

Анатолій ФЕДОРЕНКО

## СТРАТЕГІЯ ВПРОВАДЖЕННЯ НОВІТНІХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА РИНКАХ КАПІТАЛУ УКРАЇНИ

*Розглянуто проблеми забезпечення ринків капіталу України сучасними фінансовими інструментами. Проаналізовано основні складові "Стратегії впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року". Запропоновано заходи, спрямовані на реалізацію завдань Стратегії з метою формування повноцінного ринку фінансових інструментів.*

*The problems of introduction of modern financial instruments to the capital markets of Ukraine are examined. The main components of "The Strategy of introduction of the new financial instruments at the capital markets until 2020" are analysed. The measure for realization of the Strategy tasks with the aim of formation of the developed market of financial instruments are offered.*

Стратегія впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 р. [1], розроблена Українським інститутом розвитку фондового ринку на замовлення Державного агентства з інвестицій та інновацій<sup>1</sup>.

Розроблення та впровадження новітніх фінансових інструментів полягає в удосконаленні існуючих та запровадженні нових для українського ринку капіталу фінансових інструментів (цінних паперів, деривативів та ін.), а також сучасних технологій їх застосування, що відповідають найкращій світовій практиці функціонування міжнародних ринків капіталу та директивам ЄС. Аналіз чинного законодавства України з цінних паперів та фондового ринку, а також міжнародного досвіду функціонування ринків капіталу та директив Європейського Союзу вказує на недостатність існуючої нормативно-правової бази для регулювання ринків фінансових інструментів та неповну відповідність окремих вітчизняних законодавчих та нормативних актів сучасним вимогам.

<sup>1</sup> Стаття підготовлена за результатами виконання науково-дослідної роботи "Розроблення Стратегії впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року", одним із основних виконавців якої є автор публікації.

На сьогодні ринок цінних паперів України незадовільно виконує покладені на нього функції зосередження попиту і пропозиції щодо цінних паперів, формування ринкових цін на цінні папери та інші фінансові інструменти, залучення та спрямування (перерозподілу) інвестиційного капіталу у найефективніші галузі та види економічної діяльності<sup>2</sup>. Зокрема, відсутній повний спектр фінансових інструментів, притаманний розвинутому ринку капіталу; незавершено формування повноцінної нормативно-правової бази для випуску й обігу похідних (деривативів) та деяких видів цінних паперів (наприклад, українських депозитарних розписок, складських свідоцтв тощо); цінні папери, що перебувають в обігу на фондовому ринку, не підкріплені належними механізмами хеджування ризику інвесторів, що застосовуються у світовій практиці; визначені законодавством види цінних паперів не доведені до рівня деталізації їх характеристик, передбаченої міжнародними стандартами класифікації (кодифікації) фінансових інструментів тощо.

<sup>2</sup> Йдеться не стільки про пригнічений стан фондового ринку України в умовах фінансової кризи, скільки про глибинні проблеми його становлення та функціонування.

Ці та інші недоліки у розвитку фінансових інструментів в Україні звужують можливість ефективного використання їх на ринку капіталів як емітентами та інвесторами, так і операторами фондового ринку. Особливо негативно це може позначитися на розміщенні коштів накопичувальної пенсійної системи, які дозволено інвестувати в обмежене коло фінансових інструментів, значна частина з яких на сьогодні не відповідає формальним вимогам, що висуваються до таких активів.

Проблеми розвитку та функціонування ринку капіталу та його інструментарію досліджували провідні західні вчені-економісти Р. Брейлі, Г. Марковіц, Р. Мертон, М. Міллер, Ф. Модільяні, Ф. Фабоцці, В. Шарп та ін. Серед російських вчених можна відмітити праці О. Дороніна, В. Ляліна, М. Маковецького, Я. Міркіна, Б. Рубцова, М. Третьякова, О. Хмиз. Серед українських дослідників різні аспекти цієї проблеми висвітлювали М. Бурмака, В. Гесць, А. Даниленко, Д. Леонов, О. Мендрул, О. Мертенс, О. Мозговий, В. Федосов та ін. Окремим питанням розвитку фінансових інструментів та технологій їх застосування присвячені роботи автора публікації.

