

УДК 343.359.2 : 336.761

Щербина А.Г.

ІННОВАЦІЇ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ЩОДО ТОРГІВЛІ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

У статті розглянуті основні зміни у законодавчих актах щодо державного регулювання фондового ринку в Україні на сучасному етапі. Досліджена проблематика податкового законодавства, відсутності механізмів регулювання ринку деривативів, залучення інвестицій фізичних осіб на ринок цінних паперів, організації ринку РЕПО та перспектив розвитку ринку ІСІ.

Ключові слова: державне регулювання, фондовий ринок, податки, інвестиції, деривативи, РЕПО, інститути спільного інвестування.

Постановка проблеми. Однією з найбільш гострих проблем українського фондового ринку є необхідність вдосконалення його регулювання відповідно до процесів ринкових перетворень в країні. Побудова ефективного фондового ринку потребує інноваційних підходів до вирішення наявних проблем. У законодавчому процесі в Україні інновації, на жаль, переважно мають стихійний негативний вплив на функціонування різних сегментів економіки. Таку думку висловили консультанти USAID [15] при розгляді норм законів щодо регулювання і функціонування ринку цінних паперів. Аналіз рекомендацій американської асоціації вказує на їх позицію, що українському регулятору не слід створювати законодавчі акти, що не мають своїх аналогів у світі і переважно заважають розвитку ефективного ринку в Україні, а, навпаки, проводити залучення у законодавчий процес досвіду та практики реалізації правових актів за світовими стандартами.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження вітчизняних науковців – В. Бондарчук, О. Кіктенко, О. Пилипенко, Ю. Раделицький, О. Слободян, А. Федоренко, В. Федосов – вказують на наявність низки проблем у сучасному розвитку фондового ринку, які не здатні до саморегулювання ринковим механізмом, а потребують активізації державного регулювання. Серед проблемних питань дослідники виділяють: нерозвиненість матеріальної бази, регулятивної та інформаційної інфраструктури, реєстраційної, депозитарної і клірингової мереж; невідповідність біржової торгівлі світовим тенденціям; недостатня капіталізація фондового ринку; відсутність єдиного центрального депозитарію; нестабільність податкового законодавства; проблема захисту права власності; відсутність привабливого інвестиційного та підприємницького клімату в країні та ін.

Отже, аналіз стану правового регулювання в інвестиційній сфері України свідчить про те, що інвестиційне законодавство потребує подальшого аналізу та вдосконалення, адже, враховуючи розгалужену систему правових актів, говорити про цілісну і взаємоузгоджену систему законодавства наразі передчасно. Національне законодавство у сфері регулювання інвестиційної діяльності нестабільне, нормативно-правова база зазнає постійних змін,

оскільки в процесі її формування одні нормативно-правові акти приймаються, інші відміняються або їх положення знаходять своє відображення в інших нормативно-правових актах.

Мета статті. Аналіз ефективності реформування законодавства України у питаннях функціонування фондового ринку на сучасному етапі та розробка рекомендацій щодо його удосконалення.

Виклад основного матеріалу. Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [4] 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.

Регулятивна структура українського ринку цінних паперів має свої особливості. Характерною її ознакою є активне втручання держави і слабкий нагляд, а також непорозуміння в законодавчих основах функціонування ринку фінансових інвестицій [16]. Державне регулювання ринку цінних паперів забезпечується нормами цивільного, господарського, податкового, валютного, банківського, фінансового, митного й земельного законодавства, правовими актами про приватизацію, цінні папери та фондовий ринок тощо.

Найістотніші зміни за останні роки торкнулися податкового законодавства, в тому числі норм оподаткування доходу від інвестицій на ринку цінних паперів.

Прийняття Податкового кодексу наприкінці 2010 року стало революційним кроком до подальшого розвитку фінансового ринку і внесло різкі корективи в умови роботи на фондовому ринку України.

Податковий кодекс України містить багато важливих і корисних деталей, зокрема регламентує оподаткування інвестиційних операцій фізичних осіб, відносячи цінні папери, корпоративні права й деривативи до інвестиційних активів [10]. Відповідно до статей п. 8 ст. 153 для юридичних осіб і п. 2 ст. 170 для фізичних осіб Податкового кодексу України облік загального фінансового результату операцій з інвестиційними активами ведеться платником податку самостійно, окремо від інших доходів і витрат. Це важлива норма, яка поліпшує функцію моніторингу з боку державних податкових органів операцій з інвестиційними активами фізичних і юридичних осіб.

