

В. І. ПОЛЮХОВИЧ. ПИТАННЯ УДОСКОНАЛЕННЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНВЕТОРІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Досліджуються питання правового регулювання діяльності інвесторів на фондовому ринку України.

Ключові слова: *інвестор на фондовому ринку, класифікації інвесторів.*

Исследуются вопросы правового регулирования деятельности инвесторов на фондовом рынке Украины.

Ключевые слова: *инвестор на фондовом рынке, классификация инвесторов.*

Considers questions of legal regulation of activity of investors in the share market of Ukraine.

Key words: *the investor in the share market, classification of investors.*

Інвестори є тими учасниками фондового ринку, діяльність яких є основним джерелом фінансових ресурсів. Вони виступають особами, що поставляють на ринок цінних паперів фінансовий капітал шляхом вкладання в цінні папери. При цьому за характером інтересів вони є антагоністами емітентів на фондовому ринку. Зокрема, основні цілі інвестування в цінні папери зводяться до забезпечення: збереження вкладень, їхньої прибутковості, росту та ліквідності активів¹. Констатація в статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» мети у вигляді одержання прибутку/доходу в результаті інвестування породжує питання про те, чи є інвестиційна діяльність на фондовому ринку підприємницькою². Якщо ми безумовно визнаємо діяльність інвесторів на ринку цінних паперів підприємницькою, то в будь-якої особи, що набуває права власності на цінний папір, виникає необхідність реєструватися як підприємець. Водночас, в статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» до складу інвесторів віднесено фізичних та юридичних осіб як резидентів, так і нерезидентів, що, до речі, невідрізняє від переліку суб'єктів інвестиційної діяльності визначений в статті 5 Закону України «Про інвестиційну діяльність», де передбачено також держави в якості інвесторів. Проте у будь-якому випадку представляється логічним, що інвестиційна діяльність на фондовому ринку має статус підприємницької лише у випадку прямої вказівки на це в законі. До того ж в статті 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність» в якості результатів інвестування визначається крім отримання прибутку (доходу) також досягнення соціального ефекту. Відповідно в розумінні статті 42 Господарського кодексу України підприємницькою діяльністю на фондовому ринку є лише діяльність інституційних інвесторів, а інші суб'єкти інвестиційної діяльності отримують дохід на невідприємницькій основі. А тому у визначенні терміну «інвестори в цінні папери» в абзаці третьому статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» необхідно в якості мети інвестування також зазначити досягнення соціального ефекту. Там же йдеться про інвесторів, що набувають права власності на будь-які цінні папери без виокремлення їх видів. На нашу думку, тут також необхідним є уточнення, адже інвестування за своїм юридичним та економічним змістом передбачає не просто факт отримання будь-якого цінного паперу, а процес вкладання коштів з певною метою, про що зазначено вище. Наприклад, суто інвестиційною діяльністю є

© ПОЛЮХОВИЧ Валерій Іванович – кандидат юридичних наук, старший науковий співробітник Інституту держави і права ім. В.М. Корецького НАН України

придбання акцій, інвестиційних сертифікатів. Придбання облігацій в цілому також може вважатись інвестиційною діяльністю, а навпроти, отримання векселя ніяких ознак інвестиції не має. Більше того інвестиційна діяльність на фондовому ринку є по суті похідною від діяльності емітента, що згідно закону здійснює випуск емісійних цінних паперів. А договірні відносини на ринку цінних паперів прямо чи опосередковано зводяться до відносин емітент – інвестор. Тому у визначенні терміну інвестори на фондовому ринку необхідно вести мову лише про емісійні цінні папери, а не загалом.

Виходячи із зазначеного автором пропонується внести наступні зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», а саме перше речення абзацу 3 статті 2 Закону викласти в наступній редакції:

«Інвестори на фондовому ринку – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, а також держава в особі уповноважених органів, які здійснюють вкладення власних, позичкових, залучених грошових коштів, інших активів та набувають права власності на емісійні цінні папери з метою отримання прибутку (доходу) та/або досягнення соціально-економічного ефекту з набуттям відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства».

Із змісту запропонованого визначення терміну випливає ряд ознак правової категорії «інвестор на фондовому ринку»:

- особливий характер діяльності – вкладення власних, позичкових або залучених коштів, активів (інвестування) у певні об'єкти;
- особливий об'єкт подібного вкладення – емісійні цінні папери;
- специфічна спрямованість та характерна мета діяльності – володіння на праві власності цінними паперами й одержання прибутку (доходу) на основі цього та/або досягнення іншого корисного соціально-економічного ефекту від інвестування (в тому числі збереження коштів від інфляції, сприяння розвитку економіки в цілому й ін.).

