



**USAID**  
ВІД АМЕРИКАНСЬКОГО НАРОДУ

**Проект  
розвитку ринків капіталу**

**ЗВІТ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО РОЗВИТКУ,  
ФУНКЦІОНУВАННЯ ТА РЕГУЛЯТОРНОГО НАГЛЯДУ ЗА  
ДІЯЛЬНІСТЮ САМОРЕГУЛІВНИХ ОРГАНІЗАЦІЙ НА  
ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ**

**Підготовлений**

**Робертом Д. Страхотою  
Capital Markets LLC,**

**консультантом  
компанії Financial Markets International, Inc.  
Проект USAID "Розвиток ринків капіталу"  
Київ, Україна**

**Заключний  
Жовтень 2007 р.**



## ЗМІСТ

I.	Передмова.....	5
II.	Короткий зміст .....	6
A.	Два ключових питання.....	6
B.	Яким чином можуть допомогти USAID і Проект розвитку ринків капіталу?.....	7
C.	Спроможності ПАРД щодо розвитку СРО.....	7
D.	Спроможності УАІБ щодо розвитку СРО.....	8
E.	Спроможності Асоціації ПФТС щодо розвитку СРО.....	9
F.	Спроможності УААПФ щодо розвитку СРО.....	10
G.	Аналіз української моделі СРО і невирішені проблеми .....	10
III.	Стратегія та план заходів ДКЦПФР щодо розвитку і регулювання діяльності СРО..	12
IV.	Аналіз української моделі СРО та невирішені проблеми .....	13
A.	Якими є вимоги щодо створення СРО згідно з Законом 2006 року?.....	13
B.	Якими є функції СРО згідно з Законом 2006 року? .....	13
C.	Які повноваження можуть бути делеговані СРО згідно з Законом 2006 року? ....	14
D.	Коли набувають чинності вимоги щодо СРО? .....	14
E.	Членом яких СРО може бути професійний учасник ринку цінних паперів? .....	15
F.	Чим відрізняються вимоги до СРО у Законі 2006 року від вимог Закону 1996 року?.....	16
G.	Яким є статус СРО згідно з Законом України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг"? .....	16
H.	Чи відповідають законодавчі положення про СРО учасників ринку цінних паперів найкращій міжнародній практиці?.....	17
I.	Які проблеми ще залишаються невирішеними? .....	20
1.	Поширення вимог і санкцій СРО на асоційованих осіб .....	20
2.	Статус фондових бірж як СРО .....	22
3.	Статус депозитаріїв цінних паперів як СРО.....	22
4.	Стаття 120 Господарського кодексу України.....	23
V.	Оцінка існуючих СРО та рекомендації щодо вдосконалення їх діяльності.....	24
A.	СРО торговців цінними паперами - Асоціація ПФТС .....	24
1.	Загальні питання.....	24
2.	Спроможності Асоціації ПФТС щодо розвитку СРО.....	25
3.	Рекомендовані заходи для вдосконалення саморегулювання.....	26
a.	Управління діяльністю Асоціації ПФТС та Біржі ПФТС.....	26
b.	Коментар щодо внутрішніх документів і правил Асоціації ПФТС.....	30
4.	Труднощі, які постають перед ліцензованими торговцями цінними паперами .....	30
B.	СРО компаній з управління активами інституційних інвесторів – УАІБ .....	31
1.	Передісторія.....	31
2.	Спроможності УАІБ розвивати СРО.....	32
3.	Рекомендації щодо удосконалення.....	33
C.	СРО депозитарних установ (реєстраторів і зберігачів).....	33
1.	ПАРД .....	33
a.	Передісторія .....	33
b.	Спроможності ПАРД для розвитку як СРО.....	34
c.	Рекомендовані заходи для вдосконалення .....	35
2.	АУФРУ .....	35
a.	Передісторія .....	35
b.	Спроможності АУФРУ щодо розвитку СРО .....	35
c.	Рекомендації.....	35
D.	УААПФ – СРО адміністраторів пенсійних фондів .....	35
VI.	Передліцензійна робота, навчання і підвищення кваліфікації професійних учасників ринку та їх асоційованих осіб .....	36
VII.	Висновки.....	37