Разом з тим, на сьогодні в Україні відсутній комплексний документ, яким би визначалася стратегічна політика держави в галузі випуску та обігу фінансових інструментів. Усунення цієї прогалини потребує створення необхідних правових, економічних та організаційних передумов для розвитку фінансових інструментів і забезпечення повноцінного функціонування ринків капіталу в Україні, в тому числі шляхом розроблення та прийняття Стратегії впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу України.

Серед складових Стратегії найістотнішими елементами є:

1) удосконалення нормативної бази для розвитку існуючих фінансових інструментів (привілейованих акцій, облігацій підприємств, облігацій внутрішньої державної позики тощо);

2) розроблення та запровадження в практику функціонування вітчизняних ринків

капіталу нових інструментів, технологій та механізмів, спрямованих на підвищення надійності, ліквідності та дохідності таких ринків для національних та іноземних інвесторів;

3) зменшення ризиків інвесторів і кредиторів на вітчизняних ринках капіталу шляхом їх хеджування за допомогою фінансових інструментів та сучасних ринкових технологій;

4) створення сприятливих умов для започаткування й ефективного функціонування накопичувальної пенсійної системи через забезпечення її потреб у високоякісних об'єктах інвестування (надійних, ліквідних, дохідних);

5) зближення функціонування окремих сегментів продуктивних ринків (фондового, кредитного, сировинного та ін.) через випуск та обіг фінансових інструментів "подвійного" призначення, які обслуговують суміжні ринки;

6) розширення доступу вітчизняних підприємств до довгострокових фінансових інвестицій, кредитних, сировинних, енергетичних та інших ресурсів, право на отримання яких оформлено цінними паперами та деривативами.

Метою розробки Стратегії є підвищення інвестиційної привабливості ринків капіталу для інвесторів у цінні папери, які випускаються емітентом з метою залучення реального капіталу в розвиток підприємства, вдосконалення правового оформлення відносин між емітентами (позичальниками) та інвесторами (кредиторами), створення правових засад сек'юритизації боргових зобов'язань, посвідчених іншими, ніж цінні папери, документами, зниження інвестиційних і кредитних ризиків на ринках капіталу та підвищення рівня захисту прав інвесторів і кредиторів.

Стратегія покликана сприяти розвитку фінансового сектора вітчизняної економіки та корпоративного управління, запровадженню надійних інструментів для інвестування пенсійних активів і розміщення коштів громадян, а також зміцненню довіри з боку населення до фінансової системи, елементів її інфраструктури та інструментів. Основними напрямками впровадження та розвитку новітніх фінансових інструментів на

ринку капіталу є створення відповідної правової бази і застосування сучасних технологій, удосконалення та розвиток існуючих фінансових інструментів, а також забезпечення інвестиційної привабливості фінансових інструментів.

На сьогодні вкрай необхідним є вдосконалення законодавства про фінансові інструменти, зокрема, прийняття законів “Про похідні (деривативи)” [2], “Про місцеві запозичення та місцеві гарантії”<sup>3</sup>, нормативно-правових актів про ф’ючерси, опціони, випуск та обіг райтів<sup>4</sup>, а також розвиток норми Закону “Про акціонерні товариства” [4] щодо розміщення привілейованих акцій різних класів (з різним обсягом прав), оскільки законодавча неврегульованість цих питань не дозволяє повною мірою реалізувати закладений у фінансових інструментах потенціал, а в окремих випадках просто унеможливує їх випуск та обіг.

Важливим кроком у цій сфері є законодавче забезпечення випуску державних облігацій для другого та третього рівнів накопичувальної пенсійної системи. У зв’язку з цим пропонується впровадження гнучкої відсоткової політики щодо облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Досвід розвинених країн свідчить, що в умовах фінансової кризи найменше страждають фондові ринки тих країн, де функціонує потужна накопичувальна пенсійна система. Зокрема, ставиться питання про створення умов для випуску та розміщення спеціальних “пенсійних” облігацій з обмеженим колом обігу, які будуть пропонуватися суб’єктам, що здійснюють діяльність з недержавного пенсійного забезпечення (насамперед, недержавним пенсійним фондам та страховим організаціям зі страхування життя).