При розгляді інвестора як учасника операцій на фондовому ринку неодмінно постає питання відмежування його правового положення від іншого суб'єкта ринку – дилера, правове регулювання діяльності якого якого докладно буде розглянуто нижче. Відповідно до пункту 2 статті 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», 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. І при такій характеристиці дилер на перший погляд суттєво не відрізняється від інвестора, наприклад, пайового інвестиційного фонду в особі компанії з управління активами. Однак відмінності мають місце. Це проявляється в тому, що на здійснення своєї діяльності по купівлі-продажу цінних паперів дилер повинен мати відповідну ліцензію. Крім того, законом закріплено тверді вимоги до розміру статутного капіталу дилера. Посадові особи дилера повинні мати відповідні сертифікати, що підтверджують їхню компетенцію. Різний і характер діяльності цих суб'єктів. У ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» встановлено виключно професійний характер діяльності дилера. Це його основний вид діяльності, він одержує свій дохід саме від купівлі-продажу цінних паперів, діючи за принципом «дешевше купити, дорожче продати». Інвестор лише у випадку діяльності компанії з управління активами інвестиційних фондів здійснює виключно професійну діяльність на фондовому ринку та до його діяльності застосовуються аналогічні вимоги законодавства, в інших випадках навіть маючи статус інституційного інвестора він не є професіоналом, а тому на нього не поширюються відповідні вимоги та обмеження. Дилера на відміну від інвестора, його не ціка-

вить одержання дивідендів по акціях, відсотків по облігаціях або можливість консолідації контрольного пакета акцій з метою придбання контролю над підприємством. Діяльність дилера носить посередницький характер і по своїй економічній та правовій суті кардинально відрізняється від інвестиційного характеру діяльності інвестора.

Запропоноване нами визначення терміну є спробою в найбільш загальному виді врахувати єдині особливості всіх можливих інвесторів на ринку цінних паперів і передбачає подальшу деталізацію стосовно до окремих їх видів. При цьому необхідно враховувати, що основними інтересами інвестора на противагу іншим учасникам фондового ринку є інвестування в цінні папери при наступних умовах:

- одержання максимального доходу й мінімізація витрат від операцій із цінними паперами;
- максимальний доступ до інформації про емітента та максимальне розширення рамок відповідальності емітента по цінних паперах, що ним випускаються;
- наявність державного контролю та нагляду за діями емітента та діючими в його інтересах професійними учасниками;
- наявність компенсаційних механізмів та зниження ризику інвестування.

Все це зумовлює особливий підхід до правового регулювання статусу інвесторів як з метою додаткових заходів по захисту їхніх прав. Адже за своїм юридичним змістом категорія «інвестор» є самою об'ємною в порівнянні з іншими учасниками фондового ринку. Наприклад, якщо категорія «емітент» є властивою суто фондовому ринку і дістала чітке нормативне визначення та регулювання в межах правового регулювання відносин на ринку цінних паперів, то інвестування в цінні папери є лише одним із напрямів інвестиційної діяльності взагалі, а склад суб'єктів інвестиційної діяльності набагато різноманітніший. У цьому випадку, як справедливо відзначає І.В. Редькін, термін «інвестор» використовується «для визначення будь-якої особи, що має юридичну можливість брати участь у ринкових відносинах по придбанню емісійних цінних паперів»³. Як наслідок до інвесторів належать зовсім різні за характером і цілями діяльності суб'єкти – звичайні громадяни, інвестиційні фонди, страхові компанії й ін. Все це вимагає диверсифікованості правового регулювання їхнього правового статусу й різних правових підходів до змісту регулюючого впливу держави.

Необхідно відзначити, що чітко визначена видова система інвесторів в чинному законодавстві відсутня. Існують окремі нормативні акти, які встановлюють вимоги до різних осіб, що інвестують в цінні папери. Так, в другому реченні абзацу третього статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дається перелік інституційних інвесторів, але безпосереднє визначення цього терміну, його співвідношення з терміном «інвестори в цінні папери» відсутнє.

У юридичній науці більшість авторів всіх інвесторів розділяють залежно від характеру їхньої діяльності на звичайних (роздрібних) та інституціональних, під якими розуміють організації – фінансові посередники будь-якого типу – організації на відміну від фізичних осіб, в тому числі і ті, що зобов'язані відповідно до нормативних актів інвестувати залучені кошти в цінні папери (пенсійні фонди, страхові й кредитні організації, інвестиційні фонди)⁴. Більш широкий підхід можна зустріти в І.В. Редькіна⁵ та Я.М. Миркіна⁶, що виділяють три групи інвесторів: інституційні – суб'єкти підприємницької діяльності на фондовому ринку, що здійснюють інвестиції в цінні папери (інвестиційні фонди, страхові компанії, банки й ін); корпоративні – юридичні особи, що є суб'єктами звичайного підприємництва й виходять на даний ринок як інвестори для задоволення власних

економічних інтересів; індивідуальні – громадяни, що не є підприємцями, а з точки зору задоволення їхніх інтересів на ринку розглядаються як споживачі.