## ДОДАТКИ

ДОДАТОК А. Перелік осіб, з якими проводилось інтерв'ю.....	39
ДОДАТОК В. Перелік документів, огляд яких був зроблений .....	41
ДОДАТОК С. Стратегія та план заходів ДКЦПФР щодо розвитку і регулювання діяльності СРО .....	45
ДОДАТОК D. Службова записка до ДКЦПФР та коментарі до проекту "Положення про саморегульовані організації професійних учасників фондового ринку" і пропозиції щодо законодавчих змін для забезпечення більш ефективного функціонування саморегулювання.....	59
ДОДАТОК Е-1. Коментарі щодо Статуту Асоціації ПФТС .....	81
ДОДАТОК Е-2. Коментарі щодо Положення про членство в Асоціації ПФТС .....	97
ДОДАТОК Е-3. Коментарі щодо Кодексу професійної відповідальності ПФТС.....	101
ДОДАТОК Е-4. Коментарі щодо Положення Асоціації ПФТС про сертифікацію .....	111
ДОДАТОК Е-5. Коментарі щодо Дисциплінарного кодексу Асоціації ПФТС.....	112
ДОДАТОК Е-6. Коментарі щодо Арбітражного кодексу Асоціації ПФТС .....	122
ДОДАТОК Е-7. Коментарі щодо Положення про Арбітражно-дисциплінарний комітет ПФТС.....	134
ДОДАТОК F-1. Коментарі щодо Статуту УАІБ .....	137
ДОДАТОК F-2. Коментарі щодо Регламенту прийому компаній до складу членів УАІБ .....	147
ДОДАТОК F-3. Коментарі щодо Етичного кодексу УАІБ .....	151
ДОДАТОК F-4. Коментарі щодо Кодексу заходів дисциплінарного впливу, Положення про Дисциплінарний комітет та Положення про позаштатних працівників Дисциплінарного комітету УАІБ .....	164
ДОДАТОК G-1. Коментарі щодо Статуту ПАРД .....	181
ДОДАТОК G-2. Коментарі щодо Положення про членство в ПАРД .....	194
ДОДАТОК G-3. Коментарі щодо Дисциплінарного кодексу ПАРД.....	202
ДОДАТОК G-4. Коментарі щодо Кодексу честі і Положення про Комісію з питань етики та вирішення спорів ПАРД.....	207
ДОДАТОК G-5. Коментарі щодо Положення про Третейський суд ПАРД.....	217
ДОДАТОК H-1. Коментарі щодо Статуту УА АПФ .....	225
ДОДАТОК H-2. Коментарі щодо Положення про участь в УА АПФ .....	234
ДОДАТОК I-1. Коментарі щодо Положення про членство, договору про участь в СРО і Положення про звітність членів Асоціації РФС .....	241
ДОДАТОК J-1. Коментарі щодо Положення про участь в СРО ЗАТ УМВБ.....	253
ДОДАТОК J-2. Коментарі щодо Положення про Раду СРО ЗАТ УМВБ.....	265
ДОДАТОК J-3. Коментарі щодо Етичного кодексу ЗАТ УМВБ.....	269
ДОДАТОК J-4. Коментарі щодо Дисциплінарних правил ЗАТ УМВБ .....	275
ДОДАТОК J-5. Коментарі щодо Регламенту біржового арбітражу ЗАТ УМВБ .....	292
ДОДАТОК К. Деякі питання та відповіді щодо діяльності саморегульованих організацій учасників ринку цінних паперів.....	303
ДОДАТОК L. Професійна біографія Роберта Д. Страхоти.....	311

## ВИЗНАЧЕННЯ ТЕРМІНІВ

Асоціація ПФТС	Асоціація "Перша фондова торговельна система"
Асоційовані особи	фізичні особи, що є директорами і здійснюють активну управлінську діяльність, менеджери та працівники професійного учасника ринку цінних паперів, які працюють з клієнтами або мають справу з грошовими коштами чи цінними паперами
АУФРУ	Асоціація учасників фондового ринку України
Біржа ПФТС	"Фондова біржа ПФТС"
Держфінпослуг	Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України
ДКЦПФР	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку
Закон 1996 року	Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР
Закон 2006 року	Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 р. № 3480-IV
Звіт Проекту з питань СРО, або Звіт	цей звіт
Методологія IOSCO	запропонована IOSCO методологія оцінки впровадження Принципів IOSCO
МФС	Депозитарій "Міжрегіональний фондовий союз" (фактично діючий депозитарій цінних паперів)
НДУ	Національний депозитарій України (альтернативний депозитарій цінних паперів, головним акціонером якого є держава)
ПАРД	Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв
Принципи IOSCO	Цілі та принципи IOSCO щодо регулювання ринків цінних паперів (IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation)
Проект розвитку ринків капіталу	Проект "Розвиток ринків капіталу", фінансований USAID
Рада	Наглядова рада (Рада директорів)
РФС	Асоціація "Регіональний Фондовий Союз"
СРО	саморегулювальна організація
УА АПФ	Українська асоціація адміністраторів пенсійних фондів
УАІБ	Українська асоціація інвестиційного бізнесу
УМВБ	ЗАТ "Українська міжбанківська валютна біржа"
УФБ	ЗАТ "Українська фондова біржа"
ФДМУ	Фонд державного майна України
EFAMA	Асоціація Європейських фондів і компаній з управління активами
FMI	Компанія Financial Markets International, Inc.
IOSCO	Міжнародна організація комісій з цінних паперів
NASD	Національна асоціація біржових дилерів США
NASD Regulation	дочірнє підприємство, яке повністю належить Асоціації NASD
Nasdaq	Фондова біржа Nasdaq
USAID	Агентство США з міжнародного розвитку



## I. Передмова

Цей звіт підготовлено, виходячи з наступної вимоги, визначеної технічним завданням консультанта:

"Виконати і надати письмову оцінку поточному стану діяльності СРО в Україні, разом з поетапною програмою заходів, включаючи проект положення для ДКЦПФР та проекти інших документів, наприклад, статуту та внутрішніх положень СРО, дисциплінарних процедур, стандартів надання членства, критеріїв освіти та перевірки кваліфікації, а також процедури сертифікації для створення ефективних СРО на базі найкращої міжнародної практики. Оцінка має бути узгоджена з Проектом розвитку ринків капіталу, Місією USAID та обговорена з представниками аналізованих СРО".

