів, які зберігаються у посередника (далі Гаазька Конвенція)²³⁷.

Характерною особливістю Гаазької Конвенції є те, що вона містить колізійні норми, але не формує конкретних правил поведінки. Завданням Гаазької Конвенції стала розробка комплексу колізійних прив'язок, які відсилають вирішення того чи іншого питання до права певної держави, що дозволяє учасникам обігу цінних паперів встановити компетентний правопорядок. Гаазька Конвенція передбачає як основну колізійну прив'язку до права держави місцезнаходження посередника. На думку розробників Конвенції, це правило максимально відповідає потребам сучасного ділового обігу і потребам міжнародного ринку цінних паперів.

Удосконалення потребують також і матеріально-правові норми, що безпосередньо регулюють угоди з бездокументарними цінними паперами, які обтяжені іноземним елементом. З цією метою Міжнародний інститут з уніфікації приватного права (UNIDROIT) у 2002 році розпочав роботу над проектом Уніфікованих матеріальних норм щодо цінних паперів, які зберігаються у посередника. Метою даного проекту є новий правовий режим угод з бездокументарними цінними паперами. Цей проект, зокрема, передбачає чітке регулювання питань виникнення та реалізації заставного права. Найоптимальнішим підходом, з точки зору робочої групи, є: для того щоб операції з розпорядження заставленими цінними паперами були дійсними, необхідний відповідний запис на рахунку заставодержателя, який забезпечує контроль заставодержателя за переходом прав на цінні папери. Аналогічний підхід має застосовуватись у випадку звернення стягнення та примусової реалізації цінних паперів при невиконанні заставодавцем основного зобов'язання²³⁸.

7.2. Правове регулювання застави грошей та фінансових інструментів в Україні

Відповідно до ст. 1 Закону України «Про заставу» від 2 жовтня 1992 року та ст. 572 ЦК України застава — це спосіб забезпечення зобов'язань. В силу застави кредитор (заставодержатель) має право в разі невиконання боржником (заставодавцем) забезпеченого заставою зо-

²³⁶ Виговський О. Операції з бездокументарним цінними паперами: міжнародний досвід регулювання. — Цінні папери України. — 2006. — № 25. — С. 16.

²³⁷ The Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary// <http://www.hcch.net/e/conventions/text36e.html>.

²³⁸ Виговський О. Операції з бездокументарним цінними паперами: міжнародний досвід регулювання. — Цінні папери. — 2006. — № 25. — С. 17.

бов'язання одержати задоволення з вартості заставленого майна переважно перед іншими кредиторами.

Застава виступає одним з способів забезпечення виконання зобов'язання (ст. 546 ЦК України). Застава виникає в силу договору чи закону, а відповідно до ст. 574 ЦК України також за рішенням суду.

В силу ч. 1 ст. 547 ЦК договір застави обов'язково має укладатися у письмовій формі. В іншому випадку такий договір на підставі ч. 2 ст. 547 ЦК визнається недійсним.

Відповідно до ст. 572 ЦК України в силу застави кредитор (застагодержатель) має право у разі невиконання боржником (застагодавцем) зобов'язання, забезпеченого заставою, одержати задоволення за рахунок заставленого майна переважно перед іншими кредиторами цього боржника, якщо інше не встановленого законом (право застави).

Заставою може бути забезпечена як дійсна вимога, так і та, що може виникнути в майбутньому.

Відповідно до ст. 576 ЦК України предметом застави може бути будь-яке майно (зокрема, речі, цінні папери, майнові права), відчужене застагодавцем і на яке може бути звернено стягнення. Це може бути як вже існуюче майно, так таке, яке застагодавець набуває після виникнення застави (майбутній врожай, цінні папери додаткової емісії тощо). Право застави поширюється на приналежності речі та, у випадках, встановлених договором, на плоди, продукцію та доходи, одержані від використання заставленого майна.

У ЦК України (ст. 575) дається визначення лише двох видів застав — іпотеки та закладу. Інші види застав встановлюються та регулюються нормами спеціального законодавства, зокрема, Закону України «Про заставу». Зокрема, залежно від виду майна яке може бути предметом застави виділяють заставу цінних паперів.

Застава цінних паперів є особливим різновидом застави права. Застава цінних паперів може здійснюватись шляхом передача їх застагодержателю або у депозит нотаріальної контори чи банку (ст. 5 Закону «Про заставу»).

Відповідно до ст. 53 Закону «Про заставу» якщо законом чи договором не передбачено інше, застава векселя чи іншого цінного паперу, який може бути переданий шляхом вчинення передавального запису (індосаменту), здійснюється шляхом індосаменту і вручення застагодержателю індосованого цінного паперу. Застава цінного паперу, який не передається шляхом індосаменту, здійснюється за угодою застагодержателя і особи, на ім'я якої було видано цінний папір. За угодою сторін заставлені цінні папери можуть бути передані на зберігання в депозит державної нотаріальної контори, приватного нотаріуса або банку.

Якщо законом чи договором не передбачено інше, купонні листи на виплату процентів, дивідендів та інші доходи від зазначеного в цінному папері права є предметом договору застави тільки у випадках, якщо вони передані кредитору заставного зобов'язання (ст. 54 Закону «Про заставу»).

Застава цінних паперів на пред'явника регулюється також положеннями, які містяться в розділі III Закону «Про заставу», який регулює заставу товарів в обороті або у переробці.

У договорі застави визначаються суть, розмір і строк виконання зобов'язання, забезпеченого заставою, подається опис предмета застави, а також визначаються інші умови, погоджені сторонами договору.

Право застави виникає з моменту укладання договору застави, а у разі коли договір підлягає нотаріальному посвідченню — з моменту нотаріального посвідчення. Якщо предмет застави відповідно до договору або закону повинен перебувати у володінні застагодержателя, право застави виникає в момент передачі йому предмета застави. Якщо така передача була здійснена до укладання договору застави, право застави виникає з моменту його укладання (ст. 585 ЦК України).

Фіксація обтяження цінних паперів правом застави. Відповідно до п. 7.20 Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.05.98 року № 60 «Про впорядкування діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів» (далі — Положення ДКЦПФР), внесення в систему реєстру записів про передачу цінних паперів під заставу здійснюється реєстродержателем на підставі подання розпорядження застави (документа, що містить вимогу до реєстродержателя зареєструвати у системі реєстру виникнення або припинення існування застави іменних цінних паперів на користь застагодержателя), підписаного від імені зареєстрованого в системі реєстру власника цінних паперів, який виступає застагодавцем, та оригіналу або нотаріально засвідченої копії договору застави чи іншого договору, забезпеченням якого є застава іменних цінних паперів.

Для обліку іменних цінних паперів власників, які було передано заставодержателю у заставу, в системі реєстру реєстратор відкриває особовий рахунок заставодержателя. Цінні папери, записані на особовому рахунку заставодержателя, продовжують обліковуватися на особовому рахунку власника. При цьому має бути забезпечено відокремлений облік таких цінних паперів на особовому рахунку власника.

На підставі отриманих документів для реєстрації обтяжень цінних паперів правом застави реєстродержатель здійснює запис на особовому рахунку заставодержателя цінних паперів, що передаються під заставу, та блокування цих паперів на рахунок їх власника. Вчинення цих дій має такі самі правові наслідки, як і фактична передача заставодержателю документарних цінних паперів. Після внесення до реєстру відповідного запису про обтяження іменних цінних паперів зобов'язаннями реєстратор повинен видати зареєстрованим заставодавцю і заставодержателю або уповноваженим ними особам виписки з реєстру про операцію на особових рахунках.

Вказане Положення ДКЦПФР не містить прямої вказівки на те, хто із сторін договору застави має подавати розпорядження застави та інші документи реєстродержателю, однак відповідно до п. 4.4.2 Положення ДКЦПФР підписує таке розпорядження заставодавець або його уповноважена особа, що дає підстави вважати саме заставодавця особою, яка має виконати всі необхідні формальності. Разом із тим сторонам доцільно врегулювати в договорі питання про те, протягом якого строку мають бути подані необхідні документи, а також механізм захисту заставодержателя у випадку ухилення заставодавця від здійснення вказаної процедури або неналежного виконання відповідних зобов'язань²³⁹.

Відповідно до п. 3.4.2 зазначеного Положення ДКЦПФР, для кожного факту блокування або обтяження частини цінних паперів, певного випуску та категорії зобов'язаннями, і зокрема правом застави, має бути забезпечено відокремлений облік таких цінних паперів. При цьому на особовому рахунку для кожного факту знаходження цінних паперів такого випуску (категорії) в заставі вказуються, зокрема, дані договору застави чи іншого договору, забезпеченням якого є данні папери, передані в заставу (номер та дата укладення, термін дії або подія, за якою припиняється дія застави); інформація про обсяг прав власника іменних цінних паперів, які передаються заставодержателю, термін перебування цінних паперів під заставою; кількість цінних паперів, переданих у заставу.

Розпорядження застави повинно мати обов'язкові реквізити, що містяться у п. 4.4.2 Положення ДКЦПФР, якими є дані про сторони заставних правовідносин та предмет застави.

Механізм здійснення фіксації застави бездокументарних цінних паперів передбачає надання розпорядження застави, проведення операції блокування цінних паперів у зв'язку з обтяженням їх зобов'язаннями та надання виписки з рахунку про здійснену операцію з цінними паперами.

Стосовно моменту виникнення права застави таких паперів, то за загальним правилом, викладеним у ст. 585 ЦК України, право застави виникає з моменту укладення договору застави, за винятком застави, коли право застави виникає в момент передавання заставодержателю предмета застави. Однак застava бездокументарних цінних паперів має за вітчизняним законодавством свої особливості.

Так, відповідно до ст. 13 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», обслуговування угод щодо цінних паперів у бездокументарній формі проводиться тільки учасниками Національної депозитарної системи. У силу специфічної юридичної природи таких паперів не лише їх передача, а й будь-які обтяження зобов'язаннями, зокрема, заставою, мають обов'язково фіксуватися уповноваженими особами. І хоча така фіксація не має правового значення державній реєстрації обтяжень рухомого майна, що передбачається ст. 15 Закону України «Про заставу», вона є невід'ємною частиною оформлення заставних правовідносин, за відсутності якої право застави на бездокументарні цінні папери не може вважатися таким, що виникло²⁴⁰.

Виходячи з норм чинного українського законодавства, неправильно було б пов'язувати момент, з якого договір застави бездокументарних цінних паперів можна вважати укладеним,

²³⁹ *Виговський О.* Фіксація обтяження цінних паперів правом застави та її правові наслідки / Цінні папери України. — 2006. — № 1 — С. 12.

²⁴⁰ *Виговський О.* Фіксація обтяження цінних паперів правом застави та її правові наслідки / Цінні папери України. — 2006. — № 1 — С. 13.

з моментом фіксації обтяження цих паперів правом застави. Нормативно-правові акти, що регулюють порядок фіксації переходу прав на бездокументарні цінні папери чи обтяження їх зобов'язаннями, не ставлять дійсність правочинів щодо таких паперів у залежність від здійснення самої фіксації. Водночас вони не передбачають й обов'язку зберігачів та реєстродержателів здійснювати таку дію, як фіксація договорів, предметом яких є цінні папери.

Таким чином, немає підстав вважати фіксацію заставного обтяження цінних паперів у системах обліку різновидом державної реєстрації правочину. А тому договір застави бездокументарних цінних паперів слід вважати укладеним за загальним правилом ст. 640 ЦКУ, тоді як право застави виникає лише після фіксації застави.

Наявність вказаних особливостей породжує питання про те, що ж вважати підставою виникнення застави в даному випадку? В юридичній літературі з цього питання можна зустріти обґрунтування позиції, згідно з якою договір сам по собі не встановлює заставу бездокументарних цінних паперів, а виконує специфічну функцію — уповноважує заставодавця чи заставодержателя вчинити односторонній правочин (надати реєстратору розпорядження застави), що і приводить до встановлення права застави. Водночас ЦК України у ст. 574 передбачає лише три підстави-виникнення застави: договір, закон та рішення суду. На підставі цього робиться висновок: правовідносини, які виникають в цьому випадку, не є правовідносинами застави, а застосування до них норм Цивільного кодексу про заставу може мати місце лише в порядку аналогії закону.

Проте така позиція є справедливо визнається О. Виговським помилковою. Договір застави, укладений сторонами, спрямований саме на виникнення заставних правовідносин, ним передбачалися відповідні права та обов'язки сторін, а також були зафіксовані ті істотні умови, вказані у ст. 584 ЦКУ, тому немає підстав трактувати його не як договір застави. Разом із тим права та обов'язки сторін такого договору, за винятком обов'язку однієї зі сторін надати розпорядження застави, виникнуть, після відповідної фіксації заставного обтяження²⁴¹.

Саме ж розпорядження застави визначається п. 1.1 Положення про ДКЦПФР лише як «документ, що містить вимогу до реєстроутримувача зареєструвати у системі реєстру виникнення або припинення існування застави іменних цінних паперів на користь заставодержателя», не створює кореспондуючих прав та обов'язків для заставодавця і заставодержателя. Крім того, наведена вище вимога чинного законодавства про надання разом із розпорядженням застави договору застави чи іншого договору, забезпеченням якого є застава, також свідчить про те, що саме розпорядження не розглядається як достатня підстава виникнення заставних правовідносин. Таким чином, не заставне розпорядження, а договір застави є безпосередньою підставою виникнення застави бездокументарних цінних паперів.

Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (ст.ст. 1, 9) і «Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів» (п. 3.4.3) дозволяє встановити лише один виняток із правила про обов'язкову фіксацію застави бездокументарних цінних паперів — застава паперів, що обліковуються на особовому рахунку номінального утримувача, депонентами якого є і заставодавець і заставодержатель.

Заставодавець має право відчужувати предмет застави, передавати його в користування іншій особі або іншим чином розпоряджатись ним лише за згодою заставодержателя, якщо інше не передбачено договором (ст. 586 ЦК України).

Відповідно до ст. 587 ЦК України особа, яка володіє предметом застави зобов'язана, якщо інше не встановлено договором:

- 1) вживати заходів, необхідних для збереження предмета застави;
- 2) утримувати предмет застави належним чином;
- 3) негайно повідомляти другу сторону договору застави про виникнення загрози знищення або пошкодження предмета застави.

За рахунок предмета застави заставодержатель має право задовільнити у повному обсязі свої вимоги, визначені на момент фактичного задоволення, включаючи сплату процентів, неустойки, відшкодування збитків, завданих порушенням зобов'язання, необхідних витрат на утримання заставленого майна, а також витрат, понесених у зв'язку з пред'явленням цієї вимоги, якщо інше не встановлено договором.

²⁴¹ Виговський О. Фіксація обтяження цінних паперів правом застави та її правові наслідки / Цінні папери України. — 2006. — № 1 — С. 13.

Відповідно до ст. 590 ЦК України звернення стягнення на предмет застави здійснюється за рішенням суду, якщо інше не встановлено договором або законом.

Відповідно до ст. 593 ЦК України право застави припиняється:

- 1) припинення зобов'язання, забезпеченого заставою;
- 2) втрати предмета застави, якщо заставодавець не змінив предмет застави;
- 3) реалізації предмета застави;
- 4) набуття заставодержателем права власності на предмет застави;
- 5) в інших випадках, встановлених законом, зокрема, ст. 28 Закону «Про заставу».

7.3. Аналіз сучасного стану адаптації, перспективи адаптації законодавства України в сфері застави грошей та фінансових інструментів до законодавства Європейського Союзу

В цілому законодавство України відповідає *acquis communautaire* ЄС у сфері регулювання застави грошей та фінансових інструментів. В той же час подальша адаптація законодавства України у цій сфері має забезпечити:

1. Відповідно до ст. 547 ЦК України правочин щодо забезпечення виконання зобов'язання вчиняється у письмовій формі. Недодержання форми тягне за собою його нікчемність. Відповідно до ст. 577 ЦК України та ст. 13 Закону України «Про заставу» у випадках, коли предметом застави є нерухоме майно, договір застави повинен бути нотаріально посвідчений на підставі відповідних правоустановчих документів. Застава нерухомого майна підлягає державній реєстрації у випадках та в порядку, встановлених законом (ст. 577 ЦК України). Недотримання вимог щодо форми договору застави та його нотаріального посвідчення тягне за собою недійсність договору з наслідками, передбаченими законодавством України (ст. 14 Закону «Про заставу»).