Подальше вдосконалення законодавства про фінансові інструменти також передбачає: створення умов для інвестування

коштів українських інвесторів у цінні папери іноземних емітентів; законодавче врегулювання випуску й обігу депозитарних розписок; розширення можливостей придбання депозитарних розписок інституційними інвесторами; законодавче та нормативно-правове врегулювання випуску облігацій та акцій з метою переведення в них зобов’язань емітентів, випущених у грошовій формі; врегулювання публічної пропозиції облігацій підприємств, забезпечених майном емітентів; надання простим та подвійним складським свідоцтвам статусу товаророзпорядчих цінних паперів, що дозволить поєднати фондовий та сировинний ринки.

На сучасному етапі потребує вдосконалення законодавство щодо ринку іпотечних цінних паперів та його інфраструктури (діяльності Державної іпотечної установи (ДІУ), іпотечних та сервісних агентів, довірчих керуючих об’єктами іпотеки тощо). Зокрема ДІУ наразі не спроможна повною мірою виконувати функції ринкового регулятора з рефінансування виданих іпотечних кредитів. Тому, з метою підвищення ефективності діяльності ДІУ пропонується перетворити її на акціонерне товариство.

Ще одним важливим питанням є створення правових засад для зниження транзакційних витрат для виходу українських емітентів на вітчизняні ринки капіталу. У зв’язку з цим пропонується обмежити розмір і вдосконалити справляння державного мита за реєстрацію випуску цінних паперів; звільнити інвестора – юридичну особу від оподаткування емісійного доходу, який сплачується на користь емітента акцій у разі розміщення їх за цінами, вищими, ніж номінал, встановити спрощений порядок випуску короткострокових облігацій підприємств (біржових облігацій).

Необхідним є також розширення пропозиції акцій приватизованих підприємств на організаційно-оформленому ринку шляхом зміни концепції приватизації, здійснення розміщень додаткових випусків акцій підприємств, які перебувають під контролем держави, че-

<sup>3</sup> Відповідний законопроект розроблений, проте він не отримав підтримки з боку органів державної влади.

<sup>4</sup> Окремі положення, що стосуються визначення деривативів, містяться в Законі України “Про оподаткування прибутку підприємств” [3], однак спеціальний закон, який би регулював їх випуск та обіг, в Україні відсутній.

рез фондові біржі, а також встановлення вимог щодо обов'язкового проходження такими підприємствами процедури лістингу.

Для забезпечення інвестиційної привабливості фінансових інструментів необхідно зробити низку важливих кроків. Одним із них є прийняття закону про рейтингування, який має чітко окреслити коло об'єктів рейтингування, визначити переліки випадків обов'язкового рейтингування цінних паперів, встановити кваліфікаційні вимоги до осіб, які надають відповідні послуги.

Необхідним у цьому напрямку є встановлення додаткових вимог щодо окремих видів активів – об'єктів інвестування коштів накопичувальної пенсійної системи. Зокрема пропонується встановлення максимальної частки окремих видів фінансових інструментів у інвестиційному портфелі недержавних пенсійних фондів, умов та обмежень на інвестування пенсійних коштів в окремі види фінансових інструментів.

Основні наукові результати проведеного дослідження полягають у пропозиціях щодо здійснення заходів, спрямованих, насамперед, на розвиток законодавства про цінні папери та ринки фінансових інструментів, що передбачає:

1) створення правової бази для формування ринку похідних фінансових інструментів (деривативів) шляхом розроблення та прийняття Закону України "Про похідні (деривативи)" [1], а також нормативно-правових актів з питань випуску та обігу ф'ючерсів, опціонів, райтів;

2) випуск державних облігацій з рівнем дохідності, який враховує поточний показник інфляції, а також спеціальних "пенсійних" облігацій з обмеженням колом обігу для розміщення серед суб'єктів накопичувальної системи пенсійного страхування – недержавних пенсійних фондів і страхових організацій, які надають послуги з недержавного пенсійного забезпечення;

3) розроблення та прийняття Верховною Радою України Закону "Про місцеві запозичення та місцеві гарантії" з метою

врегулювання місцевих запозичень у формі випуску облігацій місцевих позик та підвищення рівня гарантій для інвесторів;

4) врегулювання випуску привілейованих акцій різних класів з різним обсягом прав їх власників у розвиток норм Закону України "Про акціонерні товариства" [4];

5) розвиток ринку іпотечних цінних паперів через розширення їх пропозиції та удосконалення інституційної ринкової інфраструктури;