Серед основних змін у податковому законодавстві слід виділити поліпшення режиму оподаткування інвестиційних доходів фізичних осіб. Податковий кодекс містить низку «звільнень» від оподаткування доходів фізичних осіб сум, інвестованих в корпоративні права, та в окремих випадках нарахованих дивідендів, а також передбачає застосування спеціальної ставки податку (5%) щодо певних видів інвестиційних доходів. Особливо сприятливою для учасників фондового ринку є стаття 167, яка регламентує зниження ставки податку при отриманні дивідендів із 15% до 5% (для нерезидентів вона збережена на рівні 15%). Раніше такі доходи оподатковувалися за сумарною ставкою 40% (25% податку на прибуток і 15% податку на доходи фізичних осіб) [13].

Варто відзначити, що зниження ставки оподаткування дивідендів є дуже доречним, враховуючи низький стан корпоративної культури емітентів та відношення до міноритаріїв. Найбільш доходними дивідендними цінними паперами на «Українській біржі» вважаються: «Укрнафта», «Південий ГЗК», «Центральний ГЗК», «Полтавський ГЗК», «Запоріжтрансформатор», «Харцизький трубний завод» та ін..

Стаття 167 також передбачає зменшення втричі, до 5%, податку з доходу, який виплачує компанія з управління активами (КУА) клієнтам інвестиційних фондів, а також податку на доходи у вигляді відсотків (дисконту), отриманих власниками облігацій від їхніх емітентів. Документ містить і позитивне нововведення для іноземних інвесторів – зрівняння ставки оподаткування доходів від інвестицій (на рівні 15%) нерезидентів та резидентів (раніше нерезиденти повинні були платити вдвічі більше).

Усі інші види доходів інвестора – фізичної особи оподатковуються за ставкою 15 (та 17) відсотків, яка є однією з найнижчих у світовій практиці.

Варто додати, що запропонована НКЦПФР «Програма розвитку фондового ринку України на 2012-2015 роки» [14] передбачає стратегію стимулювання участі роздрібних інвесторів на фондовому ринку, зокрема встановлення єдиних підходів до оподаткування доходів фізичних осіб від інвестиційних активів та застосування спеціальної ставки податку 5% щодо доходів, отриманих за операціями з цінними паперами та від володіння ними (інвестиційний прибуток, дивіденди, проценти та ін.).

Наступним проблемним питанням є формула розрахунку інвестиційного прибутку від операцій на ринку цінних паперів для фізичних осіб. Згідно з п. 2 ст. 170 чинного Податкового кодексу України інвестиційний прибуток розраховується як позитивна різниця між доходом, отриманим платником податку від продажу окремого інвестиційного активу, та його вартістю, що визначається із суми витрат на придбання такого активу.

Звернемо увагу на те, що у нормах кодексу до витрат фізичної особи – інвестора не віднесено витрати комісійних, що сплачують фізичні особи на брокерське і депозитарне обслуговування, без яких інвестори не можуть здійснювати операції з інвестиційними активами [13]. Як наслідок, професійні учасники фондового ринку ДКЦПФР та Міністерство фінансів України затвердили «Методику визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні функцій податкового агента» [8], згідно п.п. 3.11 якої передбачено, що доходи за операціями з цінними паперами зменшуються на суму додаткових фактично сплачених витрат, пов'язаних із отриманням такого доходу. До таких витрат віднесені: комісія торговця цінними паперами, біржовий збір, вартість депозитарних послуг та послуг реєстроутримувача, вартість банківських послуг, сплачених у зв'язку із здійсненням операцій із цінними паперами.

Витрати на придбання інвестиційного активу включають документально підтверджені первинними документами суми компенсації вартості інвестиційного активу (в тому числі витрати, понесені шляхом обміну на інший

інвестиційний актив) та інші витрати з урахуванням норм затвердженої Методики.

Відповідно до Податкового кодексу, якщо протягом звітного періоду витрати, понесені у зв'язку з придбанням цінних паперів і деривативів, перевищують доходи, отримані від їх продажу, то від'ємний фінансовий результат переноситься на зменшення фінансових результатів від операцій з цінними паперами або деривативами такого ж виду майбутніх звітних періодів. Якщо ж доходи перевищують витрати, то прибуток включається до складу доходів платника за результатами такого звітного періоду.

Документальним підтвердженням (первинним документом) доходів та витрат за операціями з інвестиційними активами, укладеними в електронній формі на фондовій біржі для платника податку, є звіт торговця цінними паперами (брокера), який формується на базі біржового звіту та договору [8]. При цьому професійний учасник ринку цінних паперів має виступати податковим агентом своїх клієнтів, що здійснюють операції на фондовому ринку.