3 метою узгодження положень Директиви 2002/47/ЄС (п.10 Преамбули) з нормами ЦК України і Закону України «Про заставу», останні повинні бути засновані на положенні щодо заборони ставити дійсність, виконання чи визнання як доказ договору застави цінних паперів у пряму залежність від вчинення будь-якого формального акту (нотаріального посвідчення, реєстрації, повідомлення тощо). У зв'язку з цим змінні підлягають положення ст. 585 ЦК України та ст. 16 Закону України «Про заставу» відповідно до якої право застави у разі коли договір підлягає нотаріальному посвідченню виникає з моменту нотаріального посвідчення шляхом викладення норм цих законів у наступній редакції «право застави виникає з моменту укладання договору застави».

2. За вітчизняним законодавством предмет застави залишається у заставодавця (ст. 576 ЦК України, ст. 17 Закону України «Про заставу»). Відповідно до ст. 586 ЦК України та ч. 2 ст. 17 Закону України «Про заставу» заставодавець має право користуватись предметом застави відповідно до його призначення, у тому числі здобувати від нього плоди та доходи, якщо інше не встановлено договором і якщо це впливає із суті застави. Заставодавець має право відчувувати предмет застави, передавати його в користування іншій особі або іншим чином розпоряджатись ним лише за згодою заставодержателя, якщо інше не передбачено договором. Відповідно до ст. 579 ЦК України предмет застави може бути замінений лише за згодою заставодержателя, якщо інше не встановлено договором або законом.

3 метою адаптації до вимог ст. 4 Директиви 2002/47/ЄС норм ЦК України (ст.ст. 576, 579, 586) та Закону України «Про заставу» (ст. 17) повинні бути замінені положеннями про забезпечення можливість продавати або присвоювати (якщо це було попередньо узгоджено) предмет застави у випадку настання події, зазначеної в договорі застави, без попереднього повідомлення, дозволу суду, публічного аукціону, очікувального періоду; правом користуватись предметом застави так ніби він є власником, а у випадку продажу цінних паперів — замінити їх на еквівалентні за згодою сторін договору застави та за умови надання в таких випадках гарантій захисту прав заставоодержувача.

3. Положення про депозитарну діяльність, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 1998 року № 61 не містить процедури відображення обтяження зобов'язаннями, зняття обтяження, блокування та розблокування цінних

паперів на рахунках у цінних паперах. Відсутність правового механізму зняття обтяження заставою без отримання згоди заставодержателя призводить до необхідності виконання розпоряджень заставодавця зберігачем (депозитарною установою) про зняття блокування, навіть якщо заставу не припинено і заставодержатель не погоджується зі зняттям обтяження цінних паперів. Це не відповідає пункту 13 Преамбули Директиви 98/26/Єс, який передбачає, що Директива не стає на заваді реалізації будь-якого права, а також статті 4 Директиви 2002/47/ЄС, в якій зазначено, що держави—члени забезпечують можливість реалізовувати предмет застави, оскільки заставодавець може в будь-який момент зняти обтяження цінних паперів без отримання згоди заставодержателя та порушити його право на реалізацію об'єкта застави²⁴². На часткове вирішення цієї проблеми спрямована норма ст. 13 проекту Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні», яка передбачає процедуру внесення цінних паперів на депозит нотаріуса.

4. Врахування в Законі України «Про заставу» та проекті Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні» положень статті 9 Директиви 98/26/ЄС щодо прав учасників клірингових операцій, яким надано цінні папери у заставу, що не повинні бути порушені, якщо проти суб'єкта який надав цінні папери відкрито процедуру банкрутства.

ВИСНОВКИ

З метою створення ліквідного, надійного та прозорого фондового ринку необхідно вдосконалення чинного законодавства у сфері корпоративного управління шляхом прийняття нормативних документів, які сприятимуть підвищенню рівня захисту прав акціонерів та інвесторів, підвищенню рівня розкриття та оприлюднення інформації на фондовому ринку. Основним законом у цій сфері повинен стати Закон України «Про акціонерні товариства».

Враховуючи малу капіталізацію ринку цінних паперів важливим є забезпечення утримання витрат на операції з цінними паперами на якомога нижчому рівні. Крім того, нагальною потребою є утворення інституційних суб'єктів ринку, які забезпечують здійснення операцій з цінними паперами, що сприятиме підвищенню довіри потенційних інвесторів до ринку та забезпечить гарантію оперативності і захищеності таких операцій.

Подальший розвиток депозитарно-клірингової системи в Україні сьогодні є одним з головних факторів розвитку національного ринку цінних паперів та його інтеграції в міжнародний фінансовий ринок. Необхідно розширювати коло цінних паперів і фінансових інструментів, які виступають об'єктами інвестування, за рахунок розвитку похідних інструментів та комерційних паперів.

Основними заходами, які необхідно вжити для забезпечення функціонування ринку цінних паперів у відповідності до *acquis communautaire* Європейського Союзу є:

— впровадження міжнародних принципів бухгалтерської звітності (International Accounting Standards — IAS) для використання емітентами;

— продовження роботи у сфері забезпечення належного захисту інтересів інвесторів, для чого Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку пропонується наполягати на використанні і дотриманні принципів найкращої корпоративної практики емітентами цінних паперів (Рішення Комісії № 190 від 2 червня 2002 р.), що розроблені в Україні на базі рекомендацій ОЕСР;

— розмежування компетенцій та питань співробітництва органів нагляду, зокрема, в регулюванні діяльності інститутів спільного інвестування (ICI) та недержавних пенсійних фондів (НПФ);

— наближення українського законодавства до вимог законодавства ЄС щодо допуску цінних паперів до лістингу на фондовій біржі та інформації про такі цінні папери, яка підлягає опублікуванню з метою надання потенційним інвесторам необхідної інформації про фінансовий стан емітента та відомості про цінні папери, що пройшли лістинг, та щодо річних звітів емітентів з метою введення міжнародних стандартів бухгалтерського обліку для емітентів, які пропонують цінні папери для вільного продажу на первинному ринку та фондовій біржі;

— розробка системного підходу до визначення поняття «фінансові послуги» та вичерпного переліку діяльності, що входить до категорії фінансових послуг відповідно до кола осіб, що провадять господарську діяльність на ринку цінних паперів, та інструментів, які при цьому

²⁴² Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire* // <http://sdla.gov.ua>. — С. 53.

використовуються, шляхом внесення відповідних змін до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 року;

— забезпечення розробки нормативно-правових актів, що повинні регулювати питання здійснення інвестиційної діяльності спеціальних видів ІСІ, необґрунтоване виділених в окремую категорію (та виведених таким чином із сфери регулювання Закону про ІСІ);

— розробка положення про розмежування регулювання за інститутами права понять «похідні цінні папери» та «деривативи», шляхом прийняття Закону України «Про похідні». Доцільним є внесення змін та доповнень до Правила випуску та обігу фондових деривативів, затверджених рішенням ДКЦПФР від 24.06.97 р. № 13 в частині подання інформації в проспекті випуску цінних паперів відповідно до ч. 1 ст. 11 Директиви Ради 89/298 від 17 квітня 1989 року щодо координації вимог щодо розробки, перевірки та розповсюдження проспектів, які мають бути оприлюднені коли цінні папери, що мають вільний обіг пропонуються до відкритого продажу;

— вдосконалення правил та норм допуску іноземних цінних паперів до офіційного лістингу цих цінних паперів на національному ринку за відсутності їх лістингу в країні походження, забезпечуючи при цьому перевірку захисту інтересів інвестора, шляхом внесення відповідних змін до Положення «Про порядок реєстрації акцій та облігатій іноземних емітентів в Україні» затвердженого рішенням ДКЦПФР № 42 від 20 листопада 1997 року та відповідно до Директиви Європейського Парламенту та Ради 2001/34 від 28 травня 2001 року щодо допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондових біржах та щодо інформації, яка має бути оприлюднена стосовно цих цінних паперів;

— узгодження норм законів України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» від 14 травня 1992 року, «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року та Закону України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 року, шляхом передбачення в них можливості випуску акцій на підставі рішення керуючого санацією. Відповідно до внесених змін необхідно розробити механізм обміну боргів на акції підприємства;

— включення до інсайдерської інформації інші фінансові інструменти, зокрема, похідні та визначення переліку відомостей, що складають інсайдерську інформацію шляхом прийняття проекту рішення ДКЦПФР «Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської» від 1.08.2006 року № 647;

— закріплення у ч. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначення поняття інсайдерської діяльності як виду — злочинної діяльності у сфері розповсюдження і використання інсайдерської інформації, підготовка і здійснення якої може справити значний вплив на ціну одного чи кількох фінансових інструментів, або на хід формування цін на організованих ринках;

— розширення кола осіб, які є інсайдерами за рахунок членів управлінських, виконавчих та наглядових органів емітента, які не є посадовими особами емітента;

— впровадження міжнародних стандартів розкриття інформації;

— нормативне врегулювання в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» питання маніпуляцій на ринку цінних паперів та визначення форм відповідальності за протиправне використання інсайдерської інформації під час здійснення операцій з цінними паперами, маніпуляції на фондовому ринку, та за перешкодження у доступі до інформації про емітентів цінних паперів, професійних учасників фондового ринку та/або викривлення такої інформації.

— створення Центрального депозитарію;

— стандартизації обліку прав власності на цінні папери Центральним депозитарієм України;

— удосконалення системи державного регулювання Національної депозитарної системи України щодо управління часткою держави в статутному фонді Національного депозитарія та зняття обмежень його комерційної діяльності;

— встановлення в Законі «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» обов'язковості застосування принципу «поставка проти платежу» шляхом розробки та затвердження єдиних правил здійснення розрахунків для усіх організаторів торгівлі та переведення торгів цінними паперами на організаційно-оформлений ринок;

— розроблення національної комплексної програми технічного захисту інформації щодо цінних паперів в системах обліку Національної депозитарної системи;

— встановлення кореспондентські відносини між Національним депозитарієм і центральними депозитаріями держав — членів ЄС та інших економічно розвинутих держав з метою забезпечення інтеграції системи у міжнародний ринок цінних паперів;

— включення до законодавства України заборони ставити дійсність, виконання чи визнання як доказ договору застави цінних паперів у пряму залежність від вчинення будь-якого формального акту (нотаріального посвідчення, реєстрації, повідомлення тощо) та норм про забезпечення можливість продавати або присвоювати (якщо це було передбачено договором застави) предмет застави у випадку настання події, зазначеної в договорі застави, без попереднього повідомлення, дозволу суду, публічного аукціону, очікувального періоду; правом користуватись предметом застави так ніби він є власником, а у випадку продажу цінних паперів — замінити їх на еквівалентні;

— розробка та впровадження правового механізму зняття обтяження цінних паперів та інших фінансових інструментів заставою;

— врахування в проєкті Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні» положень статті 9 Директиви 98/26/ЄС щодо прав учасників клірингових операцій, яким надано цінні папери у заставу, що не повинні бути порушені, якщо проти суб'єкта який надає цінні папери відкрито процедуру банкрутства.

Правове регулювання ринку інвестиційних послуг в ЄС та Україні має загальні тенденції, оскільки українське законодавство знало істотних змін протягом останніх років, що забезпечило врахування відповідник актів ЄС.

Таким чином, правові механізми захисту прав та законних інтересів роздрібних інвесторів та інших учасників ринку інвестиційних послуг, а також забезпечення ефективності функціонування цього ринку в цілому як в праві ЄС, так і в праві України забезпечуються добре апробованими в умовах ринкової економіки шляхами, а саме:

ліцензування діяльності з надання інвестиційних та пов'язаних з ними додаткових послуг, а також встановлення переліку таких послуг;

реєстрації в спеціальному порядку осіб, які на професійних засадах надають такі послуги, в т. ч. інститутів спільного інвестування;

сертифікація керівних працівників професійних учасників ринку інвестиційних послуг; визначення вимог до професійних учасників ринку інвестиційних послуг, які надають інвестиційні та пов'язані з ними послуги (хоча і без акценту на такий вид послуг);

визначення вимог до договорів, які укладаються у сфері надання інвестиційних послуг; визначення рейтингової оцінки емісійних цінних паперів та рейтингових агентств (нових учасників відповідного ринку в Україні);

забезпечення публічності діяльності професійних учасників ринку інвестиційних послуг та нагляду за нею з боку компетентних органів з чітко визначеними повноваженнями, що має на меті забезпечити ефективність функціонування ринку в цілому, його учасників та захист слабозахисчених їх категорій (роздрібних інвесторів як споживачів інвестиційних послуг);

забезпечення співпраці компетентних органів різних країн з метою попередження використання ринків інвестиційних послуг для «відмивання» коштів, отриманих злочинних шляхом, та інших зловживань, а також забезпечення ефективності функціонування міжнародних (транснаціональних ринків інвестиційних послуг).

Проте, в законодавстві України відсутні важливі правові механізми, що забезпечують досягнення комплексної мети (захист інтересів інвесторів та забезпечення ефективності функціонування ринку інвестиційних послуг в цілому та їх професійних учасників), зокрема:

А. Відсутні поняття:

ринку інвестиційних послуг;
професійного інвестора та вимог до нього;
роздрібного інвестора та споживача інвестиційних послуг;
інвестиційної фірми та співвідношення цього поняття з суміжним — інститут спільного інвестування;

інвестиційних послуг та додаткових послуг, пов'язаних з інвестиційними;

інвестиційної поради — як виду додаткових послуг, що впливає на вибір інвестором об'єкта та форми інвестування і може відбитися на результаті такого інвестування; відсутність вимог до суб'єктів, які надають інвестиційні поради;

Б. Значно менший максимальний термін ліцензування: (ЄС — 6 міс.; Україна: щодо професійної діяльності на фондовому ринку — 30 календарних днів, банківської діяльності — 1 місяць, в інших випадках — 10 робочих днів);

В. Відсутність вимог: а) щодо наявності в інвестиційній фірмі щонайменше двох керівників; б) щодо наявності у посадових (керівних) працівників інвестиційної фірми доброї репутації (на

додаток до наявності відповідної кваліфікації та практичних навичок роботи на відповідних посадах; в) вимог до осіб зі значною участю в інвестиційній фірмі (10 і більше відсотків в статутному капіталі) щодо наявності у них доброї репутації, а в певних випадках — і професійного рівня реалізації корпоративних прав щодо інвестиційної фірми, в якій така особа бере значну участь, з метою попередження негативного впливу таких осіб на інвестиційну фірму.

Г. Відсутність визначення в законодавстві системи компетентних органів, що здійснюють державне регулювання на ринку саме *інвестиційних послуг*, і відповідно — розмежування компетенції між ними, загальних засад співпраці.

Д. Відсутність в українському законодавстві більш-менш ґрунтовного регулювання відносин, пов'язаних з конфліктом інтересів в інвестиційній фірмі (в т.ч. механізмами їх вирішення), що також негативно позначається на діяльності таких організацій та призводить нерідко до порушення прав та законних інтересів споживачів інвестиційних послуг.

Е. Не визначено коло інвестиційних фірм як професійних учасників ринку інвестиційних послуг і відповідно — не встановлені до них вимоги (за деякими винятками, в т.ч. щодо довірчих товариств, проте нормативно-правове регулювання щодо них є неадекватним сучасному стану інвестиційних відносин в Україні, про що неодноразово згадувалося в пресі з огляду на зловживання з боку частини таких товариств та їх посадових осіб).

Є. Не відповідає вимогам європейського (ЄС) законодавства і ступінь публічності діяльності професійних учасників ринку інвестиційних послуг, а також (попри запроваджені переліку випадків обов'язкової рейтингової оцінки емітентів та емісійних цінних паперів) механізмів оцінки активів осіб, що надають інвестиційні послуги, проте не підпадають під поняття фінансової установи.