У підготовці цього звіту ми виходили з передумови, що для того, аби Україна могла зробити наступний крок у розвитку фінансового сектору, однією з функцій, яку потрібно вдосконалити, є посилення ролі і надання ширших повноважень СРО, зокрема ПФТС, ПАРД, УАІБ та іншим професійним об'єднанням учасників ринку. Кроки, визначені технічним завданням консультанта - автора цього звіту задля досягнення такої мети, полягають у наступному:

- Переглянути Закон 2006 року в частині повноважень, передбачених найкращою міжнародною практикою щодо створення СРО, та положення, які наразі регулюють діяльність цих інституцій на ринках капіталу.
- У тісній співпраці з ДКЦПФР, реалізувати низку ініціатив щодо створення законопроектів задля подальшого удосконалення регулювання СРО.
- Провести зустрічі з трьома основними СРО у секторі ринків капіталу (ПФТС, ПАРД, УАІБ) та Українською асоціацією адміністраторів пенсійних фондів, аби дізнатись про їх поточну практику діяльності і саморегулювання, і про їх бачення розвитку і функціонування СРО в Україні.
- Переглянути поточні статутні та внутрішні документи і правила СРО, аби визначити їх відповідність стандартам і скласти рекомендації щодо їх удосконалення.
- Провести зустрічі з представниками ДКЦПФР і Держфінпослуг, аби дізнатися про їх бачення розвитку СРО на основі міжнародних стандартів і їх бачення своїх дій, спрямованих на розвиток і захист ринку.
- Підготувати проекти матеріалів і навчальні посібники (наскільки це доцільно) для навчання кращій практиці СРО.
- Підготувати і провести круглі столи і спеціальні навчальні програми для спеціалістів ДКЦПФР, ПФТС, УАІБ, ПАРД та УААПФ, зосереджуючи увагу на кращих практиках СРО.

Підготовка цього звіту була б неможлива без допомоги людей, з якими я спілкувався – вони згадані у Додатку А. Особливу подяку я висловлюю їм і команді Проекту розвитку ринків капіталу в Києві, а особливо керівникові Проекту Нільсу Екбергу, колишній керівниці Проекту Ен Уоллес, Віктору Стеценко, Наталії Кравченко, Віктору Сизоненку, Оксані Грицай, Наталії Лозицькій, Тетяні Котуховій і Анні Перміновій – за їх постійну готовність допомогти і за безмежну гостинність.

## II. Короткий зміст

### A. Два ключових питання

Оцінюючи потенціал для розвитку СРО професійних учасників ринку цінних паперів за різними видами діяльності, слід відповісти на два ключових питання:

1. Чи має СРО досить ресурсів для того, щоб узяти на себе функції щодо розвитку ринку і регулювання?
2. Чи готовий державний регулятор ринку цінних паперів делегувати СРО відповідні повноваження, щоб ті мали можливість здійснювати саморегулювання?

Оцінка ресурсів має включати як оцінку ресурсу персоналу, включаючи знання і досвід працівників СРО, так і оцінку фінансових ресурсів. Спираючись на проведені нами інтерв'ю, можна зробити висновок, що три основні СРО професійних учасників ринку цінних паперів України (ПАРД, Асоціація ПФТС та УАІБ) мають керівних посадових осіб з необхідним досвідом та навичками, щоб ці СРО могли брати на себе більше функцій щодо розвитку ринку та саморегулювання. Це ствердження стосується також СРО адміністраторів пенсійних фондів, Української асоціації адміністраторів пенсійних фондів (УААПФ), хоча діяльність цієї організації регулюється іншим законодавством, а не Законом 2006 року, про що буде докладніше викладено нижче, у Розділі IV.

Фінансові ресурси – це проблема. Закон 2006 року допомагає у цьому плані, оскільки визначає, що до травня 2009 року має залишитися лише по одній СРО в кожному з трьох наступних видів професійної діяльності на ринку цінних паперів: (i) торгівля цінними паперами; (ii) управління активами інституційних інвесторів та (iii) депозитарна діяльність (реєстратори і зберігачі). Однак навіть за умови такої консолідації індустрія цінних паперів в Україні ще не настільки прибуткова, а спроможність і готовність учасників ринку виділити кошти для подальшого розвитку СРО є поки що недостатніми.

Другим ключовим питанням, на яке потрібно дати відповідь, таке: чи готова ДКЦПФР передати додаткові повноваження наявним СРО, щоб ті могли відігравати більш суттєву роль у розвитку ринку і регулюванні у тій мірі, як це дозволяють їм їх фінансові ресурси. Під час тих небагатьох зустрічей, що я мав з посадовими особами ДКЦПФР, я зробив для себе висновок, що Комісія не проти додаткового посилення ролі СРО, однак звертає увагу на деякі аспекти конфлікту інтересів, які внутрішньо властиві саморегулюванню. ДКЦПФР уже працює над проектом Положення щодо реалізації положень Закону про цінні папери 2006 року.<sup>1</sup> Офіційні особи ДКЦПФР також не впевнені, що модель СРО, визначена Законом 2006 року, є оптимальною, і тому, можливо, доведеться внести певні зміни до цього Закону.