Щодо ефективності надання торгівцю цінними паперами функції податкового агента – це питання є дискусійним вже тривалий час. Доцільно, що професійний учасник ринку має бути податковим агентом для своїх клієнтів, оскільки такий спосіб адміністрування податку на доходи фізичних осіб є найбільш ефективним у національній системі оподаткування інвестиційного прибутку. Однак, механізм, з яким податковий агент згідно з чинним законодавством може виконувати свої функції, є неефективним і викликає багато нарікань.

Згідно з Податковим кодексом України, торговці цінними паперами зобов'язані бути податковими агентами в усіх випадках, коли фізична особа користується їх послугами з 1 січня 2012 року. Основною функцією податкового агента згідно зі статтею 170 Податкового кодексу є визначення об'єкта оподаткування під час виплати платникові податку доходу за придбані у нього інвестиційні активи. При цьому професійний учасник виступає податковим агентом незалежно від наявності окремого договору з платником податку про виконання торговцем функцій податкового агента. Однак особливості виконання професійним торговцем цінними паперами функцій податкового агента безпосередньо в кодексі не розкриті. Вихід із ситуації було знайдено через прийняття «Методики визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні ним функцій податкового агента» [8].

Звернемо увагу на найбільш проблемні питання діяльності податкових агентів на ринку цінних паперів.

По-перше, торговець як сторона договору купівлі-продажу інвестиційних активів одночасно з виплатою інвестиційного доходу здійснює нарахування, утримання та сплату податку з інвестиційного прибутку платника податку за рахунок доходу такого платника. Враховуючи той факт, що платник податку повинен декларувати свої доходи чи збитки від операцій з інвестиційними активами за підсумками року, виникає ефект перенесення моменту сплати

податку за наслідками декларування річного оподаткованого доходу на момент виплати (нарахування, надання) доходу за кожною операцією з продажу окремого інвестиційного активу. Таким чином, інвестор змушений розраховуватися з бюджетом не за наслідками звітного (податкового) року, а значно раніше – у момент отримання доходу у межах звітного року. І якщо раніше проблем у цьому випадку не виникало, оскільки податкові зобов'язання платника податку обчислювалися ним самостійно за наслідками річного декларування прибутків та збитків від операцій з інвестиційними активами, то з упровадженням інституту податкового агента оподаткування прибутку почало здійснюватися в момент виплати (нарахування) доходу, тоді як інвестиційні збитки, як і раніше, враховуються платником податку за підсумками звітного року.

По-друге, часу на підготовку спеціалістів професійних учасників щодо надання послуг податкового агента майже не було. Перед компаніями-брокерами постала необхідність доопрацювання системи обліку бек-офісів так, щоб крім обліку всіх здійснюваних операцій на підставі брокерського звіту можна було розраховувати й базу оподаткування.

По-третє, як податковий агент торговець по суті перетворюється у міні-бухгалтерію для кожного платника податку. Виконання функцій податкового агента призводить до значного збільшення облікових, розрахункових та контрольних операцій, пов'язаних з підтвердженням понесених платником податку витрат, визначенням інвестиційного прибутку, обчисленням бази оподаткування, нарахуванням, утриманням та сплатою податку, інформаційного забезпечення платника податку, архівуванням первинних, розрахункових та звітних документів [18]. Таким чином, значне збільшення адміністративних витрат, пов'язаних з виконанням торговцем функцій податкового агента, згодом перекладеться на інвестора.

Що стосується оподаткування прибутку від інвестиційної діяльності юридичних осіб, то Податковий кодекс містить низку позитивних норм. Дієвим стимулом інвестиційної діяльності є виключення з переліку об'єктів оподаткування податком на додану вартість (ПДВ) операцій з цінними паперами та більшості видів професійної діяльності на фондовому ринку як сфери, де додана вартість не створюється.

Згідно зі статтею 196 Податкового кодексу не є об'єктом оподаткування операції з:

- випуску, розміщення в управління, продаж за кошти, обмін, викуп та погашення цінних паперів;
- розрахунково-клірингової діяльності;
- реєстраторської діяльності;
- депозитарної діяльності;
- діяльності з управління активами;
- надання комісійних (брокерських, дилерських) послуг з торгівлі та/або управління цінними паперами;
- грошових виплат фондовим біржам або їх членам у зв'язку з організацією та торгівлею цінними паперами і деривативами;

-виплати дивідендів грошима або цінними паперами.