З метою вдосконалення правового регулювання відносин на ринку інвестиційних послуг доцільним є:

І. Прийняття спеціального Закону «Про інвестування, інвестиційні послуги та державне регулювання у сфері інвестування», замість Закону «Про інвестиційну діяльність», в якому (серед іншого) мають бути передбачені:

а) поняття інвестиційних послуг — як дій (діяльності), що забезпечують вкладення інвестицій в інтересах первісного інвестора як споживача інвестиційних послуг на підставі укладеного з ним договору, співвідношення цього поняття з суміжними — «інвестування», «інвестиційна діяльність», «інвестиційні операції», а також визначення переліку інвестиційних послуг та пов'язаних з ними додаткових послуг (в т.ч. консультативних);

б) поняття «інвестиційної фірми», визначення їх характерних ознак: предмет діяльності (надання інвестиційних та/або пов'язаних з ними послуг); організаційно-правової форми (звичай, господарське товариство-об'єднання капіталів — АТ, ТОВ, ТДВ; щодо надання консультативних послуг — можливим є і індивідуальне підприємництво за умови страхування підприємцем своєї відповідальності в межах мінімального розміру статутного капіталу інвестиційної фірми); встановлення вимог до посадових осіб (кваліфікаційні вимоги та добра ділова репутація) та осіб, що мають істотну (10 % і більше) участь в статутному капіталі (добра ділова репутація і відсутність обставин, що загрожують ефективності діяльності інвестиційної фірми з вини осіб з істотною участю);

в) поняття ринку інвестиційних послуг та особливостей його державного регулювання, в т.ч. щодо системи компетентних органів, уповноважених здійснювати державне регулювання ринку інвестиційних послуг, та розмежування їх компетенцій;

г) правові механізми захисту прав та законних інтересів інвесторів як споживачів інвестиційних послуг, в т.ч. заборона добровільної ліквідації інвестиційної фірми до виконання зобов'язань перед інвесторами як споживачами інвестиційних послуг або надання їм гарантій щодо виконання;

д) забезпечення публічності (а) прийняття актів законодавства, їх зміни, скасування; (б) відомостей державної реєстрації інвестиційних фірм; (в) діяльності інвестиційних фірм, в т.ч. їх фінансового стану, зміни керівництва, осіб з істотною участю в капіталі фірми, прийняття органами управління рішень, що впливають на виконання ними зобов'язань перед інвесторами як споживачами інвестиційних послуг, а також доступності для пересічних громадян такої інформації.

ІІ. Прийняття Закону «Про довірчі товариства» або включення у вищезапропонований Закон спеціального розділу/підрозділу, що має визначити правовий статус таких товариств (як різновиду інвестиційних фірм) з метою забезпечення належного захисту їх та мінімізації можливості засновників, посадових осіб та учасників з істотною участю щодо зловживання своїми правами/можливостями на шкоду вкладникам та самого товариства.

III. РЕКОМЕНДАЦІЇ З АДАПТАЦІЇ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ДО ACQUIS ЄС

<p>Положення акту законодавства України, що суперечить законодавству ЄС</p>	<p>Положення законодавства ЄС, яке підлягає імплементації</p>	<p>Рекомендації щодо вдосконалення та приведення у відповідність законодавства України (з зазначеним конкретним нормативно-правового акта, в який необхідно внести зміни чи який необхідно розробити, а також необхідно запропонувати редакцію проекту)</p>	<p>Коментарі (вказується мета, доцільність, наслідки та ін.)</p>
<p>1</p>	<p>2</p>	<p>3</p>	<p>4</p>
<p>Інсайдерською інформацією є будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів (ч.1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»).</p>	<p>Інсайдерська інформація означає будь-яку конкретну (точну) інформацію, яка не була оприлюднена та яка безпосередньо чи опосередковано стосується одного або кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів, та яка у разі її розголошення може суттєво вплинути на ціну фінансових інструментів або на ціну похідних фінансових інструментів (стаття 1 Директиви 2003/6/ЄС)</p>	<p>Поняття інсайдерської інформації потребує розширення шляхом включення до нього й інші фінансових інструментів, зокрема, похідних.</p> <p>Ч. 1 ст. 44 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» пропонується викласти у наступній редакції: «Інсайдерська інформація означає будь-яку конкретну неоприлюднену інформацію, яка безпосередньо чи опосередковано стосується одного або кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів, та яка у разі її розголошення може суттєво вплинути на ціну фінансових інструментів».</p>	<p>Предметом зловживань в acquis ЄС відповідно до Директиви 2003/6/ЄС є будь-який фінансовий інструмент, тоді як відповідно до ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» — тільки цінні папери.</p>

<p>1</p> <p>Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку визначає, яка саме інформація належить до інсайдерської (ч. 4 ст. 44 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок»).</p>	<p>2</p> <p>Інформація є точного характеру, якщо вказує на коло обставин, яке існує або є достатні підстави вважати, що воно буде існувати, чи на подію, що мала місце або є достатні підстави вважати, що вона мала місце, і якщо воно (вона) достатньо специфічне (-а), щоб можна було зробити висновок щодо можливого впливу цього кола обставин чи подій на ціни фінансових інструментів чи пов'язаних фінансових інструментів. Інформація, яка, якщо вона розкрита, може суттєво вплинути на ціни фінансових інструментів чи пов'язаних похідних фінансових інструментів означає інформацію, яку розсушливий інвестор, ймовірно, використає як частину підрунтя для свого рішення з інвестування (пункт 2 статті 1 Директиви 2003/124/ЄС). Стосовно товарних похідних інструментів, інсайдерська інформація означає будь-яку конкретну інформацію, яка не була оприлюднена та яка безпосередньо чи опосередковано стосується цих похідних інструментів, і яку користувачі ринків, на яких обертаються такі похідні інструменти, очікували б отримати відповідно до усталеної ринкової практики, що склалася на цих ринках.</p> <p>Стосовно осіб, які уповноважені виконувати розпорядження щодо фінансових інструментів, інсайдерська інформація має також означати будь-яку конкретну інформацію, що представлена клієнтом і стосується його розпоряджень, що виконуються, і яка стосується безпосередньо чи опосередковано одного чи кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів, і яка, у випадку оприлюднення вірогідно могла б мати значний вплив на ефективність цих фінансових інструментів або на ефективність похідних від них фінансових інструментів (пункт 1 статті 1 Директиви Комісії 2003/124/ЄС).</p>	<p>3</p> <p>З метою визначення, яка саме інформація належить до інсайдерської, пропонується прийняти проект рішення ДКЦПФР «Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської» від 01.08.2006 року № 647.</p>	<p>4</p> <p>З метою уникнення можливості ширшого тлумачення на практиці поняття «інсайдерська інформація» пропонується визначити, яка саме інформація належить до інсайдерської</p>
---	--	---	---

<p>Інсайдерами є особи, які володіють сайдерською інформацією у зв'язку з тим, що вони є:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) власниками голосуючих акцій емітента або часток (паїв) у статутному капіталі емітента; 2) посадовими особами емітента; 3) особами, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом (ч. 2 ст. 44 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок») 	<p>Інсайдером є особа, яка володіє інсайдерською інформацією на підставі свого членства в управлінському, виконавчому чи наглядовому органі емітента, або на підставі її участі у капітал емітента, або на підставі володіння доступом до такої інформації внаслідок виконання своїх службових чи професійних обов'язків, або через вчинення нею кримінальних дій (ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС).</p> <p>Особами, які здійснюють управлінські функції емітента. До них належать:</p> <ul style="list-style-type: none"> — члени органу управління або нагляду емітента; — найвищі посадові особи, не зазначені в п. 1, які постійно мають доступ на постійній основі до інсайдерської інформації емітента і наділені властивими повноваженнями щодо прийняття стратегічних рішень емітента (Директива 2004/72/ЄС, прийнята на виконання Директиви 2003/6/ЄС). 	<p>Пп. 2 ч. 2 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в наступній редакції:</p> <ol style="list-style-type: none"> 2) посадовими особами емітента, членами управлінського, виконавчого чи наглядового органу емітента. 	<p>Визначення кола осіб, які є інсайдерами — особами, які володіють інсайдерською інформацією за Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» є вужчим ніж за ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС</p>
<p>Відсутнє</p>	<p>Інсайдерською діяльністю є випадки, коли джерелом інсайдерської інформації виступає не сфера професійної діяльності або функціонування, а злочинна діяльність, підготовка і здійснення якої може сприяти значний вплив на ціну одного чи кількох фінансових інструментів, або на хід формування цін на організованих ринках (пункту 17 Прєамбули Директиви 2003/6/ЄС).</p>	<p>Доповнити ч. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначенням поняття інсайдерської діяльності як виду злочинної діяльності у сфері розповсюдження і використання інсайдерської інформації, підготовка і здійснення якої може сприяти значний вплив на ціну одного чи кількох фінансових інструментів, або на хід формування цін на організованих ринках.</p>	<p>Згідно acquis ЄС (Директива 2003/6/ЄС) з'ясування ринком охолопне інсайдерську діяльність, а не інсайдерські операції.</p>
<p>Порядок розкриття інсайдерської інформації встановлюється нормативно-правовими актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ч. 2 ст. 45 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»)</p>	<p>Державні—члени зобов'язані забезпечувати опублікування емітентами всієї інсайдерською інформації, яка підлягає оприлюдненню, у належний строк на їхніх інтернет-сайтах, складати, регулярно оновлювати (стаття 6 Директиви 2003/6/ЄС та стаття 2 Директиви 2003/124/ЄС).</p>	<p>Прийняття проєкту рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 01.08.2006 року № 717, ухвалюючи його із ст. 2 Директиви 2003/124/ЄС «Засоби та строки публічного розкриття інсайдерської інформації».</p>	<p>На виконання ч. 2 ст. 45 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» в законодавстві України на підзаконному рівні слід визначити порядок розкриття інсайдерської інформації.</p>

1	Відсутнє	2	Держави-члени зобов'язані подавати до компетентного органу держави—члена списку осіб, що працюють у них на підставі трудового договору або інших підстав і мають доступ до інсайдерської інформації (стаття 6 Директиви 2003/6/ЄС). Інформація про осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації, повинна розкриватись у спеціальних інсайдерських списках, які регулярного відновлення і публічної доступності протягом 5 років з дати складання або відновлення (ст. 5 Директиви 2004/72/ЄС).	3	Прийняття проекту рішення ДКЦПФР «Про Порядок формування і ведення загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР та порядок доступу до інформації, яка міститься у цій базі даних» від 11.08.2006 року	4	Мета: визначення порядку розкриття інсайдерської інформації та режиму доступу до неї.
Відсутнє	Маніпуляціями на ринку є: — здійснення операцій або виконання розпоряджень купівлі/продажу фінансових інструментів, які створюють або можуть створити неправдиві або оманливі уявлення щодо попиту, пропозиції або ціни на фінансові інструменти; або які забезпечують встановлення однією особою чи кількома особами, які діють спільно, штучної або надзвичайно високої ціни на один чи кілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка здійснила відповідну операцію або видала розпорядження на купівлю/продаж фінансових інструментів, доведе, що підстави до таких дій є законними, та що такі дії або розпорядження щодо купівлі/продажу відповідають усталеній ринковій практиці, що діє на відповідному організованому ринку. — здійснення операцій або виконання розпоряджень на купівлю/продаж фінансових інструментів, щодо яких застосовуються фіктивні схеми або будь-який інший вид шахрайства, — поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет,	Доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» ст. 45 ¹ «Маніпуляції на ринку», якими визначити: — здійснення операцій або виконання розпоряджень купівлі/продажу фінансових інструментів, які створюють або можуть створити неправдиві або оманливі уявлення щодо попиту, пропозиції або ціни на фінансові інструменти; або які забезпечують встановлення однією чи кількома особами, які діють спільно, штучної або надзвичайно високої ціни на один чи кілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка здійснила відповідну операцію або видала розпорядження на купівлю/продаж фінансових інструментів, доведе, що підстави до таких дій є законними, та що такі дії або розпорядження щодо купівлі/продажу відповідають усталеній ринковій практиці, що діє на відповідному організованому ринку.	Директива 2003/6/ЄС, адаптації до якої потребує Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» прямо забороняє здійснення маніпуляцій на ринку, виділяючи їх як один з видів зловживань на ринку.				

	<p>Верхній рівень. Національної депозитарної системи — це Національний депозитарій України та депозитарі, які ведуть рахунки для збергачів і здійснюють кліринг і розрахунки за угодами з цінними паперами (ст. 2 Закону «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів»).</p>	<p>або будь-яким іншим шляхом, який створює або може створити неправдиві або оманливі уявлення щодо фінансових інструментів, включаючи поширення чуток або неправдивих чи оманливих новин, у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була неправдивою або оманливою (ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС).</p>	<p>— здійснення операцій або виконання розпоряджень на купівлю/продаж фінансових інструментів, щодо яких застосовуються фінансові схеми або будь-який інший вид шахрайства;</p> <p>— поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, або будь-яким іншим шляхом, який створює або може створити неправдиві оманливі уявлення щодо фінансових інструментів, включаючи поширення чуток або неправдивих чи оманливих новин, у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була неправдивою або оманливою.</p>	<p>Об'єднання Національного депозитарію України, ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз», та інших депозитарів; формування в структурі Національного депозитарію таких системних інститутів, як центральний реєстр власників цінних паперів, центральне сховище документарних цінних паперів, центральна розрахунково-клірингова палата; закріплення за Національним депозитарієм функцій з депозитарного обслуговування випуску та обігу державних цінних паперів; розробка єдиних правил та єдиної системи електронного документообігу між Національним депозитарієм та іншими депозитарними установами (зберігачами та ресстраторами)</p>
<p>Створення центральних депозитаріїв цінних паперів (CSD) в усіх країнах (рекомандації «Групи 30»).</p>	<p>Виділити із Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 року норми, які допускають наявність на певному рівні депозитарної системи необмеженої кількості депозитаріїв та прийняти проєкт Закону «Про систему депозитарного обліку», заснований на концепції створення та діяльності в Україні єдиного центрального депозитарію (ст. 13-16).</p>			

1	2	3	4
<p>Цінні папери... в Україні можуть випускатися в документарній та бездокументарній формах. Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента про випуск цінних паперів, затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при реєстрації випуску та є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у документарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача. Випуск цінних паперів у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.</p> <p>У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі, крім приватизаційних паперів,... емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій (ст. 4 Закону «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів»).</p>	<p>Центральні депозитарії здійснюють відкриття і ведення рахунків щодо цінних паперів, облік прав власності на цінні папери, гарантовані розрахунки за угодами з цінними паперами, визначення взаємних зобов'язань щодо угод з цінними паперами (кларинг), облік угод за цінними паперами, управління ризиками (Рекомендації Групи 30).</p>	<p>Встановлення стандартів депозитарного обліку цінних паперів Центральним депозитарієм, що відповідають міжнародним стандартам шляхом удосконалення Положення про депозитарну діяльність, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.05.98 за № 61, Норм та правил обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі від 13 квітня 2000 р. № 40 та прийняття проекту Закону «Про систему депозитарного обліку», який визначає єдину систему депозитарного обліку цінних паперів (ст.ст. 5, 18, 21 — 23 та інші).</p> <p>Прийняття проєктив рішення ДКЦПФР, схвалених рішенням ДКЦПФР від 01.12.2004 р. № 498, а саме: Порядок та умови виконання зберігання та обслуговування облігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випускних ним цінних паперів та Порядок та умови ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.</p>	<p>Уніфікація системи обліку цінних паперів, яка на сьогодні поєднує два шляхи, що технологічно між собою не узгоджені: реєстри власників іменних документарних цінних паперів і облікові реєстри власників бездокументарних цінних паперів, виконуючи одну і ту саму функцію, ведуться по-різному.</p>