З іншого боку, дехто з учасників ринку, з якими я зустрічався, налаштовані скептичніше щодо готовності ДКЦПФР передати додаткові повноваження СРО. Один з учасників ринку визначив це питання як проблему того, що є первинним, - "курка чи яйце". Коли учасники ринку пропонують делегувати більше повноважень СРО, ДКЦПФР відповідає, що спочатку треба скоротити надмірну кількість СРО, або що ці СРО проводять недостатньо жорстку політику щодо своїх членів. Реалізація положень Закону 2006 року, як пропонується у цьому Звіті, вирішить проблему надмірної кількості СРО.

Деякі учасники ринку зазначають більш серйозну проблему, а саме, що ДКЦПФР надто поблажливо ставиться до видачі ліцензій та регулювання ринків і професійних

<sup>1</sup> Коментарі щодо першої публічної версії проекту цього положення наведено у Додатку D.

учасників ринку цінних паперів. Це створює значні перепони для розвитку надійного ліквідного ринку цінних паперів в Україні, а також призводить до значних структурних і регуляторних проблем, зокрема, до існування близько 800 ліцензованих торговців цінними паперами, багато з яких не здійснюють активної діяльності на вторинному ринку. Учасники ринку, які поділяють цю точку зору, вважають, що ДКЦПФР має виправити таку ситуацію, перш ніж можна буде щось покращити у системі саморегулювання, і зауважують, що Комісія, схоже, не схильна вдаватися до активних дій для вирішення питань, пов'язаних з вищезазначеними структурними питаннями консолідації ринку. Отже, можна зробити логічний висновок, що СРО слід надати більш широкі можливості для того, щоб пересвідчитися, що вони можуть зробити у цьому напрямку.

У цьому Звіті ми виходимо з припущення, що ДКЦПФР докладатиме необхідних зусиль для реалізації положень Закону 2006 року щодо діяльності СРО. У Додатку С до цього звіту окреслено три альтернативних варіанти Стратегії та Плану заходів, які Комісії доцільно розглянути як складову частину процесу реалізації положень Закону 2006 року щодо СРО. У Додатку D наведено коментарі щодо поточного проекту Положення ДКЦПФР про СРО і визначено певні недоліки щодо реєстрації та регулювання СРО, які, можливо, потребуватимуть внесення змін у чинне законодавство.

## **В. Яким чином можуть допомогти USAID і Проект розвитку ринків капіталу?**

В запропонованій Комісії Стратегії та Плані заходів щодо розвитку і регулювання СРО (Додаток С) нами запропоновано низку позитивних кроків, які може здійснити Проект розвитку ринків капіталу для сприяння процесові розвитку СРО, передовсім для консолідації і підтримки діяльності трьох основних СРО професійних учасників ринку цінних паперів: ПАРД, Асоціації ПФТС та УАІБ.

Ми не рекомендуємо вдаватися до прямої фінансової підтримки жодної з СРО з боку Проекту USAID з розвитку ринків капіталу. На даному етапі розвитку ринку цінних паперів України учасники ринку мають зрозуміти, що підтримка саморегулювання відповідає їх власним інтересам. В разі відсутності виділення СРО коштів учасниками ринку, навіть після усіх дискусій, аналізу моделей найкращої практики, проведення навчання, реалізації освітніх програм та поширення загальної оглядової інформації, це буде точним сигналом, що учасники ринку мають більш вагомий пріоритет. Саморегулювання, звичайно, є важливою справою, і до нього слід закликати, однак саморегулювання неможливе без підтримки з боку як ДКЦПФР, так і учасників ринку.

Наша оцінка спроможності до розвитку саморегулювання основних СРО учасників ринку цінних паперів і адміністраторів пенсійних фондів міститься у §V цього звіту, а короткий виклад цієї оцінки наводиться нижче.<sup>2</sup>

## **С. Спроможності ПАРД щодо розвитку СРО**

Найгостріше проблема фінансових ресурсів проявляється стосовно СРО депозитарних установ, де найбільш логічним кандидатом на статус єдиної СРО є

<sup>2</sup> Незадовго до завершення роботи над цим звітом до Проекту розвитку ринків капіталу звернулися ДКЦПФР і кілька СРО з проханням проаналізувати статuti та внутрішні документи цих СРО. Оскільки для перекладу цих документів англійською мовою потрібен час, то щоб не відкладати подачу цього звіту, були підготовані Додатки до нього з коментарями на основі аналізу додатково запропонованих внутрішніх документів СРО. На сьогодні проаналізовано представлені нам статuti і внутрішні документи УААПФ, РФС і УМВБ.

ПАРД. Асоціації ПАРД довелось призупинити застосування тих небагатьох функцій саморегулювання, до яких вона вдавалася раніше, тому що через це її члени почали переходити до АУФРУ, асоціації, яка є СРО лише номінально. АУФРУ не виконує функцій СРО, розмір її членських внесків є нижчим за членські внески ПАРД, а наявність АУФРУ є дахом для близько 200 реєстраторів, яким СРО потрібні лише для того, щоб виконати вимогу регулятора про обов'язкове членство в одній з СРО.