Безсумнівно, прийняття Податкового кодексу усунуло низку диспропорцій в податковому законодавстві, в т.ч. у питаннях, пов'язаних з ринком цінних паперів. Однак, звертаємо увагу, що чинні норми кодексу зараз перебувають у стані постійного реформування, що аж ніяк не поліпшує інвестиційну привабливість фондового ринку України. Наприклад, 20 листопада 2012 року Верховною Радою було прийнято Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів» [3], поданий Податковою державною адміністрацією, який містить норми (пункт 15 про зміни у статті 215 ПКУ) щодо збільшення доходів держбюджету за рахунок оподаткування операцій з цінними паперами на позабіржовому ринку:

-акцизом у розмірі 3% від суми операції з продажу цінних паперів поза фондовою біржею, що не перебувають у біржовому реєстрі;

-акцизом у 0,1% від суми операції з продажу поза фондовою біржею цінних паперів, що перебувають у біржовому реєстрі;

-податком у 5 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян за укладений дериватив (контракт) поза фондовою біржею.

Вказані нововведення націлені на зниження частки позабіржового ринку в Україні, оскільки проводити операції з цінними паперами не на організованому фондовому ринку для торговця цінними паперами стане значно дорожче. Разом з тим, можна припустити, що збільшення доли малоліквідних або, іншими словами, «сміттєвих» паперів у біржових списках організаторів торгів не є вирішенням проблеми.

Щодо питання оподаткування операцій з деривативами, то основні питання стосуються об'єкту оподаткування доходів фізичних осіб та сальдування прибутку юридичних осіб.

У першому випадку лише із затвердженням «Методики визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні функцій податкового агента» було визначено, що при розрахунку інвестиційного прибутку від операцій з деривативами доходом платника податку згідно з п.п. 4.4 [8] вважається позитивна (отримана) варіаційна маржа, а витратами, що зменшують такий інвестиційний прибуток, – від'ємна (сплачена) варіаційна маржа. Згідно з п.п. 4.5 Методики до складу отриманих разових виплат, що належать до доходу, який включається до інвестиційного прибутку платника податку, належать отримані премії за опціонами та інші отримані разові виплати, що передбачені умовами ф'ючерсного контракту чи опціону. До складу сплачених разових виплат, що відносяться до витрат платника податку за операціями з деривативами, належать сплачені суми премій за опціонами та інші сплачені разові виплати, що передбачені умовами ф'ючерсного контракту чи опціону.

Згідно з документом, варіаційна маржа – результат переоцінки біржового деривативу, що розраховується фондовою біржею або кліринговою установою за результатами кожного торговельного дня відповідно до специфікації

деривативу та може бути позитивним, якщо від операції з таким інструментом у поточний момент очікується дохід, або від'ємним, – якщо очікується збиток.

У другому випадку не врахована в Податковому кодексі пропозиція біржовиків щодо сальдування доходів юридичних осіб, отриманих від операцій з цінними паперами та деривативами. Строковий ринок дає можливість хеджувати ризики від торгівлі цінними паперами, особливо це актуально для маркет-мейкерів. Тому пропозиція професійних учасників полягала в тому, щоб юридичні особи могли сальдувати фінансовий результат від операцій з усіма видами цінних паперів і деривативів [10]. При хеджуванні цілком логічним є здійснення операцій як на строковому, так і на фондовому ринках. При цьому одні з них будуть прибутковими, а інші – збитковими. Таким чином, за рахунок прибутку від операцій з одними активами можна перекрити збитки за іншими операціями.

На жаль, законодавець не враховує варіанти хеджування ризиків у нормах податкового законодавства.

Важливим аспектом у дослідженні проблеми законодавчого регулювання ринку деривативів є відсутність чіткої стратегії розвитку цього сегменту біржової торгівлі з боку держави. Якнайкраще таку ситуацію відображає запропонована НКЦПФР «Програма розвитку фондового ринку України на 2012-2015 роки» [14], де не прописана політика регулятора щодо забезпечення розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні.

Однак, без сприяння держави на централізованих засадах подальший розвиток та функціонування регульованого ринку деривативів є малоперспективним.

Як відомо, сучасний післякризовий стан розвитку фондового ринку в Україні засвідчив необхідність впровадження нових фінансових послуг та інструментів, які були б спроможні вивести його на новий рівень розвитку. На фондовому ринку цей процес супроводжувався як появою нових технологій біржової торгівлі, так і вдосконаленням правового регулювання наявних [17]. Так, в процесі становлення строкового ринку в Україні активного реформування зазнало законодавство щодо регулювання операцій з похідними інструментами, однак ці зміни, в основному, стосувалися лише податкового законодавства.