У цілому, погоджуючись із наведеними позиціями, вважаємо за необхідне запропонувати авторську класифікацію. На нашу думку, сукупність інвесторів на ринку цінних паперів залежно від їх правового статусу та змісту діяльності має у своєму складі наступні угруповання:

1. Держава Україна в особі уповноважених органів – основний інвестор в країні, що формує та є власником базових для економіки господарюючих суб'єктів. Прикладами можуть бути такі системоутворюючі акціонерні компанії як ПубАТ «Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України», ПубАТ «Державна акціонерна компанія «Автомобільні дороги України» тощо. Так, Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» була створена згідно постанови Кабінету Міністрів України, а 100 відсотків акцій компанії знаходяться у власності держави в особі Мінпаливенерго⁷. Проте, на нашу думку, в даному випадку має місце інвестування не за економічним, а за юридичним змістом, що є фактично та швидше формою акціонування державної власності, ніж здійсненням безпосередніх інвестицій держави.

2. Інституційні інвестори – суб'єкти, на яких нормативними актами покладено обов'язок частину активів інвестувати в певні цінні папери. Проте вони в свою чергу за своїм характером розподіляються на дві категорії:

а) інституційні професійні інвестори – для них інвестування власних і залучених коштів є єдиним (виключним) видом діяльності, здійснюваною на професійній основі. Цей вид інвестування є одним з різновидів професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління активами інституційних інвесторів, яку здійснюють компанії з управління активами (КУА). До суб'єктів інвестиційної діяльності на фондовому ринку відносяться інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), а також створені відповідно до Указу Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19 лютого 1994 року № 55/94 закриті інвестиційні фонди, закриті взаємні фонди інвестиційних компаній до закінчення строку їх діяльності;

б) інституційні непрофесійні інвестори – їхня діяльність на фондовому ринку є підприємницькою, але не є виключною. Участь на ринку цінних паперів як інвесторів є лише засобом для реалізації іншої, основної діяльності – як підприємницької (страхові компанії), так і некомерційної (недержавні пенсійні фонди). Саме тому, на наш погляд, даних учасників варто окремо виділяти, тим більше що вимоги, що застосовує до них законодавець, специфіка їхнього правового статусу різна. Відповідно визначений у статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» єдиний перелік інституційних інвесторів ми розділяємо за формою їх участі на фондовому ринку – професійною та виключною чи факультативною та невиключною.

3. Індивідуальні інвестори також розподіляються нами на дві категорії:

а) корпоративні інвестори – нефінансові організації – юридичні особи, а також індивідуальні підприємці, для яких інвестування в цінні папери не зумовлено нормативним обов'язком і носить переважно випадковий характер. За своїм правовим статусом на фондовому ринку вони близькі до індивідуальних інвесторів – фізичних осіб, але, з огляду на, що дані суб'єкти як правило є підприємцями, до них застосовуються відповідні норми господарського законодавства і, в свою чергу, не поширюється механізм захисту прав, передбачені для громадян;

б) фізичні особи, що не є суб'єктами підприємництва, для яких інвестування

власних коштів також має лише опосередкований характер. Вони не є суб'єктами підприємницького ризику, але виступають носіями ризиків, пов'язаних з інвестиційною активністю на ринку цінних паперів. У зв'язку з цим держава повинна нормативно встановлювати для них особливу систему забезпечення їх інтересів, в тому числі, компенсаційні процедури відшкодування збитків.

В узагальненому вигляді, на наш погляд, запропоновану класифікацію можливо звести до розподілу інвесторів на первинних, до складу яких широкому розумінні входять держава в особі уповноважених органів та індивідуальні інвестори, а також на вторинних – інституційних професійних та непрофесійних інвесторів, які на ринку цінних паперів інвестують не стільки власні кошти, а в першу чергу залучені ресурси первинних інвесторів.

Визначені види інвесторів відрізняються цілями, правовим статусом, характером інвестиційної діяльності. Тому вважаємо, що наведені обставини вимагають внесення до законодавства доповнень у частині визначення розмежування основних видів інвесторів на фондовому ринку. Вважаємо, що здійснення запропонованих заходів справить позитивний вплив на підвищення рівня захисту інвестицій та гарантій прав інвесторів на фондовому ринку, а відповідно росту довіри до його механізмів у рядового інвестора, що стане додатковим стимулом для використання цінних паперів як засобу інвестування, підвищення динаміки фондового ринку.

1. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 233. 2. *Хозяйственное право: Курс лекций / Под ред. В.С. Мартымянова.* – М., 2007. – Т. 2. – С. 153-154. 3. *Редькин И.В.* Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг. – М.: ФИД «Деловой экспресс», 2007. – С. 39. 4. *Рубцов Б.Б.* Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Изд-во «Экзамен», 2002. – С. 89; *Бердникова Т.В.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: ИНФРА-М, 2003. – С. 113. 5. *Редькин И.В.* Цит. работа. – С. 41. 6. *Миркин Я.М.* Цит. работа. – С. 324. 7. *Про утворення Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України»:* Постанова Кабінету Міністрів України № 747 від 25.05.1998 р. // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=747-98-%EF>.