Відсутня	<p>Держави—члени повинні намагатись встановити відповідні зв'язки між усіма системами розрахунків за цінними паперами, охопленими Директивою, з наміром сприяти максимальній прозорості і правовій певності трансакцій, що стосуються цінних паперів (пункт 22 Премамбули Директиви №98/26/ЄС).</p> <p>Загальновизнаною в світі є система DVP («поставка проти платежу») поставка цінних паперів відбувається одночасно з переказом коштів.</p>	<p>Затвердження єдиних правил здійснення розрахунків для усіх організаторів торгівлі та переведення торгів цінними паперами на організаційно-оформлений ринок за принципом «поставка проти платежу».</p> <p>Внесення змін до ст. 2 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» щодо надання організаторам торгівлі (біржі та торговельно-інформаційні системи) статусу прямих учасників Національної депозитарної системи. Прийняття проекту рішення ДКЦПФР «Про затвердження Порядку та умов здійснення розрахунково-клірингової діяльності за договорами щодо цінних паперів».</p>	<p>Вировалдження на організованому ринку цінних паперів механізму виконання договорів щодо цінних паперів за принципом «поставка проти платежу».</p>
Відсутнє	<p>Обов'язковим є виконання клірингових операцій навіть у тому випадку, коли проти однієї із сторін відкрита процедура відновлення платоспроможності чи банкрутства, але тільки в тому випадку, коли операція була здійснена до відкриття процедури банкрутства (стаття 3) та визначення у законодавстві моменту, в який клірингова операція стає незворотною (стаття 5) (Директиви 98/26/ЄС).</p>	<p>Доповнення проекту Закону України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» положеннями про обов'язковість виконання клірингових операцій навіть у тому випадку, коли проти однієї із сторін відкрита процедура відновлення платоспроможності чи банкрутства, але тільки в тому випадку, коли операція була здійснена до відкриття процедури банкрутства, визначенням моменту, в який клірингова операція стає незворотною.</p>	

<p>1</p> <p>Правочин щодо забезпечення виконання зобов'язання вичиляється у письмовій формі. Недодержання форми тягне за собою його нікчемність (ст. 547 ЦК України).</p> <p>Відповідно до ст. 577 ЦК України та ст. 13 Закону України «Про заставу» у випадках, коли предметом застави є нерухоме майно, договір застави повинен бути нотаріально посвідчений на підставі відповідних правостановчих документів. Застава нерухомого майна підлягає державній реєстрації у випадках та в порядку, встановлених законом (ст. 577 ЦК України). Недотримання вимог щодо форми договору застави та його нотаріального посвідчення тягне за собою недійсність договору з наслідками, передбаченими законодавством України (ст. 14 Закону «Про заставу»).</p>	<p>2</p> <p>Формування юридична сила, виконання, забезпечення правовими санкціями та очевидний ступінь допустимості фінансової гарантійної угоди чи положення про фінансові гарантії в межах гарантійної угоди не повинні залежати від виконання будь-яких офіційних актів, як, наприклад, оформлення будь-яких документів незвичайної форми, подача заяви до офіційних або громадських установ, реєстрація в державному реєстрі (пункт 10 Прееамбули Директиви 2002/47/ЄС).</p>	<p>3</p> <p>Внести зміни до ст. 585 ЦК України та ст. 16 Закону України «Про заставу» шляхом викладення їх у наступній новій редакції: «право застави виникає з моменту укладання договору застави».</p>	<p>4</p> <p>Узгодження положень Директиви 2002/47/ЄС (п. 10, 11 Прееамбули) з нормами ЦК України і Закону України «Про заставу»</p>
<p>Предмет застави залишається у заставодавця (ст. 576 ЦК України, ст. 17 Закону України «Про заставу»). Відповідно до ст. 586 ЦК України та ч. 2 ст. 17 Закону України «Про заставу» заставодавець має право користуватись предметом застави відповідно до його призначення, у тому числі здобувати від нього плоди та доходи, якщо інше не встановлено договором і якщо це випливає із суті застави. Заставодавець має право відчужувати предмет застави, передавати його в користування іншій особі або іншим чином розпоряджатись ним лише за згодою розпоряджателя, якщо інше не передбачено договором. Відповідно до ст. 579 ЦК України предмет застави може бути замінений лише за згодою заставодавця, якщо інше не встановлено договором або законом.</p>	<p>Держави—члени гарантують, що, у випадку права застосування, одержувач гарантії зможе реалізувати наступним чином будь-які фінансові гарантії, надані згідно умов, узгоджених в заставній фінансовій гарантійній угоді:</p> <ul style="list-style-type: none"> — фінансові інструменти шляхом їх продажу або асигнування і виплати їх вартості, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання; та — готівку шляхом виплати суми, яка погашає релевантні фінансові зобов'язання (стаття 3 2002/47/ЄС). <p>Директива не стосується застави будь-якого права (пункт 13 Прееамбули Директиви 98/26/ЄС)</p>	<p>ЦК України (ст.ст. 576, 579, 586) та Закону України «Про заставу» (ст. 17) повинні бути змінені положеннями про забезпечення можливості продавати або призначувати (якщо це було попередньо узгоджено) предмет застави у випадку настання події, зазначеної в договорі застави, без попереднього повідомлення, дозволу суду, публічного аукціону, очкувального періоду, правом користуватись предметом застави та так ніби він є власником, а у випадку продажу інших паєнів — замінити їх на еквівалентні за згодою сторін договору застави та за умови надання в таких випадках гарантій захисту прав заставодавцю.</p>	<p>Адаптація до вимог ст. 3, 4 Директиви 2002/47/ЄС до норм ЦК України і Закону України «Про заставу»</p>

Відсутнє	<p>Директива має на меті захистити юридичну силу фінансових гарантійних угод, які базуються на повній передачі права власності фінансовими гарантіями, шляхом виключення, наприклад, зміни характеру таких фінансових гарантійних домовленостей (включаючи угоду про купівлю цінних паперів з подальшою можливістю їх викупу) як право кредитора вступити у володіння власністю, запропоновану в якості гарантії (стаття 13 Преембули Директиви 2002/47/ЄС).</p> <p>Держави-члени забезпечують можливість реалізувати предмет застави, оскільки заставадавець може в будь-який момент зняти обтяження цінних паперів без отримання згоди заставадержателя та порушити його право на реалізацію об'єкта застави (стаття 4 Директиви 2002/47/ЄС)</p>	<p>На часткове вирішення цієї проблеми спрямована норма ст. 13 проекту Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні», яка передбачає процедуру внесення цінних паперів на депозит нотаріуса.</p>	<p>Вітчизняне законодавство не містить процедури вдосконалення обтяження зобов'язаннями, зняття обтяження, блокування та розблокування цінних паперів на рахунках у цінних паперах. Відсутність правового механізму зняття обтяження заставою без отримання згоди заставадержателя призводить до необхідності виконання розпоряджень заставадавця зберігачем (депозитарієм) установою) про зняття блокування, навіть якщо застава не припинено і заставадержатель не погоджується зі зняттям обтяження цінних паперів.</p>
Відсутнє	<p>Фінансова гарантійна угода може бути здійснена відповідно до умов, незважаючи на початок або продовження заходів щодо ліквідації або реорганізації підприємства, що стосуються гарантованця або одержувача гарантії (ст. 4 Директиви 2002/47/ЄС).</p> <p>На правах учасника на заставу, що надається у зв'язку з системою, та центральних банків держав—членів або майбутнього Європейського центрального банку на заставу, надану їм, не впливає судочинство по відношенню до учасника або партнера центральних банків держав—членів чи майбутнього Європейського центрального банку, який надав їм заставу. Така застава може бути реалізована для задоволення цих прав (стаття 9 Директиви 98/26/ЄС).</p>	<p>Доповнити Закон України «Про заставу» та проєкт Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні» нормою наступного змісту: «На права учасників клірингових операцій на заставу надану їм, не впливає судочинство по відношенню до учасника або партнера центральних банків держав—членів чи майбутнього Європейського центрального банку, який надав їм заставу. Така застава може бути реалізованою для задоволення цих прав».</p>	<p>Узгодження норм Закону України «Про заставу» та проєкту Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні» із статтею 9 Директиви 98/26/ЄС щодо прав учасників клірингових операцій</p>

1	Підпункт 14 пункту 1 статті 4 Директиви 2004/39/ЄС: «регульований ринок — багатостороння система, керована та/або оперована маклером, яка зводить разом або поєднує, таке зведення різноманітних третіх сторін, які купують та продають капіталовкладення у фінансові інструменти, в системі та у відповідності із абсолютними правилами, у такий спосіб, який призводить до укладення контракту щодо фінансових інструментів, прийнятих до торгів згідно цих правил та/або систем, та який надано ліцензію, і яка функціонує постійно та відповідно із положеннями Розділу III Директиви».	2	Згідно з Директивою 2003/71/ЄС підготовка проспекту вимагається при отриманні доступу до торгів на «регульованому ринку». Відтак, ми пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» новим інститутом «регульованого ринку»	4	Це доповнення пропонується для того, щоб зобов'язати готувати проспект емісії було покладено лише на тих суб'єктів, які отримують доступ до «регульованого ринку». Усі інші будуть зобов'язані готувати проспект тільки тоді, коли вони здійснюватимуть «публічну пропозицію».
Підпункт 15 пункту 1 статті 4 Директиви 2004/39/ЄС: «багатосторонні торговельні засоби обслуговування (МТФ)» означає багатосторонню систему, керовану інвестиційною фірмою або маклером, в якій зведено разом або яка поєднує таке зведення різноманітних третіх сторін, які купують та продають участь в капіталі у вигляді фінансових інструментів, в системі та у відповідності із не-дискреційними правилами, в спосіб, який призводить до укладення контракту у відповідності із положеннями Розділу II;	3	Згідно з Директивою 2003/71/ЄС підготовка проспекту вимагається лише у випадку доступу до торгів на «регульованому ринку». Доступ до торгів на «багатосторонніх торговельних засобах обслуговування» не вимагає підготовки проспектів. Відтак, ми пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» новим інститутом «багатосторонніх торговельних засобів обслуговування».	Запровадження інститутів «регульованого ринку» та «багатосторонніх торговельних засобів обслуговування» дозволить ДКЦФР визначити ринки, які є регульованими, і торговельні ринки, які є регульованими, і торговельні ринки, які не є регульованими, і торговельні на яких підготовка проспекту не вимагає.		
Пункт 5 статті 15 Директиви 2003/71/ЄС: У разі, коли, відповідно до цієї Директиви, проспект не є обов'язковим, суттєва інформація, надана емітентом, або особою, яка робить пропозицію, і адресована кваліфікованим інвесторам або спеціальним категоріям інвесторів, включаючи інформацію, розкрити в рамках заходів, пов'язаних з пропозиціями цінних паперів, повинна бути повідомлена виключно кваліфікованим інвесторам або спеціальним категоріям інвесторів, яким адресована ця пропозиція.	4	Пропонуємо доопрацювати та доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» та проєкт Закону України «Про акціонерні товариства» зобов'язанням емітентів при закритому розміщенні надавати інвесторам відповідну інформацію щодо цінних паперів.	Ця новела дозволить інвесторам отримувати необхідну інформацію, для того щоб прийняти рішення з приводу участі у приватному розміщенні.		

	<p>Пункт 1 статті 25 Директиви 2003/71/ЄС: Без шкоди праву держав—членів застосовувати кримінальні санкції та без шкоди їх режиму цивільної відповідальності, держави—члени забезпечують, відповідно до їх національного законодавства, вжиття відповідних адміністративних заходів або накладення адміністративних санкцій на відповідальних осіб, у разі неуправління погодовими, ухвалених на виконання цієї Директиви. Держави—члени забезпечують ефективність, відповідність та дієвість цих заходів</p>	<p>Пропонуємо визначити у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» відповідальність емітентів за підготовку інформації для інвесторів при приватному розміщенні.</p>	<p>Ця новела забезпечить інвесторів механізмом захисту у випадку втрати інвестиції.</p>
	<p>Пункт 2 статті 2 Директиви 2003/71/ЄС: Для потреб пункту (iv) частини е статті 1, застосовуються такі критерії: (а) інвестор здійснює операції у великих розмірах на ринках цінних паперів з середньою частотою, в середньому, 10 операцій впродовж попередніх чотирьох кварталів; (б) розмір портфеля цінних паперів інвестора перевищує 0,5 мільйона євро; (с) інвестор працює або працював, принаймні, впродовж року, у фінансовому секторі, працюючи за професією, що вимагає знань у сфері інвестування на ринку цінних паперів.</p>	<p>Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» новим інститутом «кваліфікованого інвестора» і визначити критерії, яким він повинен відповідати, враховуючи реалії українського фондового ринку.</p>	<p>Ця норма дозволить стабілізувати ринок приватних розміщень.</p>
	<p>Пункт 3 статті 2 Директиви 2003/71/ЄС: Для потреб пунктів (iv) та (v) частини 1 застосовується наступне: Кожен компетентний орган влади забезпечує відповідні механізми, необхідні для реєстрації фізичних осіб та малих і середніх підприємств, яких розглядають в якості кваліфікованих інвесторів, враховуючи потребу в забезпеченні відповідного рівня захисту даних. Такий реєстр доступний для всіх емітентів. Кожна фізична особа або мале чи середнє підприємство, які бажають, щоб їх розглядали в якості кваліфікованих інвесторів, підлягають реєстрації, зареєстрований інвестор в будь-який момент може вийти з цього реєстру.</p>	<p>Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» новим інститутом «реєстру кваліфікованих інвесторів» і підготувати нормативний акт, який би регулював діяльність цього реєстру.</p>	

1	Частина перша статті 29 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: «Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку протягом 30 днів після отримання заяви і всіх необхідних документів для рестрації випуску та проспекту емісії цінних паперів здійснює одночасно рестрацію їх випуску та проспекту емісії або відмовляє в рестрації.	2	Пункти 2 і 3 статті 13 Директиви 2003/71/ЄС: «компетентний орган влади повідомляє емітенту, особи, яка робить пропозицію, або особи, яка звертається за доступом до торгівлі на регульованому ринку, залежно від ситуації, своє рішення щодо ухвалення проспекту впродовж 10 робочих днів з моменту подання проекту проспекту. Якщо компетентний орган влади не повідомить про своє рішення впродовж строку, встановленого у цій частині та в частині 3, це не вважається ухваленням. Строк, зазначений в частині 2, продовжується до 20 робочих днів, якщо відкрито пропозиція пов'язана з цінними паперами, емітованими емітентом, який не має цінних паперів, виставлених на продаж на регульованому ринку, і який раніше не здійснював відкритої пропозиції цінних паперів».	3	Пропонуємо відкоригувати строки, визначені у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» відповідно з положеннями Директиви 2003/71/ЄС.	4	Ця корекція строків дозволить ДКЦПР диференціювати суб'єктів регулювання і більш ефективно планувати свою роботу з огляду на те з яким суб'єктом вона має справу. Якщо, наприклад, емітент ще не здійснював емісії, то Комісії, відповідно, потрібно буде більше часу на розгляд проспекту.
1	Частина сьома статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: Після рестрації емітент публікує проспект емісії цінних паперів у повному обсязі в офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.	Пункт 2 Статті 14 Директиви 2003/71/ЄС: Проспект вважається оприлюдненим, якщо він опублікований: (а) в одній або декількох газетах, що розповсюджуються на всій або переважній частині території держав—членів, в яких здійснена відкрито пропозиція або в які звертаються за доступом до торгівлі; або (б) у друкованому виданні, розповсюджується безкоштовно в офісах ринку, на якому цінні папери виставлені на продаж, або в зареєстрованому офісі емітента та в офісах фінансових посередників, включючи платіжних агентів, що розміщують або продають цінні папери; (с) в електронній формі на веб-сторінці емітента, у разі потреби, — на веб-сторінці фінансових посередників, включючи платіжних агентів, що розміщують або продають цінні папери; або	Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» і дозволити емітентам публікувати проспекти емісії також у інших ЗМІ та на своїх Інтернет — сторінках.	Ця зміна дозволить емітентам самим вибирати де їм зручніше публікувати проспект.			