На сьогодні ПАРД має достатню кількість членів, щоб претендувати на право бути єдиною СРО у своєму сегменті за вимогами Закону 2006 року. Однак сумнівно, що поточні ресурси ПАРД та її потенціал отримання доходу від членських внесків є достатнім для здійснення ключових функцій саморегулювання. Поточний річний бюджет ПАРД становить 160 тисяч доларів США, а членами ПАРД є близько 75% від загальної кількості ліцензованих реєстраторів країни. Зважаючи на невисоку прибутковість реєстраторів, що обмежує фінансові ресурси ПАРД, а також те, що діяльність реєстраторів не вимагає значних обсягів саморегулювання, то в разі якщо ПАРД залишиться єдиною СРО депозитарних установ, асоціації ПАРД найкраще зосередити свою діяльність як СРО на таких напрямках:

- Передліцензійна робота та сертифікація, навчання та підвищення кваліфікації компаній та їх асоційованих осіб;
- Просування єдиних процедур і форм реєстрації права власності на цінні папери;
- Впровадження етичного кодексу, вимогами якого є, зокрема, дотримання цих єдиних процедур усіма членами СРО та їх асоційованими особами; та
- Здійснення дисциплінарної функції, яка полягає у тому, що на членів СРО та їх асоційованих осіб можуть накладатися дисциплінарні стягнення за порушення цього етичного кодексу.

Існують також концептуальні запитання та невизначеності щодо ролі СРО депозитарних установ для професійних учасників ринку цінних паперів, виходячи з Закону 2006 року. Наприклад, незрозуміло, чому зберігачі цінних паперів мають бути членами тієї ж СРО, що й реєстратори. Концептуально ПАРД було б доцільніше віднести до загальної регуляторної бази, якби це була СРО, що об'єднує лише реєстраторів. Більшість зберігачів – це торговці цінними паперами або банки, що здійснюють діяльність з цінними паперами. Зберігачі цінних паперів, як і торговці цінними паперами, мають бути членами одного з депозитаріїв для потреб бізнесу, якщо вони безпосередньо здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Логічнішим було б для зберігачів мати членство у такій СРО, як депозитарій цінних паперів, який вже має досвід роботи, операційну кваліфікацію та інфраструктуру для саморегулювання, а також довіру членів щодо можливостей такого депозитарію надавати послуги з клірингу і розрахунків за угодами щодо цінних паперів, включаючи вирішення спорів. Понад 90% юридичних осіб, що мають ліцензію зберігача цінних паперів, також мають ліцензію торговця цінними паперами, а Закон 2006 року вимагає, щоб кожний професійний учасник ринку був членом лише однієї СРО. Набагато важливіше, щоб торговці цінними паперами отримали членство у єдиній СРО торговців цінними паперами.

Примірники статуту, внутрішніх положень ПАРД, її правил і процедур та мої коментарі до них і пропонувані зміни можна знайти у Додатках G-1 - G-5 до цього Звіту.

## **D. Спроможності УАІБ щодо розвитку СРО**

За наявними ресурсами і спроможністю саморегулювання з-поміж трьох основних СРО професійних учасників ринку, УАІБ, здається, найкраще відповідає рівню, необхідному СРО компаній з управління активами, щоб належним чином здійснювати саморегулювання своїх членів. Це не означає, що потрібних ресурсів чи

спроможностей не має Асоціація ПФТС. Звичайно, має. Однак відповідальність і функції, які зазвичай покладаються на СРО торговців цінними паперами, є значно ширшими за функції СРО КУА. У ПФТС помітнішим є розрив між рівнем наявних ресурсів і спроможностей та тими якостями, яких очікують від СРО.

УАІБ повинна мати можливості для здійснення наступних видів діяльності СРО:

- Передліцензійна робота та сертифікація КУА та їх асоційованих осіб;
- Навчання і підвищення кваліфікації членів СРО та їх асоційованих осіб;
- Впровадження етичного кодексу, який вимагає від членів СРО та їх асоційованих осіб, зокрема, дотримання стандартів щодо реклами, звітності про результати діяльності та інших стандартів управління активами, які відповідають чинному законодавству і вимогам етичного кодексу; і
- Здійснення дисциплінарної функції, яка полягає у тому, що на членів СРО та їх асоційованих осіб накладаються дисциплінарні стягнення в разі порушення ними вимог етичного кодексу.

Оскільки логічно очікувати, що більшість КУА інвестиційних фондів є також КУА недержавних пенсійних фондів і мають однакову зацікавленість щодо саморегулювання, є так само логічним, якщо УАІБ виконуватиме також функції СРО компаній з управління активами пенсійних фондів.

Примірники статуту, внутрішніх документів УАІБ, її правил і процедур та мої коментарі до них і пропонувані зміни можна знайти у Додатках F-1 - F-4 до цього Звіту.

## **Е. Спроможності Асоціації ПФТС щодо розвитку СРО**

Найважливішою з трьох категорій СРО професійних учасників ринку, визначених Законом 2006 року, є, зрозуміло, СРО торговців цінними паперами. СРО, членами яких є торговці цінними паперами, існують на ринках цінних паперів багатьох країн. У багатьох країнах немає СРО компаній з управління активами чи СРО депозитарних установ. Основна причина того, що СРО торговців є важливішою, полягає в тому, що саме тут існує більш активна взаємодія між торговцями цінними паперами та між ними та інвесторами. Обидві ці обставини, відповідно, роблять більш актуальною необхідність застосування в такій СРО традиційних функцій саморегулювання, які підлягають регуляторному наглядові.