Відсутність спеціального закону про похідні інструменти викликає занепокоєння щодо подальшого розвитку строкового ринку в Україні. Фондові біржі не мають можливості впроваджувати нові фінансові інструменти без чіткого визначення багатьох економічних термінів ринку деривативів у нормативно-правовій базі. Від того, як саме трактуватимуться похідні та їх види, залежить встановлення економічних та юридичних відносин між учасниками ринку.

Сьогодні сегмент ринку деривативів практично не охоплює валютний та товарний ринки, при тому, що формування справедливих цін на важливі для економіки країни товари, такі як енергоносії, зерно, метали, продукція хімічної промисловості, деревина тощо неможливе без використання інструментів строкового ринку. Надто вузькі можливості для сек'юритизації фінансових

активів стримують оборот таких активів та обмежують можливості залучення довгострокових інвестиційних ресурсів у важливі галузі економіки [12].

Відсутність спеціального законодавства перешкоджає запровадити додаткові інструменти хеджування фінансових ризиків та підвищити можливість визначення в майбутньому ситуації на товарному, фондовому та валютних ринках [19, с. 213].

З метою ефективного розвитку ринку деривативів в Україні пропонується:

-доопрацювати та прийняти Закон України «Про похідні інструменти»;

-запровадити політику державного регулювання операцій з деривативами, у т.ч. створити механізм захисту інтересів учасників ринку, визначити вимоги, яких повинні дотримуватись учасники ринку похідних інструментів;

-удосконалити нормативну базу, яка б відповідала загальноприйнятим стандартам діяльності строкового ринку, в т.ч. у питанні спрощення валютного регулювання, закріплення на законодавчому рівні розмежування між організованим та позабіржовим ринком деривативів;

-усунути перепони для суб'єктів підприємницької діяльності (в т.ч. зовнішньоторгівельної) щодо проведення операцій з валютними, товарними та фінансовими деривативами;

-прописати механізми управління ризиками операцій з похідними фінансовими інструментами, обліку цих інструментів тощо для фондових бірж і професійних учасників.

Повернемось до «Програми розвитку фондового ринку України на 2012-2015 роки» [14], в якій НКЦПФР акцентує увагу на необхідності забезпечення подальшого розвитку послуг Інтернет-трейдингу як інструмента залучення інвестицій від роздрібного інвестора.

Зазначимо, що в такому напрямі регулятор вже почав здійснювати певні реформи. Так, позитивним моментом є прийняті нововведення у Цивільному кодексі України [2] щодо нових механізмів торгівлі цінними паперами на біржі, згідно з яким біржова угода відбувається анонімно (торговці бачать тільки ціни і кількість акцій), а поставка цінних паперів проти платежу проводиться миттєво. Так, стаття 716 ЦКУ «Договір купівлі-продажу цінних паперів» була доповнена нормою, згідно з якою у разі, коли договір купівлі-продажу цінних паперів укладається на фондовій біржі за поданими сторонами публічними пропозиціями щодо його укладення (офертами), зазначені в такому договорі ціна та строк виконання не можуть змінюватися.

Закріплення на законодавчому рівні стандартизації біржових договорів між контрагентами за умов анонімності процесу торгівлі, а також розвитку електронного документообігу з використанням електронно-цифрового підпису збільшують привабливість ринку цінних паперів для індивідуальних інвесторів.

Важливим фактором розвитку ринку онлайн-брокерських послуг для фізичних осіб в Україні стало застосування маржинальних операцій, що дозволяють інвестору працювати не тільки з власними, але й запозиченими коштами або цінними паперами. Специфіка об'єкту маржинального договору свідчить про необхідність вироблення особливого правового механізму.

Визначаючи підвиди діяльності з торгівлі цінними паперами, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [7] не згадує про маржинальну торгівлю. Отже, дослідження правового аспекту застосування маржинального договору є доцільним та актуальним.

За своєю правовою природою маржинальна торгівля цінними паперами найбільш близька до брокерської діяльності. Маржинальна торгівля може здійснюється на підставі договору про брокерське обслуговування, який містить додаткові вимоги щодо її здійснення.

