

## **СУЧАСНІ МЕХАНІЗМИ РЕГУЛЮВАННЯ ТА САМОРЕГУЛЮВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ**

*Досліджуються досвід та практика саморегулювання на фондовому ринку в Україні, пропонуються напрями вдосконалення законодавства, що сприятимуть більш широкому застосуванню саморегулювання в умовах адміністративної реформи як фактор скорочення витрат бюджетних коштів.*

*This article investigates the experience and self-regulation practice in the stock market in Ukraine, offers directions for improving the legislation that promote wider application self-regulation in conditions of administrative reform as a factor in reducing the budget.*

*Ключові слова: державне регулювання, саморегулювання, професійні учасники фондового ринку, делегування повноважень*

*Keywords: government regulation, self-regulation, professional participants in the securities market, the delegation of authority*

На сьогодні вкрай актуальною є проблема оптимізації управління різними галузями економіки в умовах проведення адміністративної реформи, яка супроводжується суттєвим скороченням чисельності апарату державних органів та відповідно витрат державного бюджету. У цих умовах необхідно забезпечити збереження необхідного рівня регулювання тих галузей та ринків, від яких залежить залучення інвестицій та інвестиційна привабливість країни, та їх конкурентоспроможності. Одним із таких напрямків є активне залучення до системи регулювання ринків як одного з елементів саморегульованих організацій (СРО).

Проблемі залучення саморегульованих організацій до регулювання різних сегментів ринку присвячена досить незначна кількість публікацій. В основному вони стосуються саме фондового ринку, оскільки саморегульовані організації як елемент регулювання ринку вперше в Україні були імplementовані Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» ще у 1997 році. Серед авторів, які досліджували цю проблему, можна зазначити Д.Леонова, С. Міщенко, А. Мовчун, С. Москвіна, І.Школьник та інших [1-3, 8], а також експертів, які аналізували систему регулювання фондового ринку в Україні в рамках проектів Світового банку – Р.Страхоту, М. Хьюїта [4-6, 9].

У світі існує два основних підходи до регулювання фондового ринку: основна регулююча роль належить державі; регулювання розділено між державою та саморегульованими організаціями.

Перший підхід передбачає, що регулювання переважно концентрується в державних органах і лише незначні функції у сфері нагляду, контролю та встановлення правил можуть бути делеговані державою різним СРО.

Сутність другого підходу полягає в тому, що максимально можливий обсяг повноважень передається саме СРО. При цьому контроль значною мірою здійснюється не через застосування жорстких правил та інструкцій, а шляхом встановлення певних домовленостей з учасниками ринку. При цьому держава зберігає за собою право у будь-який момент втрутитися в систему саморегулювання та здійснити свої контрольні функції.

Найбільшого поширення застосування саморегулювання у системі регулювання фондового ринку набуло у США, де функції регулювання діяльності своїх членів і забезпечення ними дотримання відповідних правил було делеговано державними органами професійним асоціаціям.

Цікавий та показовий досвід становлення системи саморегулювання має Великобританія, де ефективно саморегулювання існувало ще до впровадження державного регулювання. Багато років Лондонська фондова біржа і Лондонський Ллойдз успішно здійснювали регулювання діяльності своїх членів. Коли у 1986 році було впроваджено новий державний режим регулювання, він все одно спирався на мережу офіційно визнаних СРО, фондових бірж, клірингових домів і професійних асоціацій у виконанні більшості регуляторних функцій (включаючи ліцензування) під загальним наглядом державного органу - Ради з цінних паперів та інвестицій. Хоча ця система виконувала свої функції протягом десятиріччя, у 1997 р. її було змінено і утворено єдиний державний регулятор - Управління з фінансового регулювання і нагляду без участі СРО.

Вважалося, що попередня система була занадто складною, характеризувалася дублюванням повноважень і правил, а також тенденцією СРО ставити інтереси своїх членів вище інтересів клієнтів (ілюструючи певні потенційні недоліки СРО).