	<p>(d) в електронній формі на веб-сторінці регульованого ринку, за доступом до якого звертаються; або</p> <p>(e) в електронній формі на веб-сторінці компетентного органа влади держави—члена походження, якщо вказаний орган влади вирішив запропонувати свої послуги.</p>	<p>Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» і дати можливість суб'єктам готувати проспект емісії у вигляді трьох окремих документів.</p>	<p>Ця зміна дозволить суб'єктам економити кошти адже реєстраційний документ буде дійсним протягом року і у випадку наступної емісії протягом цього часу їм доведеться опублікувати лише підсумок та документ щодо цінних паперів.</p>
	<p>Пункт 3 статті 5 Директиви 2003/71/ЄС: З дотриманням положень частини 4, емітент, особа, яка робить пропозицію або особа, яка звертається за доступом до торгівлі на регульованому ринку, може розробити проспект у вигляді одного чи кількох документів. У проспекті, що складається з кількох документів, необхідна інформація розподіляється за трьома напрямками: реєстраційний документ, запис про цінні папери та підсумковий запис. В інформаційному документі міститься інформація про емітента. В записі про цінні папери міститься інформація про цінні папери, що підлягали відкритій пропозиції або підлягають виставленню на продаж на регульованому ринку.</p>	<p>Пропонуємо розробити нормативний акт, який би визначав відповідні «розклади» та «базові блоки» для проспектів різних видів цінних паперів на основі Регламенту 809/2004.</p>	<p>Це дозволить диференціювати підготовку проспектів у залежності від виду цінних паперів, які емітуються і визначити конкретні вимоги для кожного виду проспекту.</p>
<p>Частина перша статті 46 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: Рекламною інформацією на фондовому ринку є реклама: емітента або цінних паперів, що ним розміщуються або які перебувають в обігу; професійного учасника фондового ринку та його діяльності; договорів щодо цінних паперів.</p>	<p>Пункт 2 статті 15 Директиви 2003/71/ЄС: У рекламі має бути вказано, що проспект був чи буде опублікований, а також зазначено, де інвестори можуть або зможуть його отримати.</p>	<p>Пропонуємо доповнити статтю 46 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» додатковим зобов'язанням суб'єктів публікувати інформацію про публікацію проспекту.</p>	

1	Пункт 2 статті 16 Директиви 2003/71/ЄС: Інвестори, які вже погодилися придбати або передплатити цінні папери до того, як буде опубліковано додаток, мають право відмовитися від додатку впродовж не менш ніж двох робочих днів з моменту опублікування додатку.	2	Пункт 2 статті 16 Директиви 2003/71/ЄС: Інвестори, які вже погодилися придбати або передплатити цінні папери до того, як буде опубліковано додаток, мають право відмовитися від додатку впродовж не менш ніж двох робочих днів з моменту опублікування додатку.	4
	<p>Пункт 4 статті 5 Директиви 2003/71/ЄС: Для наступних видів цінних паперів проспект може, на вибір емітента, особи, яка робить пропозицію або особи, яка звертається за доступом до торгівлі на регульованому ринку, складатися з базового проспекту, що містить всю важливу інформацію про емітента та цінні папери, що підлягали відкритій пропозиції або підлягають виставленню на продаж на регульованому ринку:</p> <p>(а) недольові цінні папери, включаючи варіанти в будь-якій формі, емітовані в рамках програми пропозицій;</p> <p>(б) недольові цінні папери, емітовані кредитними установами впродовж тривалого часу або неодноразово,</p> <p>(1) коли суми, отримані від емісії значущих цінних паперів, відповідно до національного законодавства, розміщуються в активах, що забезпечують достатнє покриття відповідальності, пов'язаної з цінними паперами, до дати платежу;</p> <p>Коли, в результаті несплатоспроможності пов'язаної кредитної установи, значущими сумами планується повернути основну суму та відсотки, що підлягають оплаті, без шкоди положенням Директиви 2001/24/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 квітня 2001 року стосовно заходів щодо відновлення платоспроможності та ліквідації кредитних установ.</p>	3	<p>Пропонуємо доповнити частину восьму статті 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» положенням, яке б дозволяло інвесторам та передплатникам відмовлятися від своїх зобов'язань у випадку публікації додатку до проспекту.</p> <p>Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» положеннями, які б дозволяли підготовку «базового проспекту» для тих видів цінних паперів, які визначені у Директиві 2003/71/ЄС. Основна відмінність цього проспекту поділятиме у тому, що процедура його погодження носитиме лише повідомлюючий характер, тобто Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку не буде здійснювати стандартну процедуру погодження проспекту, що зведено прищвидшити увесь процес емісії.</p>	
			Ця поправка створить умови для розвитку ринку недольових цінних паперів.	

	<p>Інформація, надана в базовому проспекті, доповнюється, в разі потреби, відповідно до статті 16, оновленою інформацією про емітента та про цінні папери, що підлягають відкритій пропозиції або виставленню на продаж на регульованому ринку. Якщо остаточні умови пропозиції не включені ані в проспект, ані в додаток, вони надіаються інвесторам та подаються до компетентних органів влади при здійсненні кожної відкритої пропозиції якомога швидше і, якщо можливо, — заздалегідь до початку пропозиції. В цьому разі застосовуються положення пункту (а) частини I статті 8.</p>		
	<p>Пункт I статті 11 Директиви 2003/71/ЄС: Держави—члени дозволяють інкорпорацію інформації у проспекти шляхом посилення на один або кілька попередньо опублікованих документів, укладених (-их) компетентним органом влади держави—члена походження або поданий (-их) йому відповідно до цієї Директиви, зокрема, відповідно до статті 10 або Розділів IV та V Директиви 2001/34/ЄС. Ця інформація повинна містити останні дані, відомі емітенту.</p>	<p>Пропонуємо доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» положеннями, які б дозволяли використання посилань на інформацію, яка уже була погоджена Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.</p>	
	<p>Пункт I статті 10 Директиви 2003/71/ЄС: Емітенти, цінні папери яких виставлені на продаж на регульованому ринку, приватній, щорічно надають документ, що містить всю інформацію, яку вони опублікували, або оприлюднили за попередні 12 місяців в одній або більше державах—членах та в третій країнах відповідно до їх зобов'язання згідно з законами та підзаконними положеннями Співтовариства і держав—членів, що регулюють цінні папери, діяльність емітентів цінних паперів та ринки цінних паперів. Емітенти надають, приватній, інформацію, передану директивами про компанії, Директивою 2001/34/ЄС та Регламентом (ЄС) № 1606/2002 Європейського Парламенту та Ради від 19 липня 2002 року про застосування міжнародних стандартів звітності.</p>	<p>Пропонуємо доповнити Розділ V (Розкриття інформації на фондовому ринку) Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зобов'язанням емітентів, цінні папери яких виставлені на продаж на регульованому ринку, щорічно публікувати бюлетень, який би містив усю інформацію опубліковану ними протягом року.</p>	<p>Дотримання такого зобов'язання емітентами забезпечить більшу проінформованість інвесторів.</p>

ГЛОСАРІЙ

А

Акціонер (*Shareholder*) — будь-яка фізична чи юридична особа, керована приватним або публічним правом, яка утримує, прямо або опосередковано:

- (i) акції емітента на своєму власному імені і на своєму власному рахунку;
- (ii) акції емітента на своєму власному імені, проте від імені іншої фізичної або юридичної особи;
- (iii) депозитарні квитанції, у випадку яких утримувач депозитарної квитанції повинен вважатися акціонером акцій, що лежать в основі, які представлені депозитарними квитанціями;

Директива 2004/109/ЄС — ст. 2, п. е

Б

Базовий блок (*building block* — англ.) — означає перелік додаткових інформаційних вимог, не включених до одного з розкладів, які додаються до одного або до більшої кількості розкладів, що залежить від обставин і що залежить від типу інструменту і/чи трансакції для якої готують проспект або базовий проспект.

Ст. 2(2) Регламенту Комісії (ЄС) № 809/2004 від 29 квітня 2004 року, який імплементує положення Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради, які стосуються інформації, яка міститься у проспекті, а також формату проспекту, використання посилань, публікації проспектів і розповсюдження реклами (Official Journal L 149, 30.4.2004, р. 1).

Базовий проспект (*base prospectus* — англ.) — означає проспект, що містить всю важливу інформацію, як зазначено в статтях 5, 7 та 16, у разі, якщо є додаток, про емітента та цінні папери, що підлягають відкритій пропозиції або допуску до торгівлі, та, на вибір емітента, — остаточні умови пропозиції.

Ст. 2(г) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

Г

Гарантія з використанням балансових цінних паперів — фінансова гарантія, надана згідно фінансової гарантійної угоди, що складається з фінансових інструментів, право власності на які засвідчене занесенням до реєстру або рахунку, відкритий посередником або від його імені (стаття 11 Директиви 2002/47 ЄС);

Д

Держава—член походження (*home member state* — англ.) — означає:

- (i) для всіх емітентів цінних паперів, не вказаних у пункті (ii), — державу-члена, в якій розташовано зареєстрований офіс емітента;

(ii) для будь-якої емісії недольових цінних паперів, коли номінальна вартість за одиницю перевищує, принаймні, 1 000 євро, а також для будь-яких емісій недольових цінних паперів, що надають право придбати будь-які цінні папери, які підлягають обігу, або отримати суму готівкою внаслідок їх конверсії або реалізації права, за умови, що цінні папери, зазначені останніми, емітовані емітентом основних акцій або підприємством, що виступає членом групи вищевказаного емітента — державу-члена, в якій розташовано зареєстрований офіс емітента, або в якій цінні папери виставлені або підлягають виставленню на продаж на регульованому ринку, або коли цінні підлягають відкритій пропозиції, на вибір (залежно від ситуації) емітента, особи, яка робить пропозицію або особи, яка звертається за доступом. Той самий режим поширюється і на недольові цінні папери, в валюті іншій ніж євро, за умови, що мінімальна номінальна вартість за одиницю майже дорівнює 1 000 євро;

(iii) для всіх емітентів цінних паперів, інкорпорованих в третій країні, які не зазначені в пункті (ii), — держава—член в якій цінні папери повинні вперше підлягати відкритій пропозиції з моменту набрання чинності цією Директивою, або куди подано першу заяву про отримання доступу до торгівлі на регульованому ринку, на вибір емітента, особи, яка робить пропозицію або особи, яка звертається за доступом, залежно від ситуації, за умови подальшого вибору емітентів, інкорпорованих в третій країні, якщо держава—член не впевнена у їхньому виборі.

Ст. 2(m) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

Діяти на власний ризик (*Dealing of own account*) означає купувати за власний капітал, що призводить до укладання угод щодо одного чи більше фінансових інструментів; Директива 2004/39/ЄС, ст. 3, п. 6

Додаткові послуги (*Ancillary service*) означає будь-які послуги, перелічені в Секції В Додатку I:

(1) Збереження та управління фінансовими інструментами за рахунок клієнта, включаючи опіку та пов'язані послуги, такі як управління готівкою/порукувальствами;

(2) Надання кредитів або позик інвесторів, щоб дозволити йому здійснити транзакцію з одним чи більше фінансовими інструментами, коли фірма, яка надає кредит чи позику приймає участь у транзакції;

(3) Консультації підприємствам щодо структури капіталу, промислової стратегії та інших питань такого типу, а також послуги, пов'язані зі злиттям та придбанням підприємств;

(4) Послуги обміну іноземних валют, коли це пов'язано із наданням інвестиційних послуг;

(5) Інвестиційне дослідження та фінансовий аналіз або інші форми загальних рекомендацій, пов'язаних із транзакціями із фінансовими інструментами;

(6) Послуги, пов'язані із гарантованим розміщенням (андеррайтингом);

Інвестиційні послуги та діяльність, а також додаткові послуги типу, що включений до Секції А або В Додатку I, пов'язані із основою дериватив, включених до Секції С — 5, 6, 7 та 10, — коли ці пов'язані із наданням інвестиційних або додаткових послуг.

Директива 2004/39/ЄС, ст. 3, п. 29; Секції В Додатку I

Домінуючий вплив (*Dominant influence*) має місце, якщо акціонерне товариство має право призначати чи звільняти більшість з членів виконавчого органу, органу управління чи наглядового органу та одночасно є акціонером чи учасником іншого товариства, або

є акціонером або учасником іншого товариства та має повний контроль над більшістю голосів його (товариства) акціонерів (учасників) за угодами, укладеними з іншими акціонерами (учасниками) цього товариства

ч. 3 ст. 24а Директиви 77/91/ЄС від 13.12.1976 р.

Дочірнє підприємство (компанія) (*Subsidiary undertaking (company)* — англ.) — «дочірня компанія» означає дочірню компанію, як визначено в статтях 1 та 2 Директиви

83/349/ЄЕС, включаючи будь-які дочірні компанії дочірнього підприємства первинної материнської компанії;

Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 29

Дочірнє підприємство — це підприємство, яке контролюється іншим підприємством (материнською компанією) завдяки (1) володінню відповідною частиною статутного капіталу та/або (2) більшістю голосів у загальних зборах дочірнього підприємства, що дозволяє материнській компанії фактично здійснювати на дочірє підприємство домінуючий вплив або спільне управління (управління дочірнім підприємством здійснюється спільно з материнською компанією)
Статті 1, 2 Директиви 83/349/ЄЕС

E

Емітент (issuer — англ.) —

означає юридичну особу, що емітує або має намір емітувати цінні папери.

Ст. 2(h) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносять зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, p. 64).

юридична особа, керована приватним або публічним правом, включаючи Державу, цінні папери якої допущені до торгів на регульованому ринку, емітент, відносно до депозитарних квитанцій, що представляють цінні папери, емітент, представлений цінними паперами

(ст. 2 Директиви 2004/39/ЄС);

юридична особа, керована приватним або публічним правом, включаючи Державу, цінні папери якої допущені до торгів на регульованому ринку, емітент, відносно до депозитарних квитанцій, що представляють цінні папери, емітент, представлений цінними паперами;

Директива 2004/109/ЄС, ст. 2, п. (d)

З

Застава — усі активи, які можна реалізувати, які надаються під заставу (у тому числі кошти, що надаються в заставу), угоди репо або подібні їм, чи інше, для цілі забезпечення прав і обов'язків, які потенційно виникають у зв'язку із системою, або надаються центральним банкам держав—членів чи майбутньому Європейському центральному банку (стаття 2 Директиви 98/26/ЄС).

Заставна фінансова гарантійна угода — угода, за якою гарантодавець надає фінансові гарантії у формі застави і при якій повне право власності фінансовими гарантіями залишається у гарантодавця після встановлення права на заставу;

I

Інсайдерська інформація — будь-яка конкретна інформація, яка не була оприлюднена, та яка безпосередньо чи опосередковано стосується одного або кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів, та яка у разі її розголошення може суттєво вплинути на ціну фінансових інструментів або на ціну похідних фінансових інструментів (стаття 1 Директиви 2003/6/ЄС);

Інструменти грошового ринку — ті класи інструментів, якими зазвичай торгують на грошовому ринку такі, як казначейські векселі, депозитні сертифікати та комерційні векселі та за виключенням інструментів оплати (стаття 4 Директиви 2004/39/ЄС);

Інвестиційна порада (*Investment advise*) «інвестиційна порада» означає надання особистих рекомендацій клієнту, або на його вимогу або з ініціативи інвестиційної фірми щодо однієї чи більше трансакцій, пов'язаних із фінансовими інструментами

Директива 2004/39/ЄС, п. 4 ст. 4

Інвестиційні компанії (*Investment companies*) означає:

- 1) компанії, єдиною метою діяльності яких є інвестування фондів у цінні папери, нерухомість або інші активи з метою зниження інвестиційних ризиків та забезпечення своїм акціонерам прибутку, що виникає в результаті управління цінними паперами;
- 2) компанії, асоційовані з компаніями з необоротним капіталом, за умови, що єдиною метою їхньої діяльності є придбання повністю оплачених акцій, випущених такими інвестиційними компаніями

Ч. 2 ст. 5 Четвертої Директиви 78/660/ЄС від 25.07.1978

Інвестиційні компанії зі змінним капіталом (*Investment companies with variable capital*) означає такі товариства:

- винятковим завданням яких є інвестування власних фондів у цінні папери та акції, землю та інші активи з єдиною метою розподілу інвестиційних ризиків та забезпечення акціонерів прибутком від результатів управління їхніми активами,
- які пропонують власні акції для відкритої підписки, та статут яких передбачає можливість у будь-який час випускати, викупати та перепродати власні акції в межах мінімального та максимального розміру капіталу.