З визначення брокерської діяльності вбачається, що торговці вправі вчиняти цивільно-правові договори із цінними паперами в якості повіреного або комісіонера на підставі договору доручення або комісії [17]. Закон прямо передбачає, що торговець цінними паперами має право укладати зі своїми клієнтами тільки два види договору – доручення або комісії [7, п.2 ст. 17]. Подібна правова конструкція обмежує брокерів у виборі договірних форм взаємовідносин із клієнтами; та її неодмінно потрібно вдосконалювати, що є лише питанням часу.

Для здійснення маржинальної торгівлі інвестор, як правило, отримує право власності на фінансові інструменти, з якими відбуваються торговельні операції. Однак активи та/або кошти від їх продажу можуть також не передаватися у власність інвестора. Брокер не має права реалізовувати цінні папери, що належать клієнту, або купувати цінні папери за рахунок грошових коштів клієнта з метою погашення позики клієнта, якщо величина застави з урахуванням знижки перевищує розмір наданої клієнту позики та відсутні інші підстави проведення таких договорів, передбачених законодавством.

Якщо розглядати маржинальний договір за юридичною спрямованістю, то його слід віднести до договорів про надання послуг. Враховуючи те, що маржинальний договір є правочином, що регулює зобов'язання сторін щодо передачі особливого виду товару, то він має певну схожість із договором купівлі-продажу цінних паперів, але є специфічним інститутом цивільного права.

Аналіз елементів та особливостей цього договору дає підстави стверджувати, що маржинальний договір є змішаним договором. Маржинальний договір включає в себе елементи різних цивільно-правових договорів (брокерського договору, договору позики, договору застави). Так, відповідно до Цивільного кодексу України [2, ч. 2 ст. 628] сторони мають право укласти договір, в якому містяться елементи різних договорів (змішаний договір).

Наявність вищесказаних правових характеристик маржинального договору та його специфічних ознак вбачає розроблення положень законодавства щодо визначення маржинального договору як різновиду договору на брокерське обслуговування з прописанням додаткових умов його виконання. До таких умов слід віднести: розмір плати за послуги маржинальної торгівлі; порядок одержання плати за послуги маржинальної торгівлі; розмір мінімальної маржі; опис цінних паперів, які можуть бути предметом забезпечення при маржинальній торгівлі; застереження про можливість реалізації цінних паперів,

які можуть бути предметом забезпечення, через фондові біржі та інші необхідні умови.

У цьому контексті особливий інтерес викликає проект «Положення про здійснення діяльності торговця при укладенні угод з використанням грошових коштів та/або цінних паперів, наданих торговцем у позику клієнту», оприлюднений НКЦПФР [9].

Згідно з п. 2 Положення маржинальним договором визначається різновид договору на брокерське обслуговування. При цьому маржинальні договори укладаються виключно на фондових біржах.

Важливо, що торговець має вести внутрішній облік договорів з маржинальної торгівлі клієнтів, включаючи операції зі строковими контрактами та з цінними паперами. Ця норма має спростити введення бухгалтерського обліку клієнтських операцій та полегшити роботу торговця при виконанні функцій податкового агента.

Норми Положення передбачають включення до тексту маржинального договору застереження про ризики, що виникають при здійсненні інвестором маржинальної торгівлі цінними паперами. Дане застереження слід віднести до позитивних сторін Положення, враховуючи ризиковість процесу інвестування в сучасних умовах економічної нестабільності, низької ліквідності та відсутності прозорості вітчизняного фондового ринку. В свою чергу, торговці цінними паперами повинні володіти достатніми обсягами капіталу та ефективним ризик-менеджментом.

Також правильною є ідея закріплення в Положенні функцій фондової біржі щодо здійснення контролю за виконанням маржинальних договорів учасниками ринку.

У зарубіжній практиці фондові біржі здійснюють контроль та можуть застосовувати санкції до учасників маржинальної торгівлі за невиконання зобов'язань за маржинальними договорами відповідно до порядку, встановленого фондовою біржею. Слід також зазначити, що з метою забезпечення виконання маржинальних договорів фондова біржа може створювати гарантійний фонд, до якого учасники маржинальної торгівлі вносять маржинальні внески у встановленому фондовою біржею порядку.

Отже, впровадження повноцінної маржинальної торгівлі цінними паперами в Україні – це лише питання часу. Воно вимагає комплексного підходу при розробці законодавства. Однак, єдиного Положення НКЦПФР недостатньо, необхідні зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та інших правових актів.

Погоджуємось з О. Слободяном [17] щодо нагальності розроблення професійних стандартів торговців цінними паперами при здійсненні ними маржинальної торгівлі. Адже особлива увага має приділятися охороні та захисту прав інвесторів та ризикам маржинальної торгівлі цінними паперами. За словами О. Слободяна, важливого значення набуває зарубіжний досвід функціонування цього інституту та вивчення його дестабілізаційного впливу на розвиток фінансового ринку.