6) розширення можливостей для сек'юритизації фінансових активів підприємств, створення нормативної бази для випуску корпоративних цінних паперів (акцій та облігацій підприємств) з метою переведення в них зобов'язань емітента, а також випуску облігацій, забезпечених майном;

7) створення умов для інвестування коштів українських інвесторів у цінні папери іноземних емітентів, зокрема через внесення змін до Закону "Про цінні папери та фондовий ринок" [5] з метою запровадження українських депозитарних розписок, врегулювання їх випуску та обігу, розширення можливостей їх придбання інституційними інвесторами;

8) внесення змін до Закону "Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва" [6] з метою надання простим і подвійним складським свідоцтвам статусу товаророзпорядчих цінних паперів та залучення до участі в їх обігу торговців цінними паперами;

9) створення правових засад для зниження транзакційних витрат, пов'язаних з виходом українських емітентів на вітчизняний ринок капіталу, зокрема через:

– обмеження розміру й удосконалення справляння державного мита за реєстрацію випуску цінних паперів;

– звільнення від оподаткування емісійного доходу, що сплачується інвестором-юридичною особою на користь емітента акцій у разі їх розміщення за ціною, вищою, ніж номінальна;

– встановлення спрощеного порядку (без реєстрації в Державній комісії з цінних

паперів та фондового ринку) випуску короткострокових облігацій підприємств (біржові облігації);

10) розширення пропозиції акцій приватизованих підприємств на організаційно-оформленому ринку через зміну концепції приватизації, здійснення розміщень додаткових випусків акцій підприємств, що перебувають під контролем держави, з тих, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, а також підприємств-монополістів, через фондові біржі, встановлення вимог щодо проходження такими підприємствами процедур лістингу.

Поряд із розвитком законодавства як важливої передумови для удосконалення й розширення пропозиції існуючих фінансових інструментів, а також появи нових, не менш важливих, є здійснення низки заходів, спрямованих на забезпечення інвестиційної привабливості та надійності фінансових інструментів. Сформульовані на підставі дослідження заходи передбачають, серед іншого:

- зниження інвестиційних ризиків, пов'язаних з інвестуванням у фінансові інструменти, шляхом удосконалення компенсаційних механізмів відповідно до положень Директиви ЄС 97/9/ЄС "Про схеми компенсації інвесторам" [7];
- комплексне врегулювання питань рейтингування через чітке окреслення кола об'єктів рейтингування, визначення виключного переліку випадків обов'язкового рейтингування цінних паперів, встановлення кваліфікаційних вимог до осіб, які надають відповідні послуги, та їх відповідальності;
- встановлення додаткових вимог щодо окремих видів активів як об'єктів інвестування коштів накопичувальної пенсійної системи, зокрема вимог щодо:
  - окремих фінансових інструментів;
  - максимальних часток окремих видів фінансових інструментів у інвестиційному портфелі недержавних пенсійних фондів;
  - умов та обмежень на інвестування пенсійних коштів в окремі види фінансових інструментів;

- удосконалення механізмів оподаткування операцій з фінансовими інструментами з метою податкового стимулювання інвестицій, а саме:

- поширення поняття "пряма інвестиція" на усю суму коштів (майна), що передаються емітенту в рахунок оплати акцій (корпоративних прав);
- відмова від відображення в податковому обліку результатів переоцінки залишків коштів на валютних рахунках суб'єктів господарювання до моменту їх списання з таких рахунків;
- визначення видів діяльності на фондовому (фінансовому) ринку, що не є об'єктом оподаткування податком на додану вартість, як видів професійної діяльності, що підлягають ліцензуванню відповідно до законодавства;
- поширення єдиної ставки податку з доходів фізичних осіб (5%) на усі види доходів, отриманих за фінансовими інструментами та іншими інвестиційними активами;
- здійснення оподаткування доходів, отриманих установником управління (довірителем) за договором про управління цінними паперами та грошовими коштами, при їх поверненні (виплаті) після закінчення строку дії зазначеного договору та в порядку, передбаченому для оподаткування інвестиційного прибутку фізичних осіб;
- звільнення від оподаткування податком з доходів фізичних осіб операцій інвестора із взаємної конвертації (обміну) цінних паперів ICI, активи яких перебувають в управлінні однієї компанії з управління активами;
- звільнення емітента від сплати державного мита за реєстрацію проспекту емісії цінних паперів ICI та інших емітентів у разі публічного розміщення ними цінних паперів через організатора торгівлі;
- здійснення масової просвітницької роботи серед населення, насамперед інформування широких кіл громадськості про особливості функціонування ринку цінних паперів і фінансових послуг, види фінансових інструментів та технології їх обігу, з ме-

тою залучення коштів громадян у такі фінансові інструменти.