Має давні традиції використання саморегулювання у секторі фінансових послуг Швейцарія, де саморегулювання має декілька форм: автономні кодекси поведінки (кодекси поведінки Асоціації швейцарських управляючих активами або Асоціації швейцарських фінансових аналітиків); правила саморегулювання, визнані як мінімальні стандарти державним регулятором (наприклад, Федеральною банківською комісією Швейцарії); саморегулівні повноваження, передбачені законодавством. Прикладом таких саморегулівних повноважень є повноваження фондових бірж встановлювати і забезпечувати дотримання правил, включаючи правила лістингу, що надається у відповідності до Закону про цінні папери і фондові біржі. Однак, самі фондові біржі підлягають нагляду з боку Федеральної банківської комісії Швейцарії.

Саморегулювання зарекомендувало себе як ефективний механізм регулювання, оскільки СРО за своєю природою мають більшу гнучкість і спроможні швидше, ніж державні відомства, реагувати на зміну ринкових умов. Декларація Міжнародної організації комісії з цінних паперів про Тридцять цілей і принципів регулювання в галузі цінних паперів заохочує використання СРО в рамках державного регулювання і рекомендує відповідне використання СРО з безпосередніми повноваженнями в сфері

їх компетенції в обсязі, що залежить від розміру і складності ринків, з метою надання підтримки регуляторам у виконанні їх завдань щодо захисту інвесторів, забезпечення ефективності і прозорості ринків, зменшення системних ризиків. У цьому документі наголошується на перевагах СРО у таких аспектах: застосування спеціалізованих знань у відповідному секторі; забезпечення мотивації; фінансування сектору; договірні відносини між СРО і її членами; забезпечення прозорості, відповідальності і гнучкого дотримання відповідних правил. Також згадуються професійні перевірки; перевірки придатності для отримання доступу на ринок; врегулювання скарг і претензій споживачів; програми моніторингу для виявлення зловживань на ринку; забезпечення механізму вирішення спорів; а також співпраця з іншими СРО [6].

Що стосується країн Європейського співтовариства, то не можна стверджувати, що Директиви ЄС в галузі фінансових послуг заохочують або однозначно забороняють використання СРО в рамках регуляторної системи. У Директиві про ринки фінансових інструментів (ДРФІ) викладено вимоги, які повинні виконувати оператори регульованих ринків (тобто типові фондові біржі) в плані організації їх діяльності, правил допуску фінансових інструментів до торгів, правил членства, моніторингу дотримання правил, прозорості транзакцій до і після торгів та механізму розрахунків. По суті, це надає операторам регульованих ринків повноваження здійснювати регулювання цих ринків [9].

На сьогодні жоден з уповноважених органів країн - членів ЄС не скористався вищезазначеними варіантами щодо делегування адміністративних, підготовчих та допоміжних функцій.

В Україні запровадження інституту саморегулювання на фондовому ринку було задекларовано у 1997 році, коли до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» було внесено зміни, що передбачали для професійних учасників ринку обов'язкове членство в щонайменше одній СРО. Протягом декількох років після запровадження такої норми, кількість асоціацій професійних учасників, які одержали статус саморегулювальної організації, досягла 15 організацій. Такий статус одержали: всі фондові біржі (близько десяти) та дві торговельно-інформаційні системи (для торговців цінними паперами); дві СРО – для інфраструктурних інститутів (в основному реєстраторів власників іменних цінних паперів та депозитарних установ – зберігачів); одна СРО представляла інтереси інститутів спільного інвестування.

Протягом досить тривалого періоду діяльність практично всіх СРО в основному полягала у «люб'юванні» вирішення тих чи інших проблем, які цікавили учасників ринку. Питання делегування СРО певних повноважень регулятора (Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку) не розглядалось, враховуючи «множинність» СРО та законодавчу невизначеність щодо питання делегування регуляторних повноважень.

Серед позитивних прикладів діяльності СРО у той період можна відзначити ініціювання розробки та підтримку прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» Українською асоціацією інвестиційного бізнесу, що дозволило трансформувати «інфраструктуру масової

приватизації» (інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, утворені відповідно до Положення про інвестиційні та інвестиційні компанії, затвердженого Указом Президента України) у повноцінні інститути спільного інвестування з урахуванням світового досвіду та практики. Ще один позитивний досвід – розвиток регулювання та впорядкування діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (діяльність реєстраторів) Професійною асоціацією реєстраторів та депозитаріїв.