Наступним питанням виділимо правове забезпечення розрахунково-кредитних операцій з цінними паперами.

Ринок РЕПО займає вагому долю у біржовому обороті фондових бірж розвинутих країн, а сам механізм РЕПО дозволяє швидко та ефективно кредитувати цінними паперами чи грошовими коштами через торгові системи фондових бірж. Вважаємо, що наявність дієвого правового механізму регулювання операцій РЕПО забезпечить зростання ліквідності цінних паперів.

З огляду на це, актуальним та необхідним є виконання НКЦПФР її пріоритетних завдань, що прописані у «Програмі розвитку фондового ринку України на 2012-2015 роки» [14, п. 1.2]. Регулятор виділяє такі завдання, як: забезпечення регулювання інструментів РЕПО та маржинальної торгівлі шляхом визначення поняття та регулювання на законодавчому рівні маржинальних операцій та договорів РЕПО на фондовому ринку; визначення критеріїв ліквідності для цінних паперів, які можуть використовуватися як забезпечення для таких операцій; запровадження механізмів кредитування торговцями цінними паперами власних клієнтів.

На сьогодні операції РЕПО регулюються лише нормами Податкового кодексу [1, п. 8 ст. 153]. Так, витрати платника податку, понесені при придбанні цінних паперів, які використані платником в операціях РЕПО, не враховуються у визначенні фінансових результатів за операціями з торгівлі цінними паперами протягом строку РЕПО, а враховуються при визначенні фінансових результатів за операціями РЕПО, окрім операцій з купівлі (продажу) цінних паперів із зобов'язанням зворотного їх продажу (купівлі) (операції РЕПО), якщо такі операції не передбачають перехід права власності на цінні папери.

Фінансовий результат за такими операціями платника податку визначається по кожній такій операції як різниця між ціною продажу (купівлі) цінних паперів та ціною їх зворотної купівлі (продажу) в податковому періоді, в якому відбулась зворотна купівля (продаж) таких цінних паперів [1, п. 9 ст. 153].

Отже, можемо констатувати, що регулятор поступово модернізує чинне законодавство до сучасних стандартів та закордонної практики біржової торгівлі.

Додатковими стимулами приходу приватних інвесторів на ринок цінних паперів є реформування законодавства щодо діяльності інститутів спільного інвестування. Так, новий Закон України «Про інститути спільного інвестування» [5], який набере чинності лише з 1 січня 2014 року, містить низку позитивних змін у відношенні інвестиційної привабливості фондів КУА.

Найбільш істотною зміною у порівнянні з чинним Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [6] є норма про можливість створення спеціалізованих фондів: грошового ринку, державних цінних паперів, облігацій, акцій, індексних фондів, банківських металів і фондів, що інвестують у цінні папери інших фондів. Такі фонди можуть бути як відкритого, так і інтервального типів, в той час як зараз подібні фонди можуть бути тільки закритими.

До того ж, КУА зможуть створювати спеціалізовані фонди, які матимуть можливість вкладати кошти в інструменти строкового ринку, що забезпечить додаткову ліквідність цьому сегменту ринку в Україні.

Створення спеціалізованих фондів, на нашу думку, дозволить суттєво розширити можливості для застосування нових інвестиційних стратегій і значно розширить продуктову лінійку для інституціональних і приватних інвесторів, що позитивно вплине на український фондовий ринок і сприятиме притоку нових інвесторів.

Висновки. Фондовий ринок України знаходиться на порозі серйозних перетворень. Ми бачимо якісні зміни у правовому полі. Однак, невирішеними залишаються проблемні питання, серед яких: підвищення захисту прав інвесторів, валютне регулювання, збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку, формування конкурентоспроможного національного фондового ринку на основі поступового зменшення спекулятивної складової ринку з одночасним зростанням інвестиційно спрямованого сегменту в умовах фінансової глобалізації, удосконалення умов і правил державного регулювання та нагляду на фондовому ринку, розвиток ринку деривативів та ін..