Реалізація завдань Стратегії дозволить:

- підвищити інвестиційну привабливість цінних паперів, що випускає емітент з метою залучення реального капіталу в розвиток підприємства;
- удосконалити правове оформлення відносин між емітентами (позичальниками) та інвесторами (кредиторами), сек'юритизації боргових зобов'язань, посвідчених іншими, ніж цінні папери, документами;
- знизити інвестиційні та кредитні ризики на ринках капіталу та підвищити рівень захисту прав інвесторів і кредиторів;
- забезпечити подальший розвиток фінансового сектора економіки та корпоративного управління;
- запровадити надійні фінансові інструменти для інвестування пенсійних активів та розміщення приватних коштів громадян;
- зміцнити довіру з боку населення до фінансової системи та елементів її інфраструктури.

Реалізація положень Стратегії та розроблених на її виконання заходів сприятиме створенню в Україні повноцінної системи цінних паперів та фінансових інструментів, яка відповідає міжнародним стандартам та положенням Директив ЄС з питань ринків фінансових інструментів [8].

Очікується, що впровадження новітніх фінансових інструментів забезпечить: збільшення пропозиції на фондовому ринку цінних паперів українських емітентів з високими інвестиційними характеристиками та вбудованими механізмами зниження інвестиційних ризиків для їх власників; підвищення загальної капіталізації фондового ринку України та доведення її до 70–80% відносно ВВП (до 2012 р.); збільшення податкових і дивідендних надходжень до бюджету в результаті зростання обсягів операцій з фінансовими інструментами, підвищення прозорості діяльності емітентів цінних паперів та детінізації економіки.

Реалізація Стратегії надасть можливість забезпечити потреби накопичувальної пенсійної системи у надійних об'єктах інвестування та залучити через фінансовий ринок протягом найближчих п'яти років (2009–2013 рр.) не менш як 70 млрд. грн. фінансових інвестицій, з них: понад 40 млрд. грн. – у корпоративний сектор економіки, до 15 млрд. грн. – у банківську систему, до 5 млрд. грн. – у розвиток місцевого господарства, близько 10 млрд. грн. – до державного бюджету.

Позитивним наслідком має стати започаткування діяльності спеціалізованих ринків фінансових послуг (деривативів, товаророзпорядчих цінних паперів тощо), які забезпечуватимуть хеджування ризиків портфельних інвесторів у цінні папери та розширять доступ емітентів до довгострокових фінансових інвестицій, кредитних, сировинних, енергетичних та інших ресурсів, права на які оформлено цінними паперами та деривативами.

### Література

1. Стратегія впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року (проект) // Фінансовий ринок України. – 2009. – №2 (64). – С.9–12.
2. Проект Закону “Про похідні (деривативи)” (реєстр. № 3583 від 30.12.2008). – [Електронний ресурс]. – Доступно з: [http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc2\\_5\\_1\\_J?ses=10007&num\\_s=2&num=&date1=&date2=&name\\_zp=%CF%F0%EE+%EF%EE%F5%B3%E4%ED%B3+%28%E4%E5%F0%E8%E2%E0%F2%E8%E2%E8%29&out\\_type=&id=](http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc2_5_1_J?ses=10007&num_s=2&num=&date1=&date2=&name_zp=%CF%F0%EE+%EF%EE%F5%B3%E4%ED%B3+%28%E4%E5%F0%E8%E2%E0%F2%E8%E2%E8%29&out_type=&id=)
3. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 28.12.94 № 334/94-ВР. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.
4. Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 № 514-VI. [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.
5. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV



[Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.

6. Закон України “Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва”. – 23.12.2004 № 2286-IV – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.

7. Директива ЄС 97/9/ЄС “Про схеми компенсації інвесторам” [Електронний ресурс]. – Доступно з: [http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=994\\_586](http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=994_586).

8. Директива ЄС 2004/39/ЄС від 21.04.2004 “Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС” – [Електронний ресурс]. – Доступно з: [http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=994\\_586](http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=994_586).