Єдиним реальним кандидатом з-поміж існуючих на сьогодні СРО на отримання статусу єдиної СРО торговців цінними паперами є Асоціація ПФТС. На сьогодні чисельність членів Асоціації ПФТС не становить більше 50% ліцензованих торговців цінними паперами. Однак біржа ПФТС, якою повністю володіє Асоціація ПФТС, є провідним ринком цінних паперів в Україні, на який припадає близько 86% поточного обсягу угод з корпоративними цінними паперами в гривнях на організованому ринку України. Усі члени біржі ПФТС, через які проходить зазначений обсяг угод, є також членами Асоціації ПФТС.

Асоціація ПФТС має спроможність виконувати наступні функції саморегулювання:

- Передліцензійна робота та сертифікація компаній та їх асоційованих осіб;
- Кваліфікація, перевірка кваліфікації, навчання і підвищення кваліфікації асоційованих осіб ліцензованих компаній-членів СРО;
- Встановлення етичних принципів та підготовка кодексів професійної поведінки, застосованих до компаній-членів та їх асоційованих осіб, включаючи положення щодо торгової практики, реклами та обслуговування публічних інвесторів;
- Правила пруденційної діяльності для компаній-членів СРО, які можуть бути жорсткішими за вимоги регулятора, але які відповідають цим вимогам;

- Забезпечення арбітражу або подібних до нього механізмів вирішення спорів між компаніями-членами СРО і між членами або їх асоційованими особами та їх клієнтами;
- Адміністрування процесу застосування дисциплінарних стягнень до компаній-членів та їх асоційованих осіб.

Однак перш ніж Асоціація ПФТС буде визнана єдиною СРО торговців, слід вирішити питання щодо внесення змін до системи корпоративного управління і організаційні питання, які необхідно вирішити стосовно взаємовідносин між Асоціацією ПФТС і Біржею ПФТС. *Див §V.A.3.a* нижче.

Але навіть у тому разі, якщо Асоціація ПФТС відповідатиме тим вимогам, які треба виконати, щоб мати підстави для отримання статусу єдиної СРО торговців цінними паперами, саморегулювання або пряме регулювання діяльності торговців з боку ДКЦПФР може бути ефективним лише за умови, що Комісія негайно здійснить відповідні кроки і, в разі потреби, підготує необхідні зміни до чинного законодавства з метою суттєвого скорочення кількості ліцензованих на сьогодні торговців цінними паперами в Україні. *Див §V.A.4* нижче.

Примірники статуту, внутрішніх положень Асоціації ПФТС, інших її правил і процедур та мої коментарі до них і пропонувані зміни можна знайти у Додатках E-1 - E-7 до цього Звіту.

## **F. Спроможності УААПФ щодо розвитку СРО**

УААПФ є основною асоціацією адміністраторів пенсійних фондів України. На відміну від положень Закону 2006 року про єдину СРО професійних учасників фондового ринку, законодавство, що регулює діяльність СРО у пенсійній системі не містить положень про єдину СРО у цьому сегменті ринку або про членство у СРО як обов'язкову умову професійної діяльності. Бажано внести відповідні зміни до законодавства, щоб зробити обов'язковим членство у єдиній СРО адміністраторів пенсійних фондів. Держфінпослуг вважає УААПФ об'єднанням, членство у якому є добровільним. УААПФ представляє значну більшість адміністраторів пенсійних фондів за обсягом активів в управлінні і має спроможності для ефективного функціонування як СРО професійних учасників цього сектору ринку.

## **G. Аналіз української моделі СРО і невирішені проблеми**

Необхідно проаналізувати модель СРО в Україні:

1. З точки зору господарської діяльності відносно того, чи має сенс ця модель з огляду на поточну структуру ринку цінних паперів України;
2. З регуляторної точки зору відносно того, чи вона відповідає найкращій міжнародній практиці, закріпленій у Принципах IOSCO.

З точки зору господарської діяльності немає нічого принципово невірною щодо концепції трьох окремих членських СРО для трьох конкретних груп професійних учасників ринку, як це визначено Законом 2006 року. Зрозуміло, що вимоги щодо обов'язкового членства усіх професійних учасників ринку принаймні в одній СРО і щодо існування лише однієї СРО по кожній категорії професійних учасників ринку є позитивними кроками.<sup>3</sup> Перша з цих вимог необхідна для того, щоб саморегулюванню підлягали усі професійні учасники ринку, що є бажаною передумовою для делегування

<sup>3</sup> Вимога обов'язкового членства у принаймні одній СРО – це не нова ідея; здається, вперше ця вимога сформульована у підпункті 2.1 "Положення про діяльність саморегулювальної організації професійних учасників ринку цінних паперів", затвердженого Рішенням ДКЦПФР від 18.03.2002 р. № 107, зареєстрованого Мін'юстом України 27.09.2002 р. за № 787/7075.

СРО регуляторних повноважень. Друга вимога є бажаною для того, щоб унеможливити конкуренцію серед СРО і уникнути заниження планки вимог при формулюванні стандартів саморегулювання. Ця проблема існує на сьогодні в Україні у зв'язку з функціонуванням асоціації АУФРУ, яка за рахунок низького розміру членських внесків конкурує з ПАРД, що не дозволяє останній впроваджувати функції саморегулювання її членів.