Після прийняття нової редакції Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (2006 рік), яка розширила та конкретизувала законодавчі норми щодо СРО, кількість таких організацій зменшилась. У 2009 році статус СРО (терміном на три роки) отримали Українська асоціація інвестиційного бізнесу (компанії з управління активами), Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв (реєстратори та зберігачі) та Асоціація українських фондових торговців (торговці цінними паперами).

На сьогодні відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (частина 1 статті 47) регулювання фондового ринку здійснює держава та саморегулювни організації, тобто, в Україні останні є елементом системи регулювання ринку.

В цілому систему регулювання ринку можна представити такими блоками:

- допуск на ринок – система дозвільних, реєстраційних та ліцензійних процедур;
- встановлення правил, нормативів та показників здійснення діяльності;
- моніторинг діяльності учасників ринку (дотримання вимог першого блоку – «документальні відповідності щодо допуску на ринок», безпосередньо діяльності – надання звітних або адміністративних даних, проведення перевірок);
- правозастосування (застосування передбачених законодавством санкцій) у випадку порушення учасниками встановлених вимог.

Статтею 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено право Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у кожному виді професійної діяльності делегувати саморегулювній організації такі повноваження:

- збирання, узагальнення та аналітичне оброблення даних щодо провадження відповідного виду професійної діяльності;
- проведення перевірок провадження відповідного виду професійної діяльності, дотримання вимог законодавства про цінні папери, правил, стандартів професійної поведінки;
- подання їй обов'язкового для розгляду клопотання про припинення (зупинення) дії ліцензії на провадження професійним учасником фондового ринку певного виду діяльності;
- сертифікація фахівців фондового ринку;
- видача ліцензій особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку та інші повноваження.

Однак, незважаючи на законодавчі норми, які передбачають можливість делегування повноважень та статус «єдиних» СРО, жодних повноважень (за винятком передліцензійної підготовки, яку забезпечує Українська асоціація інвестиційного бізнесу для компаній з управління активами інститутів спільного інвестування

відповідно до нормативних документів) регулятором не делеговано. Можна стверджувати, що СРО (навіть без делегування повноважень) в певних обсягах (як правило, в межах, визначених Правилами кожної з СРО) можуть одержувати від своїх учасників інформацію про їх діяльність, що дозволяє їм розраховувати загальні показники, які характеризують той чи інший сегмент ринку, що частково можна вважати збиранням, узагальненням та аналітичним обробленням даних щодо провадження відповідного виду професійної діяльності. Ще одним напрямком їх діяльності є розвиток законодавства (ініціювання розробки нових нормативних документів) та захист інтересів професійних учасників.

Таким чином, на сьогодні жодній з СРО не делеговано повноважень щодо регулювання ринку з цілком об'єктивних причин, а саме:

- законодавством чітко визначено, що відповідальність за контроль, нагляд та запобігання зловживанням і порушенням на ринку цінних паперів несе Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а відповідальність СРО в чинних законах прямо не визначена;

- вся система регулювання ринку (всі її складові) орієнтована виключно на державне регулювання і не передбачає можливість участі СРО.

Щодо останньої тези, то розглянемо її більш детально в рамках «блоків» регулювання найбільш «масових» професійних учасників – торговців цінними паперами.

1. Допуск на ринок. На цьому етапі до дозвільних процедур можна віднести сертифікацію спеціалістів фондового ринку, ліцензування професійної діяльності, внесення інформації до Державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на фондовому ринку. Якщо сертифікація фахівців фондового ринку є виключно компетенцією регулятора і може бути повністю делегована СРО, то делегування повноважень щодо ліцензування і внесення інформації до реєстру фінансових установ потребує суттєвих змін законодавства, в тому числі і щодо плати за ліцензії.

2. Правила, нормативи та показники діяльності встановлюються законами та підзаконними нормативними актами, які розробляються регулятором, погоджуються іншими державними органами відповідно до їх компетенції та підлягають державній реєстрації у Міністерстві юстиції. Теоретично, СРО може встановлювати більш високі стандарти здійснення професійної діяльності, але за весь попередній період такого не спостерігалось.