Ч. 2 ст. 1 Другої Директиви Ради 77/91/ЄС від 13.12.1976 р.

Інвестиційна фірма (*Investment firm*) означає будь-яку юридичну особу, постійне заняття або діяльність якої полягає у наданні однієї або більше інвестиційних послуг третім особам та/або здійснення одного або більше видів інвестиційної діяльності на професійній основі

Директива 2004/39/ЄС, п. 1 ст. 4

Інвестиційні послуги та діяльність (*Investment services and activities*) означає будь-які послуги або діяльність, які перелічені в Секції А Додатку I, пов'язані із будь-якими інструментами, переліченими в Секції С Додатку I, а саме:

1. Отримання та передача наказів стосовно одного чи більше фінансових інструментів
 2. Виконання наказів від імені клієнта
 3. Здійснення торговельних відносин від власного імені
 4. Управління портфелем
 5. Надання інвестиційних консультацій
 6. Гарантоване розміщення (андеррайтинг) фінансових інструментів та/або розміщення фінансових інструментів на основі твердої гарантії
 7. Розміщення фінансових інструментів без твердої гарантії
- Управління іжнародними торговими засобами обслуговування (MTF)

Директива 2004/39/ЄС, п. 2 ст. 4

Інвестиційні компанії з фіксованим капіталом (*Investment companies with fixed capital*) означає лише такі товариства:

- винятковим завданням яких є інвестування фондів у різні цінні папери та акції, землю, інші активи з єдиною метою розподілу інвестиційних ризиків та забезпечення власних акціонерів прибутком, який є результатом управління такими активами, та
 - які пропонують власні акції для відкритої підписки;
- щодо яких законодавством встановлюються такі вимоги та обмеження (а) включення до всіх правових документів товариства слів «інвестиційна компанія»; б) встановлення обмежень щодо розподілу прибутку між акціонерами та зазначення причин цього в річному балансі відповідно до п.(а) ч. 1 ст. 15 Другої Директиви Ради 77/91/ЄС

Ч. 4 ст. 15 Другої Директиви Ради 77/91/ЄС від 13.12.1976 р.

Інститут спільного інвестування у цінні папери, що підлягають вільному обігові (*UCITS*) (*UCITS — Collective investment undertaking in transferable securities*) — до них належать ІСІ:

- єдиною сферою діяльності яких є спільне інвестування у цінні папери, що підлягають обігу, та/або в в інших ліквідних фінансових активах, зазначених у ст. 19(10), які належать до коштів, позичених від громадян, що працюють на принципах розподілу ризиків, та
- сертифікати яких, на вимогу власників, перепродані або викуплені, прямо або опосередковано, з активів цих інститутів. Заходи, яких вживають ІСІ для забезпечення того, що вартість їх сертифікатів на фондовій біржі несуттєво відрізняється

від вартості їх чистих активів, вважаються еквівалентними до такого перепродажу або викупу.

Такі інститути можуть бути засновані згідно із законом-давства, або у відповідності до договірного права (як спільні фонди, якими управляють керуючі компанії), або трастового права (як паї/трасти), або згідно зі статутом (як інвестиційні компанії).

Директива 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 року щодо приведення у відповідність законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно діяльності інститутів спільного інвестування (ICI) — ч. 2 ст. 1

К

Кваліфіковані інвестори (qualified investors — англ.) — означає:

(i) юридичні особи, що одержали дозвіл діяти на фінансових ринках, або діяльність яких на таких ринках підлягає регулюванню, включаючи: кредитні установи, інвестиційні товариства, інші фінансові установи, що отримали дозвіл діяти на фінансових ринках, або діяльність яких на таких ринках підлягає регулюванню, структури спільного інвестування та товариства з управління ними, пенсійні фонди та товариства з управління ними, торговців товарами, а також організації, що не одержали дозвіл діяти на фінансових ринках, або діяльність яких на таких ринках не підлягає регулюванню, єдина мета яких полягає в інвестуванні в цінні папери;

(ii) національні та регіональні уряди, центральні банки, міжнародні та наднаціональні інституції, такі як Міжнародний валютний фонд, Європейський центральний банк, Європейський інвестиційний банк та інші подібні міжнародні організації;

(iii) інші юридичні особи, що не відповідають двом з трьох критеріїв, встановлених в частині (i);

(iv) окремі фізичні особи: за умови взаємного визнання, держава—член може надати дозвіл фізичним особам, що проживають в державах—членах і які спеціально звертаються, щоб їх розглядали в якості кваліфікованих інвесторів, якщо ці особи задовольняють, принаймні, три з трьох критеріїв, встановлених у частині 2;

(v) окремі малі та середні підприємства (МСП): за умови взаємного визнання, держава—член може надати дозвіл МСП, зареєстрований офіс яких розташований на території цієї держави—члена і які спеціально звертаються, щоб їх розглядали в якості кваліфікованих інвесторів.

Ст. 2(e) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

Клірингова палата — юридична особа, відповідальна за розрахунок нетто-позицій установ, можливого основного партнера та/або можливого розрахункового агента (стаття 2 Директиви 98/26/ЄС);

М

Маніпуляції на ринку: а) операції або розпорядження щодо торгівлі, які надають або можуть надавати недостовірні або оманливі уявлення щодо поставки, придбання, або ціни фінансового інструмента, або як які вчиняються однією чи декількома особами, що діють погоджено, і призводять до встановлення штучної або надзвичайно високої чи низької ціни на один або декілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка розпочала операції або видала розпорядження щодо торгівлі, веде, що її підстави до таких дій були законні, або що ці дії або розпорядження щодо торгівлі відповідають усталеній практиці, що діє на відповідному організованому ринку; б) операції або розпорядження щодо торгівлі, які здійснюються із застосуванням нечесних методів або інших видів шахрайства; в) поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до формування невірних або оманливих уявлень щодо фінансових інстру-

ментів, включаючи поширення чуток, неправдивих новин, у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію знала або повинна була знати, що ця інформація була невірною або оманливою (стаття 1 Директиви 2003/6/ЄС);

Матриця (schedule — англ.) — означає перелік мінімальних інформаційних вимог, узгоджених із відповідною природою різноманітних видів емітентів та/чи різних видів цінних паперів.

Ст. 2(1) Регламенту Комісії (ЄС) № 809/2004 від 29 квітня 2004 року, який імплементує положення Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради, які стосуються інформації, яка міститься у проспекті, а також формату проспекту, використання посилянь, публікації проспектів і розповсюдження реклами (Official Journal L 149, 30.4.2004, р. 1).

Н

Недольові цінні папери (non-equity securities — англ.) — означає всі цінні папери, що не є дольовими цінними паперами.

Ст. 2(с) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

П

Погодження (approval — англ.) — означає позитивне рішення за результатами перевірки повноти проспекту компетентним органом влади держави—члена походження, включно з узгодженістю та зрозумілістю наданої інформації.

Ст. 2(q) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

Приймаюча держава—член (host member state — англ.) — означає державу, в якій здійснено відкрити пропозицію або до якої звертаються за доступом до торгівлі, якщо вона не є державою—членом походження.

Ст. 2(n) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

Публічна пропозиція цінних паперів (offer of securities to the public — англ.) — означає повідомлення широкому колу осіб в будь-якій формі та за допомогою будь-яких засобів, що становить достатню інформацію про умови пропозиції та цінні папери, що пропонуються, для надання змоги інвестору вирішити придбати або підписатися на ці акції. Це означення також застосовується до розміщення цінних паперів через фінансових посередників.

Ст. 2(d) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

У

Учасник ринку — особа, яка сама утримується на фінансових ринках на постійній основі та хоче працювати за власний рахунок, купуючи та продаючи фінансові інструменти в обмін на свій власний капітал за ціни, визначені ним (стаття 2 Директиви 2004/39/ЄС);

Ф

Фінансовий інструмент — цінні папери, що вільно обертаються, як визначено у Директиві 93/22/ЄС від 10 травня 1993 року стосовно інвестиційних послуг у сфері цінних паперів, що вільно обертаються, сертифікати інститутів спільного інвестування, інструменти грошового ринку, ф'ючерсні фінансові контракти, включаючи відповідні готівкові інструменти, процентні форвардні контракти (угоди щодо майбутньої процентної ставки); процентні, валютні та фондові свопи; опціони на придбання або продаж будь-якого інструмента, що підпадає під ці категорії, включаючи відповідні готівкові інструменти. Ця категорія включає, зокрема, валютний та процентний опціони, товарні деривативи, будь-які інші інструменти, допущенні до торгівлі на організованому ринку в державі—члені, або щодо яких було подано запит про допущення до торгівлі на ринку (стаття 1 Директиви 2003/6/ЄС);

Фінансові інструменти — акції компаній, інші цінні папери, еквівалентні акціям компаній, та інші форми боргових зобов'язань, якщо вони можуть бути реалізовані на ринку цінних паперів, та будь-які інші цінні папери, які є предметом торгів та які надають право на отримання подібних акцій або інших цінних паперів за передплатою, купівлею або обміном, або таких, що передбачають готівкові платежі (за виключенням інструментів платежів), включаючи частки в підприємствах колективної власності, інструменти грошового ринку та права на або що стосуються одного з вищезазначених (стаття 11 Директиви 2002/47 ЄС);

Фінансова гарантійна угода — це фінансова гарантійна угода з передачею права власності або застава фінансова гарантійна угода, не зважаючи на те, чи передбачена вона зведеною угодою або загальними умовами (стаття 11 Директиви 2002/47 ЄС);

Фінансова гарантійна угода з передачею права власності — угода, включаючи угоду про купівлю цінних паперів з правом їх подальшого викупу за узгодженою ціною, за якою гарантодавець передає повне право власності фінансовими гарантіями одержувачу гарантій з метою забезпечення захисту виконання релевантних фінансових зобов'язань (стаття 11 Директиви 2002/47 ЄС);

Ц

Цінні папери (equity securities — англ.) означає акції та інші цінні папери, що підлягають обігу, прив'язані до акцій в товариствах, а також будь-який інший вид цінних паперів, що підлягають обігу, які надають право на придбання будь-якого з вищезазначених видів цінних паперів внаслідок їх конверсії або реалізації права, за умови, що цінні папери, зазначені останніми, емітовані емітентом основних акцій або підприємством, що виступає членом групи вищевказаного емітента.

Ст. 2(b) Директиви 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносять зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Official Journal L 345, 31.12.2003, р. 64).

Цінні папери — цінні папери, які підлягають передачі, як визначено у ст. 4 (1), підпункт 18 Директиви 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року про ринки фінансових інструментів, за винятком інструментів валютних ринків, як визначено у ст. 4(1), підпункт 19 Директиви 2004/39/ЄС, маючи строк менше ніж 12 місяців, до яких може бути застосовано національне законодавство (стаття 2 Директиви 2004/39/ЄС).

Цінні папери, забезпечені активами — цінні папери, що: представляють інтерес в активах, включаючи будь-які права, спрямовані на забезпечення користі, або одержання або обумовлення термінів отримання власниками активів сум, що сплачуються за ними; або забезпечуються активами та умови яких передбачають платежі, пов'язані з виплатою або розумним проектуванням виплат, розрахованих через посилення на активи, що ідентифікуються або можуть ідентифікуватися (стаття 2 Регламенту Комісії № 809/2004/ЄС);

Цінні папери у вигляді боргових зобов'язань — бони або інші форми цінних паперів, які підлягають передачі, за винятком цінних паперів, які є еквівалентними акціям в компаніях, або які конвертовані, або якщо права, надані ними, виконуються, дають право придбавати акції або цінні папери, еквівалентні акціям (стаття 2 Директиви 2004/39/ЄС).

Цінні папери, що випускаються постійно або повторно — цінні папери у вигляді боргових зобов'язань одного й того самого емітента у міру появи попиту або принаймні двох окремих емітентів однакового типу і/або класу (стаття 2 Директиви 2004/39/ЄС);

Терміни	Значення	Джерело інформації
<p>Інститут спільного інвестування інший ніж закритого типу</p> <p><i>Collective investment undertaking other than closed end type</i></p>	<p>«Інститут спільного інвестування інший ніж закритого типу» означає інвестиційні фонди та інвестиційні товариства: а) мета яких полягає в спільному інвестуванні капіталу, отриманого від широкого загалу, і які діють на основі принципу зниження ризику за рахунок збільшення об'єктів інвестування; б) паї яких, на прохання власника, підлягають зворотній купівлі або поверненню, прямо чи опосередковано, з числа активів таких інститутів</p>	<p>Директива 2003/71/ЄС, ст. 2, п. о; Директива 2004/109/ЄС, ст. 2, п. g</p>
<p>Інструменти грошового ринку</p> <p><i>Money-market instruments</i></p>	<p>«Інструменти грошового ринку» означає ті класи інструментів, якими зазвичай торгують на грошовому ринку такі, як казначейські векселі, депозитні сертифікати та комерційні векселі та за виключенням інструментів оплати</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 19</p>
<p>Істотна участь</p> <p><i>Qualifying holding</i></p>	<p>«Істотна участь» означає будь-яку пряму або непряму участь в інвестиційній фірмі, яка що складає 10 % або більше капіталу або права голосу, як встановлено в статті 92 Директиви 2001/34/ЄС, або яка дозволяє здійснювати суттєвий вплив на управління інвестиційною діяльністю, в якій здійснюється така участь.</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 27</p>
<p>Кваліфіковані інвестори</p> <p><i>Qualified investors</i></p>	<p>Кваліфіковані інвестори («кваліфіковані інвестори») означають:</p> <p>юридичних осіб, що одержали дозвіл діяти на фінансових ринках, або діяльність яких на таких ринках підлягає регулюванню, включаючи: кредитні установи, інвестиційні товариства, інші фінансові установи, що отримали дозвіл діяти на фінансових ринках, або діяльність яких на таких ринках підлягає регулюванню, структури спільного інвестування та товариства з управління ними, пенсійні фонди та товариства з управління ними, торговців товарами, а також організації, що не одержали дозвіл діяти на фінансових ринках, або діяльність яких на таких ринках не підлягає регулюванню, єдина мета яких полягає в інвестуванні в цінні папери;</p>	<p>Директива 2003/71, п. (e) ст. 1, ст. 2</p>

Терміни	Значення	Джерело інформації
	<p>(vi) національні та регіональні уряди, центральні банки, міжнародні та наднаціональні інституції, такі як Міжнародний валютний фонд, Європейський центральний банк, Європейський інвестиційний банк та інші подібні міжнародні організації;</p> <p>(vii) інші юридичні особи, що не відповідають двом з трьох критеріїв, встановлених в частині (f);</p> <p>(iv) окремі фізичні особи: за умови взаємного визнання, держава—член може надати дозвіл фізичним особам, що проживають в державах—членах і які спеціально звертаються, щоб їх розглядали в якості кваліфікованих інвесторів, якщо ці особи задовольняють, принаймні, три з трьох критеріїв, встановлених у частині 2 (для потреб пункту (iv) частини е статті 1, застосовуються такі критерії:</p> <p>(d) інвестор здійснив операції у великих розмірах на ринках цінних паперів з середньо частотою, в середньому, 10 операцій впродовж попередніх чотирьох кварталів;</p> <p>(e) розмір портфеля цінних паперів інвестора перевищує 0,5 мільйона євро;</p> <p>(f) інвестор працює або працював, принаймні, впродовж року, у фінансовому секторі, працюючи за професією, що вимагає знань у сфері інвестування на ринку цінних паперів).</p> <p>(v) окремі малі та середні підприємства (МСП); за умови взаємного визнання, держава—член може надати дозвіл МСП, зареєстрований офіс яких розташований на території цієї держави—члена і які спеціально звертаються, щоб їх розглядали в якості кваліфікованих інвесторів</p>	
<p>Керуюча компанія (компанія управління ІСІ) <i>UCITS management company</i></p>	<p>«Керуюча компанія» (компанія управління ІСІ) означає будь-яку компанію, звичайна діяльність якої полягає у управлінні ІСІ у формі довірчих паївових фондів/спільних фондів і/або інвестиційних компаній (колективне управління портфелем ІСІ); це також включає функції, зазначені у Додатку II Директиви 85/611/ЄС, що передбачає функції, включені у діяльність по колективному управлінню портфелем.</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, п. 24 ст. 4, Директива 85/611/ЄС — п. 2 ст. 1а, Додаток II</p>