Разом з цим, модель СРО, встановлена Законом 2006 року, не є оптимальною, тому що в ній не закладено можливості скористатися ринковими інституціями, які є більш природними й логічними кандидатами на отримання статусу СРО. Як було сказано у §III.C вище, для зберігачів цінних паперів більш природною і логічною була б СРО депозитарних установ.

Так само, незважаючи на те, що у багатьох юрисдикціях є окремі СРО, членами яких є компанії - торговці цінними паперами, це не повинно відмінити можливість для ліцензованих бірж і далі виконувати функції СРО, якщо вони мають для цього відповідні спроможності. До того, як набув чинності Закон 2006 року, усі ліцензовані організатори торгівлі цінними паперами були також зареєстровані ДКЦПФР як СРО. Закон 2006 року змінив цю ситуацію, оскільки він передбачає наявність єдиної СРО торговців цінними паперами, яка відповідатиме за саморегулювання усіх ліцензованих торговців, незалежно від біржі чи бірж, учасниками яких вони є. Закон 2006 року не дає відповіді на запитання, чи й надалі біржі будуть вважатися СРО. Біржі повинні зберегти статус СРО, враховуючи те, що вони безпосередньо здійснюють багато функцій регулювання свого ринку, зокрема, функцію нагляду за ринком, застосування встановлених правил торгівлі та застосування стандартів лістингу.

Питання щодо того, чи й надалі біржі вважатимуться СРО після створення, відповідно до Закону 2006 року, єдиної СРО торговців цінними паперами, є важливим з двох причин. По-перше, такий ринок як Біржа ПФТС, замість того, щоб скористатися послугами цієї єдиної СРО торговців для забезпечення функції саморегулювання, може вважати за доцільне здійснювати саморегулювання свого ринку за власні кошти і силами власного персоналу. По-друге, було б несправедливо вимагати від єдиної СРО торговців цінними паперами витратити власні ресурси для забезпечення функції саморегулювання деяких українських регіональних бірж, які наразі не виконують жодних функцій СРО. Діяльність єдиної СРО торговців цінними паперами має бути зосереджена на регулюванні діяльності членів такої СРО, а не регулюванні ринку.

З регуляторної точки зору, міжнародна найкраща практика стосовно використання СРО має дуже загальну природу. Принцип IOSCO №6 рекомендує створювати СРО, але це не є обов'язковою вимогою. Разом з цим, якщо використовуються СРО, їм слід дотримуватися Принципу IOSCO №7 щодо регуляторного нагляду за ними. Теоретично, за стандартами СРО, як це визначено Законом 2006 року, як і за стандартами щодо статусу СРО згідно з попереднім законом, можна зробити висновок, що Україна дотримується Принципу IOSCO №7. На папері виглядає, що тут існують належні стандарти щодо визнання СРО і здійснення перевірок їх діяльності, щоб забезпечити належне виконання ними функцій СРО або припинення повноважень СРО в разі неналежного виконання функцій саморегулювання.

Але на практиці відбувається зовсім інше. Внаслідок того, що ДКЦПФР видала ліцензію АУФРУ, чисто номінальній СРО реєстраторів, це шкодить ПАРД, оскільки не дозволяє їй здійснювати функції СРО, які в іншому разі, у відсутність конкурента, ПАРД міг би застосовувати, маючи для цього необхідні спроможності. До того ж ДКЦПФР, крім Біржі ПФТС, УФБ та УМББ, зареєструвала як СРО також цілий ряд інших бірж, які наразі не здійснюють жодних функцій СРО. Тому не можна стверджувати, що модель СРО, впроваджена в Україні, працює у відповідності з найкращою міжнародною практикою та згідно з Принципом IOSCO №7.

Проект Положення ДКЦПФР "Про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку", яким передбачається забезпечити практичну реалізацію положень Закону 2006 року, не повністю відповідає Принципу IOSCO №7. Справа в тому, що запропоноване Положення не передбачає застосування СРО своїх правил, зокрема, дисциплінарних процедур, до асоційованих осіб компаній-членів СРО. Крім цього, у проекті Положення не прописано повноваження СРО для накладання фінансових санкцій на асоційованих осіб компаній-членів СРО. У наших коментарях щодо проекту цього Положення (Додаток D) запропоновано рекомендації щодо вирішення обох цих проблем. Однак не виключено, що для поширення вимог і санкцій СРО на асоційованих осіб компаній-членів СРО доведеться внести відповідні зміни до чинного законодавства.