3. Моніторинг діяльності передбачає моніторинг змін у документах, які подавались при допуску на ринок (зокрема, ліцензування), а також моніторинг показників діяльності з наданням відповідних підтверджуючих і фінансових документів, які містять комерційну та конфіденційну інформацію. Перевірка діяльності професійних учасників передбачає перевірку безпосередньо здійснення професійної діяльності (правила та дотримання нормативів) та дотримання вимог законодавства з фінансового моніторингу.

4. Правозастосування. За правопорушення на фондовому ринку передбачено ряд санкцій – винесення попередження, фінансові санкції у вигляді штрафів (сплачуються до держбюджету), призупинення та анулювання ліцензії.

Таким чином, для можливості делегування визначених статтею 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» повноважень необхідно вирішення ряду питань:

- перегляд у цілому системи регулювання ринку з чітким розмежуванням функцій та повноважень, які є виключно державними та тих, можуть бути делеговані СРО;
- закріплення на рівні нормативних документів процедур та регламентів здійснення СРО делегованих функцій та повноважень;
- встановлення на законодавчому рівні відповідальності СРО та її посадових осіб за розголошення комерційної та конфіденційної інформації;
- відпрацювання системи контролю за реалізацією СРО делегованих повноважень та встановлення системи санкцій за порушення;
- система фінансування діяльності СРО з урахуванням виконання делегованих повноважень.

При умові вирішення цих питань СРО можуть стати ефективним механізмом регулювання ринку. Перевагами СРО є те, що вони добре знайомі з певним ринком і максимально наближені до нього, і тому можуть оперативніше реагувати на ринкові зміни, тоді як реакція державного регулятора, як правило, суттєво запізнюється.

Держава може стати ініціатором запровадження повноцінного саморегулювання в Україні. Першочерговим завданням при цьому є збалансування інтересів державних органів і учасників ринку в процесі діяльності СРО. При обов'язковості державного нагляду і контролю діяльності СРО цим інститутам може бути делеговано ряд функцій регулятора.

Законодавче делегування цих функцій СРО дозволить: знизити витрати на функціонування держапарату та сприятиме лібералізації бізнес-клімату в Україні, що створить позитивний сигнал для інвестиційних процесів. Крім того, підвищиться ефективність нормативних актів, які приймаються держорганами, оскільки їх попередня експертиза СРО забезпечить використання та врахування в регуляторних документах практичного досвіду учасників ринку.

### Література

1. Міщенко С.В., Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку // Фінанси України. - 2009. - №9. - С.43-52.
2. Молчун А. Сучасні проблеми фондового ринку. - «Правовий тиждень». – 2010. - №1-2(179-180) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=1641>
3. Москвін С. Фондовий ринок України: місце зустрічі можна змінити / Сергій Москвін // Дзеркало тижня. – 2010. - №1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/news/mass\\_media](http://www.uaib.com.ua/news/mass_media)

4. Страхота Р. Звіт та рекомендації щодо розвитку, функціонування та регуляторного нагляду за діяльністю саморегульвних організацій на фондовому ринку України, Консультант, Financial Markets International, Inc. – 2007. – жовтень. - 40с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/sro\\_report\\_oct2007\\_ua.pdf](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/sro_report_oct2007_ua.pdf)
5. Страхота Р. Проект USAID «Розвиток ринків капіталу» щодо ролі українських СРО у контексті проекту стратегії розвитку ринків капіталу на період до 2015 року, підготовленого ДКЦПФР. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.aust.com.ua/docs/main/Виступ%20Роберта%20Страхоти%20USAID.pdf>
6. Страхота Р. Стратегія та план заходів ДКЦПФР щодо розвитку і регулювання діяльності СРО, Консультант, Проект USAID «Розвиток ринків капіталу» [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
7. Румянцев С. Програма розвитку фондового ринку очима його профучасників. - Цінні папери України. – 2010. - №40 (634). - с. 13
8. Школьник І.О. Особливості функціонування фінансових ринків країн, що розвиваються, в контексті фінансової глобалізації // Актуальні проблеми економіки - 2008 - №6 - С.63-66
9. Хьюїт М. Саморегульвні організації (СРО). Проект ЄС Посилення сектору фінансових послуг України. Травень 2009. — К., 2009. — 10 с.