	<p>1) управління інвестиціями; 2) управління: (а) юридичні послуги і послуги управлінського обліку у фондів; (б) запити клієнтів; (с) оцінка і калькуляція цін (включаючи податкову звітність); (д) моніторинг додержання встановлених норм; (е) ведення реєстру власників акцій; (ф) розподіл прибутку; (г) емісія і погашення паїв; (х) кінцеві розрахунки по контрактах (включаючи відправлення сертифікату); (і) ведення обліку; 3) продаж</p>	
<p>Клієнт <i>Client</i></p> <p>Клієнт професійний <i>Professional client</i></p> <p>Клієнт роздрібний <i>Retail client</i></p>	<p>«клієнт» означає будь-яку фізичну або юридичну особу, який інвестиційна фірма надає інвестиційні та/або додаткові послуги</p> <p>«професійний клієнт» — це клієнт, який володіє досвідом, знанням та практичними вміннями прийняття власного інвестиційного рішення та розважливо оцінюють ризик, які з цього витікають. Щоб вважатися професійним клієнтом, клієнт повинен відповідати наступним критеріям:</p> <p>I. Категорії клієнтів, які вважаються професійними</p> <p>I. Організація, яка обов'язково ліцензована або регламентована для діяльності на фінансовому ринку:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. Кредитні установи ii. Інвестиційні фірми iii. Інші ліцензовані або легалізовані фінансові установи iv. Страхові компанії v. Колективні інвестиційні схеми та компанії управління такими схемами vi. Пенсійні фонди та компанії управління такими фондами vii. Дилери товарів та товарних деривативів viii. Місцеві організації ix. Інші інституційні інвестори <p>II. Великі підприємства, які відповідають двом з наступних вимог до базису компанії:</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. Сума платіжного балансу: 20 000 000 євро 2. Чистий товарообіг: 40 000 000 євро 3. Власні фонди: 2 000 000 євро <p>III. Національні та регіональні уряди, публічні органи, що обслуговують державний борг, Центральні</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, п. 10, Ст. 4</p> <p>Директива 2004/39/ЄС, п. 11, ст. 4, Додаток II</p> <p>Директива 2004/39/ЄС, п. 12, Ст. 4</p>

Терміни	Значення	Джерело інформації
	<p>Банки, міжнародні та національні установи, такі як Світовий Банк, МВФ, СЦБ та інші схожі міжнародні організації.</p> <p>Інші інвестиційні установи, чия основна діяльність полягає в інвестуванні у фінансові інструменти, включаючи організації, які працюють із забезпеченням (сек юритизацією) активів чи інших фінансових трансакцій.</p> <p>«роздрібний клієнт» означає клієнта, який не є професійним клієнтом</p>	
<p>Компанія управління ІСІ <i>Management company</i></p>	<p>«компанія управління ІСІ» означає будь-яку компанію, основна діяльність якої — управління інститутами спільного інвестування у формі паєвих трастів/спільних фондів та/або інвестиційних компаній (колективне інвестування портфелю активів ІСІ); це визначення також включає функції, зазначені в додатку II цієї Директиви: (юридична та фінансова служба управління розрахунками; запити споживачів; оцінка та ціноутворення, включаючи податкові декларації; регулятивний впорядкований нагляд; ведення реєстру власників сертифікатів; розподіл прибутку; емсія сертифікатів та їх погашення; укладання контрактів, включаючи вислання копій; ведення запису, розміщення на ринку.</p>	<p>Директива Ради 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 року щодо приведення у відповідність законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно діяльності інститутів спільного інвестування (ІСІ)</p>
<p>Компетентний орган <i>Competent authorities</i></p>	<p>«Компетентний орган» означає державний адміністративний орган, уповноважений забезпечувати виконання положень директив ЄС щодо ІСІ, інвестиційних послуг та інших фінансових послуг, а також ісайдерської інформації на ринку цих послуг. Такому органу мають бути надані всі повноваження, необхідні для виконання ними своїх завдань (ліцензування, контролю за відповідним ринком та його учасниками, виявлення порушень, застосування до порушників санкцій тощо).</p>	<p>Директиви Ради 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. — статті 49-52b Директива 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 року про ісайдерську діяльність та маніпулювання ринком (п. 7 ст. 1)</p>
<p>Контроль <i>control</i></p>	<p>«контроль» означає контроль, як його визначено в статті 1 Директиви 83/349/ЄЕС;</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 30</p>
<p>Контрольоване підприємство <i>Controlled undertaking</i></p>	<p>«контрольоване підприємство» — будь-яке підприємство а) у якому фізична або юридична особа має більшість виборчих прав, або</p>	<p>Директива 2004/109, ст. 2, п. f</p>

	<p>б) у якому фізична або юридична особа має право призначати або звільняти більшість членів адміністративного, керівного або контрольного органу, і є у той самий час акціонером, або членом даного підприємства; або</p> <p>в) у якому фізична або юридична особа є акціонером або членом і одноосібно контролює більшість виборчих голосів акціонерів або членів, відповідно до угоди, укладеної з іншими акціонерами або членами даного підприємства; або</p> <p>с) на яке фізична або юридична особа має повноваження чинити або, власне, чинить домінуючий вплив або здійснювати контроль.</p>	
<p>Малі та середні підприємства <i>Small and middle enterprises</i></p>	<p>«малі та середні підприємства» означають товариства, відповідно до їх останнього щорічного або консолідованого звіту, задовольняють, принаймні, два з наступних критеріїв: середня кількість працівників впродовж фінансового року — менш ніж 250, загальний бухгалтерський баланс не перевищує 43 000 000 євро і чистий річний дохід не перевищує 50 000 000 євро;</p>	<p>Директива 2003/71, ст. 2, п. ф</p>
<p>Маніпуляції на ринку <i>Market manipulation</i></p>	<p>«Маніпуляції на ринку» означають:</p> <p>а) операції або розпорядження щодо торгівлі: — які надають або можуть надавати недостовірні або оманливі уявлення щодо поставки, придбання, або цни фінансового інструмента, або ж — які вчиняються однією чи декількома особами, що діють пооділено, і призводять до встановлення штучної або надзвичайно високої чи низької ціни на один або декілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка розпочала операції або видала розпорядження щодо торгівлі, доведе, що її підстави до таких дій були законні, або що ці дії або розпорядження щодо торгівлі відповідають установленій практиці, що діє на відповідному організованому ринку;</p> <p>б) операції або розпорядження щодо торгівлі, які здійснюються із застосуванням нечесних методів або інших видів шахрайства;</p> <p>с) поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до</p>	<p>Директива 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком (п. 2 ст. 1)</p>

Терміни	Значення	Джерело інформації
<p>Маркет-мейкер <i>Market maker</i></p>	<p>формування невірних або оманливих уявлень щодо фінансових інструментів, включаючи поширення чуток, неправдивих новин, у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію знала або повинна була знати, що ця інформація була невірною або оманливою. Стосовно журналістів, які діяли в межах своїх професійних обов'язків, таке поширення інформації повинне сприйматися без огляду на статтю 11, але беручи до уваги правила, що регулюють їхню професійну діяльність, окрім випадків, коли ці особи отримують безпосередньо чи опосередковано вигоди або доходи від поширення такої інформації.</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 8</p>
<p>Материнське підприємство (компанія) <i>Parent undertaking (company)</i></p>	<p>«материнська компанія» означає материнську компанію, як визначено в статтях 1 та 2 Сьомої Директиви Ради 83/349/ЄС від 13 червня 1983 щодо консолідованих рахунків/</p> <p>Материнське підприємство — це підприємство, що має одне чи кілька дочірніх підприємств за умови, що: (a) володіє більшістю акцій, які надають право голосу в іншому (дочірньому) підприємстві; або</p> <p>(b) має право призначати чи звільняти з посади більшість членів виконавчого органу або органу управління, або контролюючого органу іншого (дочірнього) підприємства і одночасно є акціонером або учасником (членом) такого підприємства; або</p> <p>(c) має право переважного впливу на підприємство (дочірнє підприємство).</p> <p>(d) є акціонером або членом підприємства та (aa) більшість членів адміністративних органів, органів управління або наглядових органів цього (дочірнього) підприємства, які обіймали посади протягом фінансового року та до часу складання консолідованої звітності були призначені виключно у результаті використання права голосу такого підприємства, або (bb) самостійно контролює, згідно з угодою з іншими акціонерами або учасниками (членами) такого (дочірнього) підприємства, більшість акцій, які надають право голосу в цьому підприємстві.</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 28</p> <p>Статті 1 та 2 Сьомої Директиви Ради 83/349/ЄС від 13 червня 1983 щодо консолідованих рахунків; Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку № 22.8</p>

<p>(МТФ) «багатосторонні торговельні засоби» обслуговування</p> <p><i>Multilateral trading facility (MTF)</i></p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 15</p>
<p>Організований ринок</p> <p><i>Regulated market</i></p>	<p>Директиви 2003/6/ЄС — ч. 4 ст. 1; Директива 93/22/ЄЕС — стаття 1, пункт 13.</p> <p>«Організований ринок» означає ринок, який:</p> <ul style="list-style-type: none"> • леє щодо інструментів, визначених національним законодавством відповідно до директив ЄС; • регулярно функціонує; • характеризується тим, що правила, прийняті або затверджені компетентними органами, визначають умови здійснення діяльності на ринку, умови доступу на ринок (якщо застосовується Директива 79/279/ЄС); умови, що регулюють допуск до листингу, встановлені цією директивою, і, якщо остання не застосовується, умови, яким повинні відповідати фінансові інструменти до моменту, коли ними можна ефективно торгувати на ринку
<p>Пай інституту спільного інвестування</p> <p><i>Units of a collective investment undertaking</i></p>	<p>Директива 2003/71/ЄС, п. (р) ст. 1</p>
<p>Підприємство публічного інтересу</p> <p><i>Public interest entity</i></p>	<p>Рекомендації Комісії 2001/256/ЄС від 15.11.2000 р. про мінімальні вимоги щодо гарантії якості обов'язкового аудиту в Європейському Союзі</p>
<p>Пов'язані інструменти</p> <p><i>Linked instruments</i></p>	<p>Регламент ЄС 22/73/2003 (п. 8 ст. 2)</p>

Терміни	Значення	Джерело інформації
<p>Регульований ринок <i>Regulated market</i></p>	<p>(с) у разі, коли відповідні цінні папери є конвертованими або борговими інструментами, що підлягають обміну, цінні папери, в які можна конвертувати або на які можна обміняти такі конвертовані або такі, що підлягають обміну, боргові інструменти; (d) інструменти, емітовані або гарантовані емітентом або гарантом відповідних цінних паперів, ринкова ціна на які може суттєво вплинути на ціну відповідних цінних паперів та навпаки; (е) у разі, коли відповідні цінні папери є цінними паперами еквівалентними акціям, — акції, представлені цими цінними паперами (та будь-які інші цінні папери, еквівалентні цим акціям).</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, П. 14 ст.4</p>
<p>Систематичний інтерналізатор <i>Systematic internaliser</i></p>	<p>«регульований ринок» означає багатосторонню систему, керовану та/або оперовану маклером, яка зводить разом або полегшує таке зведення різноманітних третіх сторін, які купують та продають капіталовкладення у фінансові інструменти, в системі та у відповідності із не-дискреційними правилами, у такий спосіб, який призводить до укладення контракту щодо фінансових інструментів, прийнятих до торговельного обігу згідно цих правил та/або систем, та який надано ліцензію, і яка функціонує постійно та відповідності із положеннями Розділу III Директиви</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, п 7 ст. 4</p>
<p>Тісні зв'язки <i>Close links</i></p>	<p>«тісні зв'язки» означає ситуацію, в якій дві або більше фізичні чи юридичні особи зв'язані: участь, що означає володіння, пряме або шляхом здійснення контролю, 20 % або більше прав голосу або капіталу суб'єкту підприємницької діяльності, контролю, що означає відносини між материнською компанією і дочірньою компанією, в усіх випадках, передбачених пунктами 1(1) і (2) Директиви 83/349/ЄЕС, або подібні відносини між будь-якою фізичною або юридичною особою та суб'єктом підприємницької діяльності; будь-яка дочірня компанія дочірньої компанії також вважається дочірньою</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 31</p>

	<p>компанією материнської компанії, яка стоїть на чолі цих компаній</p> <p>Тісним зв'язком також вважається ситуація, коли дві або більше фізичних або юридичних особи постійно пов'язані з однією і тією ж самою особою відносинами з приводу здійснення контролю.</p> <p>«Управління інвестиційним портфелем» означає управління у відповідності із мандатом, наданим клієнтом, на врегульований (дискреційний) клієнт за клієнтським основою у випадках, коли такі портфелі включають один або більше фінансових інструментів</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, п. 9 ст. 4</p>
<p>Усталена ринкова практика</p> <p><i>Accepted market practices</i></p>	<p>«Усталена ринкова практика» означає практику, що розумно очікується на одному чи кількох фінансових ринках та схвалена компетентним органом відповідно до керівних принципів, ухвалених Комісією згідно з процедурою, передбаченою в статті 17 (2).</p>	<p>Директива 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком — п. 5 ст. 1</p>
<p>Установчі документи</p> <p><i>Statutes</i></p>	<p>Термін «установчі документи» означає статут або інший установчий документ, що містить найважливішу таку інформацію:</p> <p>(a) вид та найменування товариства;</p> <p>(b) потреби діяльності товариства;</p> <p>(c) сума дозволеного до випуску капіталу та/або сума підписаного капіталу;</p> <p>(d) органи та учасники товариства, уповноважені представляти товариство у відносинах з третіми особами, відповідальні за керівництво, управління, нагляд чи контроль у товаристві, а також процедури їх призначення та розмежування компетенції між цими органами</p> <p>(e) строк, на який створюється товариство, крім випадків, якщо такий не передбачений.</p>	<p>Ст. 2 Другої Директиви Ради 77/91/ЄС від 13.12.1976р.</p>
<p>Участь у капіталі</p> <p><i>Participating interest</i></p>	<p>«Участь у капіталі» означає права у капіталі інших суб'єктів господарювання незалежно від того, чи такі права є документально засвідчені, які шляхом створення постійного зв'язку між ними суб'єктами господарювання призначені для спрямивання товариству у його діяльності</p>	<p>Ст. 17 Четвертої Директиви Ради 78/660/ЄС ВІД 25.07.1978 р., що ґрунтується на пункті (g) ч. 3 ст. 54. Договору про річну звітність окремих видів підприємств</p>
<p>Філія</p> <p><i>Branch</i></p>	<p>«Філія» означає місце здійснення бізнесу інше, ніж головний офіс, яке є частиною інвестиційної фірми, яке не володіє відокремленими ознаками юридичної особи та в якому надаються інвестиційні послуги та/або здійснюється інвестиційна діяльність та в</p>	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 2б</p>