Аналіз чинного законодавства України в інвестиційній сфері, зокрема правових норм Податкового кодексу, інновацій у сфері регулювання ринку деривативів, ринку РЕПО, ринку ІСІ та у сфері залучення інвестицій фізичних осіб вказує на необхідність подальшого його вдосконалення та реформування. З огляду на викладений матеріал пропонується:

- удосконалення норм податкового законодавства щодо виконання торговцем цінних паперів функцій податкового агента;

- забезпечення регулювання інструментів РЕПО та маржинальної торгівлі шляхом визначення поняття та регулювання на законодавчому рівні маржинальних операцій та договорів РЕПО на фондовому ринку;

- визнання з боку регулятора проблеми розвитку строкового ринку як одної з найбільш актуальних потреб сучасного фондового ринку; доопрацювання та прийняття спеціалізованого закону про похідні фінансові інструменти;

- усунення перепон для суб'єктів підприємницької діяльності (в т.ч. зовнішньоторговельної) щодо проведення операцій з валютними, товарними та фінансовими деривативами;

- створення Центрального депозитарію та законодавче визнання розрахунково-клірингової діяльності;

- контроль та нагляд за дотриманням прав власності на ринку цінних паперів з боку регулятора та ін.

Додатковими стимулами до покращення інвестиційної привабливості фондового ринку для населення є: покращення корпоративної культури емітентів, забезпечення інформаційної прозорості фондового ринку, поліпшення валютного регулювання та ін.

Список використаних джерел

1. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. №2755-VI.
2. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 року №435-VI.
3. Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів» від 20 листопада 2012 року №5482-VI.
4. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року №448/96 – ВР.
5. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 року №5080-VI.
6. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року №2299-III.
7. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV.
8. Наказ Міністерства фінансів України від 22.11.2011 №1484, Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2011 №1689 «Про затвердження Методики визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні ним функцій податкового агента», зареєстровано в Міністерстві юстиції України 24 січня 2012 року за №100/20413.
9. Проект рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про здійснення діяльності торговця цінними паперами при укладанні договорів з використанням грошових коштів та/або цінних паперів, наданих торговцем у позику клієнту» від 1 червня 2011 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/law/12760>
10. Бондарчук В. Податкові новації та проблеми розвитку фондового ринку / В. Бондарчук // Фінансовий ринок України. – 2011. – №2. – С. 14-15.
11. Горобець І.Ю. Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку в Україні, 2011 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=797>
12. Кіктенко О.В. Оптимізація системи державного регулювання фондового ринку / О.В. Кіктенко // Держава та регіони. Серія: Державне управління. – 2011. - № 3. - С. 27-30.
13. Пилипенко О. Стан і проблеми оподаткування фінансових установ і фінансових операцій / О. Пилипенко, Е. Соколова // Збірник наукових праць ДЕГУТ. Серія «Економіка і управління». – 2012. – Вип. 19. – С. 301-306.
14. Програма розвитку фондового ринку України на 2012-2015 роки оприлюднена НКЦПФР. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/development/plan>
15. Проект «Розвиток фінансового сектору» (FINREP). [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.finrep.kiev.ua/index_ua.php
16. Раделицький Ю.В. Державне регулювання ринку фінансових інвестицій: зарубіжний досвід і національні реалії / Ю.В. Раделицький //Науковий

- Вісник НЛТУ України: Збірник науково-технічних праць. – Львів : РВВ НЛТУ України. – 2009. – Вип. 19.13. – С. 242-248.
17. Слободян О. Становлення правового регулювання маржинальної торгівлі цінними паперами в Україні / О. Слободян // Ринок цінних паперів України. – 2012. – №5-6. – С. 29-34.
18. Федоренко А. Проблемні питання визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні ним функцій податкового агента / А. Федоренко // Ринок цінних паперів України. – 2012. – №5-6. – С. 41-52.
19. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія / За наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.

Подано до редакції 20 березня 2013 року

Щербина А.Г.

Инновации в законодательстве

В статье рассмотрены основные изменения в законодательных актах относительно государственного регулирования фондового рынка Украины на современном этапе. Исследована проблематика налогового законодательства, отсутствия механизмов регулирования рынка деривативов, привлечения инвестиций физических лиц на рынок ценных бумаг, организации рынка РЕПО и перспективы развития рынка ИСИ.

Ключевые слова: *государственное регулирование, фондовый рынок, налоги, инвестиции, деривативы, РЕПО, институты совместного инвестирования.*

Shcherbyna A.G.

Innovations in gov laws

The article describes the major changes in the legislation of the Ukrainian stock market government regulation at the modern stage. The author investigated the problems of tax laws, of regulation mechanisms in derivatives market, of individual's ability to invest in securities market, of REPO market organization and of mutual funds market prospects.

Keywords: *government regulation, stock market, taxes, investments, derivatives, REPO, mutual funds.*

Щербина Артем Геннадійович – аспірант ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана».