

**ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ
(ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ІЗ КРАЇНАМИ ЄВРОПИ)****THE REGULATOR'S POWER TO THE RINK OF THE CENTRAL PAPERIVES
(THE ANCIENT ANALYSIS WITH THE CRITERIA OF THE EUROPEAN UNION)**

Щока С.В.,

*аспірант кафедри цивільного права
Ужгородського національного університету*

Стаття присвячена висвітленню державного регулювання ринку цінних паперів. Проводиться порівняльно-правове дослідження законодавства України з країнами Європи, у більшості випадків – із країнами ЄС. Автор акцентує увагу на сучасних завданнях державних органів на ринку цінних паперів, відповідно до яких пропонує змінити роль органів державної влади на вітчизняному ринку цінних паперів.

Ключові слова: корпоративне право, ринок цінних паперів, держава, правове регулювання.

Стаття посвячена освещению государственного регулирования рынка ценных бумаг. Проводится сравнительно-правовое исследование законодательства Украины со странами Европы, в большинстве случаев – со странами ЕС. Автор акцентирует внимание на современных задачах государственных органов на рынке ценных бумаг, согласно которым предлагает изменить роль органов государственной власти на отечественном рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: корпоративное право, рынок ценных бумаг, государство, правовое регулирование.

The article is devoted to the coverage of the state regulation of the securities market. A comparative legal study of the legislation of Ukraine with the countries of Europe, in most cases with EU countries, is conducted. The author focuses on modern problems of state bodies in the securities market, according to which proposes to change the role of state authorities in the domestic securities market.

Key words: corporate law, securities market, state, legal regulation.

Постановка проблеми. Важливе значення для ринку цінних паперів має держава. Вона повинна регулювати його та регламентувати шляхом видачі нормативних актів. Перші закони у сфері ринку цінних паперів почали з'являтися в країнах Європи на межі XIX – XX ст., хоча цілісна система державного регулювання ринку цінних паперів у країнах Західної Європи з'явилася тільки після Другої світової війни. В Україні система державного регулювання ринку цінних паперів почала створюватися після проголошення незалежності України. Незважаючи на відносно тривале функціонування, указана система так і не спромоглася побудувати в Україні ефективний ринок цінних паперів. Причин для цього є багато (економічні, політичні), але не останнє місце серед них займає визначення неправильних засад участі держави у сфері ринку цінних паперів.

Стан опрацювання. Аналіз державного регулювання ринку цінних паперів із позицій вітчизняного законодавства та законодавства країн Європи був предметом уваги таких науковців, як О. Близнюк, Н. Гребеник, С. Джанков, О. Калюга, О. Кіреєв, С. Клессенс, Д. Клінггелль, Ю. Раделицький, М. Шаповалов, І. Шевчук тощо. Незважаючи на значну кількість наукових праць із теми дослідження, багато питань, присвячених державному регулюванню ринку цінних паперів, залишилися не висвітленими, необґрунтованими чи мають спірний характер.

Метою статті є подальше вивчення проблеми державного регулювання ринку цінних паперів із позиції законодавства України та країн Європи.

Виклад основного матеріалу. Ринок цінних паперів вважається одним із найбільш регульованих і регламентованих ринків у світі. Навіть товарний і валютний ринок не підлягає такій інтенсивній регламентації, як ринок цінних паперів. Причина цієї ситуації полягає в тому, що нерегульований рух капіталів у різні історичні періоди завдавав істотної шкоди фінансовим системам тих чи інших країн. У цьому відношенні варто згадати, що перша цілісна система регулювання ринку цінних паперів з'явилася в США як реакція на кризу кінця 20-х рр. XX ст.

Загалом регулювання ринку цінних паперів у більшості країн світу має два рівні: саморегулювання професійних учасників і державне регулювання. Першим виникло са-

морегулювання, яке проводилося фондовими біржами, що конструювали стандартні правила гри стосовно окремих груп учасників ринку цінних паперів [1]. Державне регулювання з'явилося пізніше. Так, у Франції в кінці XIX – на початку XX ст. були прийняті закони про компанії, які регламентували не тільки відносини всередині компаній (в акціонерних товариствах), але й відносини з акціонерами, а в Німеччині розробили закони, які стосувалися роботи фондових бірж.

Перш ніж проаналізувати державне регулювання ринку цінних паперів в Україні, варто схематично здійснити подібний аналіз стосовно низки країн Європи.

У Франції Комісія з біржових операцій є основним органом, завданням якої є захист інтересів інвесторів. Вона була створена в 1967 р., а керують нею особи, що призначаються обома палатами парламенту, Економічною та соціальною радою, Банком Франції. У вказану Комісію також входять представники професійних організацій. Комісія стежить за дотриманням стандартів розкриття інформації емітентами, видає ліцензії на створення інвестиційних компаній, розглядає скарги, що надходять від інвесторів (тобто здійснює розслідування, пов'язані з порушенням законодавства), здійснює контроль за інсайдерською торгівлею [2, с. 23].

У Німеччині регулювання ринку цінних паперів зазвичай було децентралізоване, оскільки проводилося спеціальними земельними органами, які перебували в підпорядкуванні міністерства економіки певної землі. Провідним фінансовим центром Німеччини виступав Франкфурт-на-Майні, де головним земельним органом регулювання було наглядове управління землі Гессен. Власне на франкфуртській біржі цей наглядовий орган було представлено статс-комісаріатом. Саме він здійснював контроль за дотриманням Закону про біржі, тобто контроль за дотриманням чесних правил торгівлі. Із прийняттям у 1994 р. Закону про торгівлю цінними паперами було створене Федеральне відомство із цінних паперів, що згідно із Законом про інтегрований нагляд за фінансовими послугами від 1 травня 2002 р. було включене до нового наглядового органу – Федерального відомства за нагляду за інститутами фінансових послуг. Наразі обидва органи здійснюють регулюючу діяльність. Проте на практиці

поточний контроль здійснює статс-комісаріат, а Відомство збирає інформацію від емітентів і здійснює загальний нагляд за ринком і дотриманням законодавства [2, с. 25].

У Франції та Німеччині роль саморегулюючих організацій на ринку фінансових інвестицій мінімальна або взагалі відсутня, оскільки високою є роль державного регулювання ринку, у той час як у Великобританії саморегулюючі організації активно беруть участь у процесі регулювання ринку фінансових інвестицій. У Великобританії ринок традиційно був переважно саморегулюючим. Але в 1990 р. розпочався відхід від моделі саморегулювання ринку фінансових інвестицій. У 1997 р. в Англії було розпочато реформу системи регулювання фінансового сектора. Регулятивні функції різних відомств і саморегулюючих організацій були передані Раді із цінних паперів, яка зараз перейменована на Раду з фінансових послуг. Її голова й члени правління підпорядковані й призначаються Міністерством фінансів. Раді також передані й контрольні функції Банку Англії у сфері регулювання комерційних банків. Рада з фінансових послуг є державним органом, який контролює банки, страхові компанії, компанії із цінних паперів, фондові біржі, пенсійні фонди, депозитарно-клірингові організації. Таким чином, у Великобританії переважає саморегулювання ринку, але суворо обмежується діяльність комерційних банків на фондовому ринку [3, с. 243].

В Італії ринок цінних паперів був не надто врегульований державою, але в кінці 80-х рр. систему регулювання істотно реформували відповідно до вимог ЄС. Спеціальним органом регулювання фондового ринку стала Італійська комісія із цінних паперів. Цікаво те, що до початку 90-х рр. система регулювання фондового ринку будувалася за інституційним принципом: Банк Італії контролював банки, Комісія із цінних паперів – компанії із цінних паперів, Комісія з пенсійних фондів – пенсійні фонди й т. д. Тепер система регулювання в Італії більш функціональна. Так, керівництво здійснюється Міністерством фінансів і Парламентом; Міністерство також делегує свої повноваження Комісії із цінних паперів і Банку Італії. У результаті одна установа може контролюватися різними регулюючими органами. Зокрема, усі фінансові посередники (компанії із цінних паперів, банки, що управляють портфелями цінних паперів), за винятком страхових товариств і пенсійних фондів, контролюються Банком Італії з питань, пов'язаних з управлінням ризиками та фінансовою стабільністю. Із питань надання інформації та дотримання чесних правил на ринку ці установи регулюються Італійською комісією із цінних паперів. Діяльність депозитарно-клірингових організацій, включаючи й центральний депозитарій, регулюють Банк Італії та Комісія із цінних паперів одночасно [2, с. 25–26].

В Іспанії основним регулюючим органом фондового ринку є Національна комісія з фондового ринку. Вона є незалежним державним органом, який контролює діяльність емітентів і професійних учасників фондового ринку. Комісія реєструє компанії із цінних паперів, інститути спільного інвестування й управляючих портфелями цінних паперів. Вона зобов'язана централізованими заходами забезпечувати безперервну діяльність фондового ринку на електронній основі. Разом із Банком Іспанії Комісія здійснює нагляд за фінансовими торговими системами – AIAF «Mercado de Renta Fija» і SENAF («Sistema Electronico de Negociación de Activos Financieros»), що становлять організований ринок цінних паперів. Із метою запобігання зловживанню інформацією учасники фондового ринку Іспанії – переважно приватні акціонерні товариства та банки – подають до Комісії звіти про свою діяльність, що пізніше підлягають офіційному оприлюдненню. Фондовий ринок в Іспанії включає також регульовані ринки опціонів і ф'ючерсів, вторинний ринок торгівлі, що представлений «Mercado Español de Futuros Financieros» і регулюється Комісією із цінних паперів і фондових бірж спільно з Міністерством економіки [2, с. 27].

Таким чином, можна підсумувати, що в країнах Європи, з одного боку, посилюються тенденції зростання державного регулювання ринку цінних паперів, проте з іншого – віддається належне значення саморегульованим організаціям фондового ринку, які покликані допомогти державі в забезпеченні ефективного функціонування ринку цінних паперів. Найголовніше те, що розробляється прозора схема залучення іноземних інвестицій з установленням надійного пакета гарантій і здійснюється підтримка вітчизняних інвесторів. Крім того, оскільки серед указаних країн Європи більше йдеться про країни ЄС, державні органи приділяють достатньо уваги тому, щоб національне регулювання ринку цінних паперів відповідало вимогам ЄС.

Якщо брати до уваги Україну, то О. Близнюк та І. Шевчук вважають, що механізм державного регулювання фондового ринку можна подати у вигляді сукупності трьох груп взаємопов'язаних структурних елементів, а саме: 1) правове та нормативне забезпечення, яке включає законодавчі та нормативні акти загальнодержавного та місцевого значення; 2) система органів та інституцій державного управління та регулювання; 3) економічні важелі та фінансово-кредитні інструменти впливу держави на діяльність фондового ринку [4, с. 108–109].

Сьогодні державі відведена активна роль у сфері регулювання ринку цінних паперів: вона має сприяти формуванню привабливого інвестиційного клімату, удосконалити законодавство й лібералізувати регулювання на ринку цінних паперів, розвивати ринки державних, муніципальних цінних паперів, а також цінних паперів підприємств, підтримуваних державою. Сприяння розвитку фондового ринку може здійснюватися державою через систему адміністративної підтримки й економічного стимулювання [5, с. 270].

Основним нормативним актом, що регламентує державне регулювання фондового ринку в Україні, є Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», який був прийнятий ще в 1996 р. Відповідно до нього державне регулювання ринку цінних паперів – це здійснення державою комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів і їх похідних і запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері [6].

Державне регулювання фондового ринку в Україні здійснюватиметься шляхом прийняття законодавчих та інших нормативних актів, ліцензування й контролю за діяльністю фондового ринку. Із метою забезпечення єдиної державної політики в цій сфері в Україні створено спеціальний державний орган – Національну комісію із цінних паперів і фондового ринку (далі – НКЦПФР).

НКЦПФР є державним колегалічним органом, підпорядкованим Президенту України та підзвітним Верховній Раді України. НКЦПФР утворюється в складі Голови Комісії та шести членів Комісії, які призначаються та звільняються з посад згідно з указами Президента України. НКЦПФР розробляє й затверджує нормативні акти й акти законодавства, обов'язкові для виконання центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їх об'єднаннями, а також контролює їх виконання з питань, що належать до її компетенції.

Відповідно до Положення про Національну комісію із цінних паперів і фондового ринку, НКЦПФР здійснює державне регулювання фондового ринку шляхом формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку й функціонування ринку цінних паперів і похідних (деривативів) в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів; координації діяльності державних органів із питань функціонування в Україні ринку цінних паперів і похідних (деривативів); здійснення державного регулювання та контролю за емісією й обігом цінних паперів і похідних

(деривативів) на території України; захисту прав інвесторів шляхом здійснення заходів щодо запобігання й припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів і законодавства про акціонерні товариства, застосування санкцій за порушення законодавства в межах своїх повноважень; сприяння розвитку ринку цінних паперів і похідних (деривативів); узагальнення практики застосування законодавства України з питань емісії (випуску) та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення; здійснення державного регулювання та контролю у сфері спільного інвестування; здійснення в межах компетенції державного регулювання та контролю у сфері накопичувального пенсійного забезпечення; здійснення в межах компетенції державного регулювання й нагляду у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму; здійснення в межах компетенції заходів щодо запобігання й протидії корупції; здійснення в межах повноважень, визначених законодавством, нагляду на консолідованій і субконсолідованій основі за небанківськими фінансовими групами та їх підгрупами [7].

Якщо говорити про державне регулювання фондового ринку в Україні загалом, а не тільки на прикладі діяльності НКЦПФР, то відповідно до Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України воно здійснюється в таких напрямках: забезпечення обов'язкового оприлюднення всієї суттєвої інформації про ринок цінних паперів (умови випуску й обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності, стан управління діяльністю емітента, обсяг, характер і тенденції в торгівлі цінними паперами тощо); ліцензування й регулювання діяльності фінансових посередників, зокрема й тих, які займаються довірчою діяльністю на фондовому ринку; нагляд за її здійсненням, установлення економічних нормативів щодо адекватності власних фінансових ресурсів посередників, обсягу й характеру операцій, що ними проводяться; нагляд за діяльністю організованих систем торгівлі цінними паперами, установлення в разі потреби обов'язкових для виконання правил торгівлі, контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на ринку цінних паперів; притягнення до адміністративної та кримінальної відповідальності осіб, які використовують внутрішню інформацію (тобто ту, яка не була оприлюднена) із метою отримання доходу чи запобігання збиткам за операціями із цінними паперами; забезпечення прав власників цінних паперів, насамперед пайових (доступ до фінансової звітності емітентів, участь в управлінні (реалізація права голосу, безперешкодне та швидке засвідчення прав власності на цінні папери тощо)) [8].

Незважаючи на відносно тривале існування в Україні системи органів державної влади, які регулюють

ринку цінних паперів із відповідним нормативно-правовим забезпеченням, досягти ефективного перерозподілу інвестиційного капіталу в масштабах усієї держави та її окремих регіонів так і не вдається. Не виходить також залучати іноземні інвестиції за рахунок вітчизняних цінних паперів. Важливим чинником, який породжує ці проблеми, є економічний фактор, що загалом показує економічну нестабільність України на тлі збанкрутілих підприємств і зростаючої заборгованості. Проте одним зі стимулюючих факторів розвитку ринку цінних паперів є ефективне законодавство, яке б забезпечувало інтереси всіх учасників цього ринку (як емітента, так і інвестора). Розробленням цього законодавства повинна зайнятися держава. Хоча Україна ще не є членом ЄС, узгодження внутрішнього законодавства у сфері фондового ринку з європейськими вимогами має стати пріоритетним завданням. Проте, як зазначають окремі фахівці, замість повноцінної імплементації європейських норм до парламенту регулярно подаються законопроекти-субститути, які характеризуються досить вибірковою імплементацією норм, пов'язаних із регулюванням фондового та пов'язаних ринків. За поданими до парламенту законопроектами по експоненті виростають повноваження національного регулятора. Так, регулятор отримує право проводити не перевірки (як у стандартах IOSCO), а повномасштабні розслідування, вимагати пояснень у всіх підряд (від держорганів до будь-яких фізичних і юридичних осіб – як сторін реальних угод, так і тих, хто просто має намір їх укласти, а також усіх, хто що-небудь знає про такі угоди), вимагати будь-які матеріали в операторів і провайдерів комунікацій (скріншоти, аудіо, відео, фото, електронну переписку) [9].

Висновки. Важливими завданнями державного регулювання ринку цінних паперів є забезпечення дотримання обміну між основними учасниками фондового ринку достовірною інформацією, на підставі якої буде оцінюватися привабливість і перспективність вітчизняних проектів для інвесторів, насамперед іноземних. Запровадження дієвої системи виявлення та недопущення несумлінних гравців на фондовий ринок покращить рівень інвестиційної привабливості економіки України на міжнародній арені, що є запорукою економічного зростання в довгостроковій перспективі в умовах інтернаціоналізації господарського життя. За допомогою ринку цінних паперів держава може впливати на фінансове забезпечення таких галузей народного господарства, які мають важливе соціальне (будівництво житла, охорона здоров'я, освіта тощо) або економічне значення (розвиток важливих галузей промисловості та сільського господарства). Із державною підтримкою інвестицій можна реалізувати проекти загальнонаціонального значення, затрати та строки окупності яких для приватного бізнесу нецікаві.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Клессенс С., Джанков С., Клінгбель Д. Фондові ринки у країнах з перехідною економікою. Україна. Фінансовий сектор: нова стратегія реформ: Матеріали міжнародної конференції. Київ, 2000. 275 с.
2. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. к. е. н. О. Кіреєва, к. е. н. М. Шаповалової та к. е. н. Н. Гребеник. Київ: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.
3. Раделицький Ю. Державне регулювання ринку фінансових інвестицій: зарубіжний досвід і національні реалії. Науковий Вісник НЛТУ України: Збірник науково-технічних праць. 2009. Вип. 19.13. С. 242–248.
4. Близнюк О., Шевчук І. Роль державного регулювання в механізмі розвитку фондового ринку України. Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг. 2012. Вип. 1(2). С. 107–114.
5. Калюга О. Державне регулювання фондового ринку в Україні: проблеми і шляхи вирішення. Теорія та практика державного управління. 2012. Випуск 2(37). С. 270–276.
6. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України № 448/96-ВР від 30 жовтня 1996 р. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80> (дата звернення: 28.03.2018).
7. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1063/2011. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/en/1063/2011> (дата звернення: 29.03.2018).
8. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України: Постанова Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. № 342/95-ВР. Відомості Верховної Ради України. 1995. № 33. Ст. 257.
9. Кошовий О. Труднощі перекладу. Дзеркало тижня. 31 березня 2018 р. URL: https://dt.ua/macrolevel/trudnoschi-perekladu-273735_.html (дата звернення: 04.04.2018).