Терми	Значення	Джерело інформації
<p>Фінансовий інструмент <i>Financial instrument</i></p>	<p>якому також надаватися додаткові послуги, на здійснення яких інвестиційна фірма отримала ліцензію; усі місця здійснення бізнесу, організовані інвестиційною фірмою, в тій же державі—члені із штаб-квартирою в іншій державі—члені, вважаються єдиним філіалом</p> <p>«Фінансовий інструмент» означає: — цінні папери, що вільно обертуються, як визначено у Директиві 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 року стосовно інвестиційних послуг у сфері цінних паперів, що вільно обертуються,</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Сертифікати інститутів спільного інвестування, 2. Інструменти грошового ринку, 3. Ф'ючерсні фінансові контракти, включаючи відповідні готівкові інструменти, 4. Процентні форвардні контракти (угоди щодо майбутньої процентної ставки), 5. Процентні, валютні та фондові свопи; 6. Опціони на придбання або продаж будь-якого інструмента, що подає під ці категорії, включаючи відповідні готівкові інструменти. Ця категорія включає, зокрема, валютний та процентний опціони, 7. Товари деривативи, 8. Будь-які інші інструменти, допущені до торгівлі на організованому ринку в державі—члені, або щодо яких було подано запит про допущення до торгівлі на ринку. <p>«Фінансові інструменти» означає ті інструменти, які чітко визначено в Розділі С Додатку I</p> <p>Секція С Фінансові інструменти</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Перевідні цінні папери, (2) Інструменти грошового ринку, (3) Сертифікати інститутів спільного інвестування; (4) Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із цінними паперами, валютами, відсотковими ставками або прибутком, або інші деривативні інструменти, фінансові індекси або фінансові одиниці, розраховані по яким можуть здійснюватися в речовому еквіваленті або готівкою. 	<p>Директива 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 року про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком (п. 3 ст. 1)</p> <p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, Додаток I, розділ С</p>

	<p>5) Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яких повинні проводитися готівково або можуть здійснюватися готівково на вибір однієї зі сторін (в іншому випадку, ніж по причині дефолту або іншої ситуації припинення);</p> <p>(6) Опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яких можуть проводитися матеріально, за умови, що вони продаються на регульованому ринку та/або МТФ;</p> <p>(7) Опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із товарами, розрахунки по яких можуть здійснюватися матеріально, якщо інше не зазначено в С(6) та не використовується для комерційних цілей, які мають характеристики інших деривативних фінансових інструментів, приймаючи до уваги, <i>inter alia</i>, чи розрахунки по ним здійснено через визнані клірингові платіги або вони підпадають під дію звичайної вимоги маржі;</p> <p>(8) Деривативні інструменти для переведення кредитного ризику;</p> <p>(9) Фінансові контракти щодо різниць.</p> <p>(10) Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди про майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані із кліматичним розмаїттям, ставками по фрахту, знижки при емісії, або рівне інфляції, або інші економічні статистичні дані, по яких можна розраховуватися готівково або готівково за умови, що одна зі сторін (накшле, ніж з причини дефолту), а також будь-які інші деривативні контракти,</p>
--	---

Терміни	Значення	Джерело інформації
	<p>пов'язані з активами, правами, зобов'язаннями, індексами та мірами, інакше не згадані в цій Секції, які мають ознаки деривативних фінансових інструментів, приймаючи до уваги чи, inter alia, ними торгують на регульованому ринку або МТФ, по них здійснені фінансові розрахунки через визнані клірингові палати або вони вимагають маржі.</p>	
<p>Цінні папери, що підлягають обігу</p> <p><i>Transferable securities</i></p>	<p>«цінні папери, що підлягають обігу» означає ті класи цінних паперів, які є платжними на ринку капіталів за виключенням інструментів оплати, таких як:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Актіи, які підтверджують участь в капіталі компанії, та інші цінні папери, рівні до акцій, які підтверджують участь в капіталі компанії, товаристві або іншої юридичної особи, та депозитарні квитанції щодо акцій; 2. Боргові зобов'язання або інші форми забезпечених боргів, включаючи депозитарні квитанції щодо таких цінних паперів; 3. Будь-які інші цінні папери, які надають право придбати чи продавати такі цінні папери, що підлягають обігу, або надають готівкове врегулювання, визначене посиланням на цінні папери, що підлягають обігу, валюти, рівні відсоткових ставок або прибутки, товари або інші індекси чи заходи 	<p>Директива 2004/39/ЄС, ст. 4, п. 18</p>

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Асланян Г. Проблеми імплементації Угоди про партнерство і співробітництво між Європейськими Співтовариствами та їх державами — членами та Україною // Часопис Парламент. — 2004. — № 5. — С. 2—18.
2. Асланян Г., Ковриженко Д., Замніус В. План дій Україна — Європейський Союз та його законодавча імплементація // Часопис Парламент. — 2005. — № 1. — С. 13—16.
3. Берт С. Правове регулювання інсайдерської інформації та маніпуляцій на ринку цінних паперів в Україні та ЄС // Юридична газета. — 2006. — № 7 (67) — С. 15.
4. Близнюк Олена Щодо розподілу повноважень у системі нагляду на фінансовому ринку // Юридична газета. — 2005. — № 21 (57).
5. Бурмака М. О. Регулювання фондового ринку в Україні // Фінанси України. — 1998. — № 11. — С. 79—82.
6. Бычков А. Глобализация экономики и мировой фондовый рынок // Вопросы экономики. — 1997. — № 12. — С. 84—88.
7. Вигovskyкий О. Правове регулювання застави цінних паперів у законодавства ЄС // Цінні папери України. — 2006. — № 26. — С. 18—19.
8. Вигovskyкий О. Фіксація обтяження цінних паперів правом застави та її правові наслідки / Цінні папери України. — 2006. — № 1 — С. 12—13.
9. Вигovskyкий О. Операції з бездокументарними цінними паперами: міжнародний досвід регулювання. — Цінні папери України. — 2006. — № 25. — С. 16—17.
10. Вовк Т., Друзенко Г., Зугравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Паранан М., Перестук Н. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. — Харків: Консул, 2002. — 912 с.
11. Голосов В. Международный рынок ценных бумаг // Российский экономический журнал. — 1992. — № 6. — С. 103—107.
12. Грицяк І. Право та інституції Європейського Союзу: Навч. посібник / Національна академія держ. управління при Президентіві України. Центр правових та підприємницьких досліджень. — 2. вид., доп. — К.: К.І.С., 2006. — 300 с.
13. Дюбуї Л., Блюман К. Матеріальне право ЄС. — К., 2002. — С. 193, 200—203.
14. Європарламент — 2004: новий формат «Старого світу». Доповіді ІЕАС. — 2004. — вип. № 6 // www.ieac.org.ua.
15. Європейська інтеграція: крок за кроком. Посібник / ЗМІ та європейська інтеграція України // <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3/040.html>.
16. Єфименко А. П. Розширення Європейського Союзу, проблеми та перспективи регулювання фінансових ринків (ринку цінних паперів) / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. Інститут міжнародних відносин КНУ ім. Т. Шевченка. К., 2004. — С. 63—66.
17. Інститути Європейського Союзу // http://www.ced.bsu.by/eu/eu_institutes.asp.
18. Качка Т. Загальний огляд стану адаптації законодавства України до законодавства ЄС // Часопис Парламент. — 2005. — № 8. — С. 12—15.
19. Кібенко О. Р. Глобальна реформа корпоративного права ЄС / LawSchool.lviv.ua.
20. Клименко В. В. Проблеми інтеграції фондового ринку України у світовий фінансовий простір // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. — 2001. — Випуск 49. — С. 51—54.
21. Кравчук І. В., Паранан М. В. Гармонізація національних правових систем з правом ЄС / Центр європейського та порівняльного права. — К.: Слово, 2004. — 320 с.

22. *Латишко З.* Національна депозитарна система — основа інфраструктури фондового ринку // Вісник Національного банку України. — 2006. — № 4 — С. 49—52.
23. *Бухфер М.* Особенности развития современных фондовых бирж // Вопросы экономики.— 1999.— № 5.— С. 134—137.
24. *Лісученко Є. С.* Поділ компетенції між Європейським співтовариством та державами—членами / Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. К.: 2004. — С. 19—21
25. *Луцишин З.* Європа у новій архітектурі фінансової глобалізації // Вісник Київського національного університету імені Т. Шевченка. Серія економіка. — 2000. — Вип. 45. — С. 31—32.
26. Методичні рекомендації щодо доступу акціонерів та інших заінтересованих осіб до інформації про акціонерне товариство // <http://ssmsc.gov.ua/3/2/2005-01-26.027.txt>.
27. *Набок Р., Шитко О.* Фондові ринки у країнах — нових членах ЄС: становлення і перспективи // Вісник Національного банку України. — 2005. — № 7. — С. 29—33.
28. Новини Української асоціації інвестиційного бізнесу 13.03.2006 р. // <http://uaib.com.ua>.
29. Новости. Заклинило // Бізнес. — 2006. — № 31 (706). — С. 42—43.
30. Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire* // <http://sdla.gov.ua>. — С. 31—54.
31. *Отченаш А. А., Москвін С. О.* Шляхи покращення функціонування фондового ринку України // Круглий стіл. — 2005. — № 4. — С. 3—7.
32. *Отченаш А. А., Москвін С. О.* Шляхи покращення функціонування фондового ринку України // Круглий стіл. — 2005. — № 5. — С. 11—14.
33. *Павлов В. І., Пилипенко І. І., Кривов'язюк І. В.* Цінні папери в Україні: Навчальний посібник. Видання 2-ге, доповнене. — К.: Кондор, 2004. — 400 с.
34. Правова основа Європейського Союзу// <http://old.europexxi.kiev.ua/ukrainian/program/zmi/book3>.
35. Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: У 4-х т. — Т. 4. Цінні папери та фондовий ринок / За ред. С. О. Довгого та Т. І. Лозової. — К.: Укртелеком, 2001. — 725 с.
36. Репортаж з конференції «Безпека і прозорість як головні чинники» 3 листопада 2005 року // http://www.educate.com.ua/print/reportage/0/bezopasnost_i_prozrachnost_knmb.html.
37. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 рік // <http://www.ssmsc.gov.ua/4/2004/part3.pdf>.
38. Розвиток фондового ринку України // <http://www.ssmsc.gov.ua/4/2003/2.1.shtml>.
39. *Румянцев С.* Розвиток НДС та створення центрального депозитарію // Цінні папери України. — 2006. — № 30. — С. 12.
40. *Румянцев С.* Особливості функціонування депозитарної системи // Цінні папери України. — 2006. — № 36. — С. 24.
41. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. — 2-е изд., перераб и доп. — М.: Финансы и статистика, 2002. — 448 с.
42. Стислий огляд ринку цінних паперів за 2004 рік// <http://www.ssmsc.gov.ua/8/4/18>
43. *Сухонос В. В., Завальна Ж.В., Старшинський М. В.* Правове регулювання цінних паперів в Україні: Навчальний посібник/За заг. ред. к. ю. н., доц. В. В. Сухоноса. — Суми: ВТД «Університетська книга», 2005. — 327 с.
44. Татам Алан Право Європейського союзу. — К., 1998. — С. 258—263.
45. *Шоповалов О.* Регулювання інсайдерської діяльності в Європейському Союзі // Фінансовий ринок України. — 2005. — № 5 (19). — С. 38—42.
46. *Хоружий С.* Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів // Фінансові ризики. — 2001. — № 1.
47. *Хоружий С.* Виконання угод з цінними паперами в депозитарній системі // Фінансові ризики. — 2001. — № 1.
48. *Хоружий С.* Про деякі проблеми ринку цінних паперів // Фінансові ризики. — 2000. — № 2.
49. *Хоружий С.* Стандартизація депозитарної діяльності — крок до цивілізованого ринку // Інвестиційна газета. — 2001. — № 43.
50. *Хмыз О. В.* Международный рынок капиталов: Монография. — М.: Приор, 2002. — 446 с.

51. Яценюк А. Фондовый рынок України: проблеми та перспективи розвитку// Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 4 — 9.
52. Claessens S., Lee R., Zechner J., The future of Stock Exchanges in European Accession Countries. Corporation of London. — May, 2003.
53. Claessens S., Djankov S., Klingebiel D. Stock Markets in Transition Economies. — Presentation based on Financial Sector Discussion Paper № 5, World bank, September 2000. Financial Times. — 2000. — 20 Jan. — P. 23.
54. Directory of Community legislation. Europe. Gateway to European Union // <http://www.europa.eu.int/eur-lex/lex/en/repert/index.htm>.
55. Financial Times. — 2000. — 28 June. — FT Survey. — P. 2.
56. Financial Times. — 2001. — 1 May. — P. 9.
57. Financial Times. — 2001. — 16 Feb. — P. 2.
58. Financial Times. — 2001. — 26 Jan. — Europe reinvented. Section. — P. 12—13.
59. The Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary // <http://www.hcch.net/e/conventions/text36e.html>.
60. Turley J. Get ready for the EU's 8th Directive // <http://www.directorship.com>.
61. Paul L. Davies. Principles of Modern Company Law. — London: Sweet & Maxwell, 2003.
62. Rosali Pretorius, Jamile Ferreira. The implementation of the new Prospectus Directive in the United Kingdom//Journal of International Banking Law and Regulation. — 2005. — № 20(2).
63. Peter Poch. Adoption of the Prospectus Directive in Austria // Journal of International Banking Law and Regulation. 2005, 20 (12).
64. Christian Schmies. The implementation of the EU Prospectus Directive in Germany // Journal of International Banking Law and Regulation. 2005, 20 (11).
65. Beat D. Speck, Joseph Tanega. Private equity placements: comparing the laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part 1 // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2006. — 21 (4).
66. Beat D. Speck, Joseph Tanega. Private equity placements: comparing the laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part 2 // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2006. — 21 (5).
67. Andrew McGee, Md Anowar Zahid. A Defective Proposal in need of a rethink//Company Lawyer. — 2002. — № 23(8).
68. Lucian Pollington. New Listing Rules and Prospectus Regime // Tolley's Company Law and Insolvency. — CLIN 2005.5.4(1).
69. Lucian Pollington. Prospectus Directive and UK Fundraisings // Tolley's Company Law and Insolvency. — CLIN 2005.5.2(1).
70. Lucian Pollington. Using the New Listing Rules // Tolley's Company Law and Insolvency. — CLIN 2005.5.6(4).
71. Norton Rose (UK Law Firm). The Financial Services Action Plan — progress on implementing key measures in the UK // Journal of International Banking Law and Regulation. — 2005, 20(7).
72. Alistair Alcock. Public Offers in the UK: the New Regime // Company Lawyer. — 1996, 17(9).

ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК

Фондовий ринок	5—31
органи фондових ринків ЄС	40—50
державне регулювання фондового ринку	23—24
Цінні папери	11—19
фінансові інструменти	28, 34, 58, 60, 63, 100, 126—129, 135
цінні папери, забезпечені активами	196
інструменти грошового ринку	28, 58, 98, 160, 162, 163, 192
Зловживання на фондовому ринку	121—136
інсайдерська інформація	124, 133—135, 175
інсайдерська діяльність	124—128
маніпулювання ринком	128—130
Клірингова палата	141, 145, 194
Депозитарій	68, 72, 138, 144, 147—149, 152, 153
депозитарна діяльність	70, 71, 75, 143
розрахунково-клірингова діяльність	71, 75, 141, 146, 150
Фінансова гарантійна угода	165, 183
застава фінансових інструментів	160—174
застава цінних паперів	160—174
Базовий блок	190
Базовий проспект	109
Вторинний ринок	99
Матриця	195
Держава—член походження	190
Дольові цінні папери	188, 191
Інвестори	26, 32, 61, 69,
Лістинг	6—8, 11, 14—16, 22, 28, 50, 95, 99, 100, 107
Недольові цінні папери	188, 191, 195
Підсумок	65, 106, 108, 110, 187
Повторне розміщення	13, 15, 163
Погодження	15, 45, 47, 53, 75, 97, 104
Приватне розміщення	81, 83, 87, 101, 107, 111
Приймаюча держава—член	66, 195
Публічна пропозиція цінних паперів	12, 95, 97, 101, 195
Регулятор	104, 105, 108,
Регульований ринок	100, 184, 204
Фінансова промоція	