### **III. Стратегія та план заходів ДКЦПФР щодо розвитку і регулювання діяльності СРО**

Рекомендовані стратегію та план заходів ДКЦПФР щодо розвитку й регулювання діяльності СРО включено в Додаток С до цього Звіту. На розгляд ДКЦПФР запропоновано три можливі стратегії:

**План А. Якомога швидше реалізувати положення про СРО з метою гуртування професійних учасників навколо нинішніх домінуючих кандидатів на отримання статусу СРО, а саме Асоціації ПФТС, УАІБ та ПАРД.**

**План Б. Подолати вимогу про наявність представництва 50% професійних учасників ринку як умову стосовно створення єдиної СРО торговців цінними паперами, маючи консенсус основних фондових бірж щодо створення нової СРО для торговців із новими вимогами застосування нею регулюючих важелів до своїх членів. Регулювання торговців на кожному ринку залишатиметься обов'язком кожної окремої СРО/біржі на ринку цінних паперів.**

**План В. Внести зміни до Закону 2006 року щодо вимоги про об'єднання 50% торговців, замінивши її на більш репрезентативний показник, як от об'єднання торговців, на яких припадає понад [50%] обсягу угод з корпоративними цінними паперами на вторинному ринку в гривнях, які підтверджено звітністю про угоди, кліринг і розрахунки за якими здійснено депозитарієм з відповідними повноваженнями, або, як альтернатива – згідно їх звітності до ДКЦПФР.<sup>4</sup>**

Зауважимо, що План А був рекомендований Комісії у першому варіанті цього Звіту від 27 жовтня 2006 року. Однак, як пояснюється у Додатку С, Комісія, здається, не виявила особливого інтересу до Плану А. Можливо, ДКЦПФР вважає, що у неї немає важелів для того, щоб нейтралізувати протидію з боку регіональних бірж та деяких професійних учасників ринку, що необхідно для практичної реалізації Плану А. Автор цього Звіту і Проект розвитку ринків капіталу продовжують вважати План А найкращим для розвитку саморегулювання в Україні, тому ми залишаємо План А у складі Додатку С, з додатковими роз'ясненнями його переваг. Разом з цим, як

---

<sup>4</sup> Обсяг звітності, яку мають подавати в Комісію ліцензовані торговці цінними паперами, є доволі обширним, так що такої інформації має бути досить для визначення тих торговців, на яких припадає понад 50% загального обсягу виконаних угод з акціями і облигаціями (або будь-якого іншого порогового показника) на внутрішньому ринку і поза його межами. Проте ДКЦПФР не веде такої статистики, тому можливо, що Комісія не має для цього відповідного програмного забезпечення або необхідних людських ресурсів. *Див.* Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 08.06.2004 р. № 279 "Про затвердження Положення про порядок складання адміністративних даних щодо діяльності торговців цінними паперами та подання відповідних документів до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку", зареєстровано Мін'юстом України 09.09.2004 р. за № 1122/9721.

альтернативні варіанти стратегії ми пропонуємо Комісії також План Б і План В, з поетапним Планом заходів, де зазначено, яким чином можна реалізувати План Б і План В.

## **IV. Аналіз української моделі СРО та невирішені проблеми**

### **A. Якими є вимоги щодо створення СРО згідно з Законом 2006 року?**

Ключові пункти щодо створення СРО згідно з Законом 2006 року сформульовані у ст.ст. 2 (ч.2), 16 (ч.4), 48 та 49, і їх можна коротко підсумувати так:

1. СРО має бути неприбутковим об'єднанням компаній-членів.
2. Членами СРО мають бути професійні учасники фондового ринку як юридичні особи, а не фізичні особи.
3. Закон 2006 року визнає щонайменше три види СРО, члени яких здійснюють таку діяльність:
  - a. торгівля цінними паперами;
  - b. управління активами інституційних інвесторів;
  - c. депозитарна діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів).
4. СРО створюється у відповідності з критеріями і вимогами ДКЦПФР.
5. Професійний учасник фондового ринку (крім фондових бірж та депозитаріїв) не має права здійснювати діяльність, на яку він має ліцензію, якщо він не є членом принаймні однієї СРО.
6. СРО створюються згідно з принципом "одна СРО з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів".
7. СРО повинна об'єднувати понад 50% професійних учасників фондового ринку за одним з трьох вищезазначених видів професійної діяльності.
8. СРО отримує статус єдиної із дня реєстрації в ДКЦПФР.
9. Правила і стандарти СРО повинні бути обов'язковими для виконання всіма членами такої СРО.
10. СРО повинна мати у своєму розпорядженні активи у розмірі не менше 600 тисяч гривень для забезпечення статутної діяльності.

### **B. Якими є функції СРО згідно з Законом 2006 року?**

Функції СРО за Законом 2006 року наведені у ст.ст. 47-48 Закону 2006 року стосовно регулювання ринку цінних паперів.

У частині першій статті 47 сказано:

"Регулювання фондового ринку здійснює держава та саморегулювні організації."

У відповідному положенні частини другої статті 48 Закону 2006 року сказано:

"Метою діяльності саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку є забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку, які є членами саморегулювної організації, розроблення і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності."

### **С. Які повноваження можуть бути делеговані СРО згідно з Законом 2006 року?**

У статті 49 Закону 2006 року сказано:

"Стаття 49. Делегування саморегульним організаціям повноважень з регулювання фондового ринку

1. У кожному виді професійної діяльності Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може делегувати саморегульній 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.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку у встановленому нею порядку може делегувати інші повноваження саморегульним організаціям.

2. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку делегує саморегульній організації повноваження з регулювання фондового ринку в установленому нею порядку за заявою цієї організації.

У місячний строк після отримання заяви від саморегульної організації Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку приймає рішення про делегування або відмову в делегуванні саморегульній організації повноважень.

3. У рішенні про делегування саморегульній організації повноважень зазначаються:

- найменування саморегульної організації, якій делегуються повноваження;
- повноваження, які делегуються;
- строк, на який делегуються повноваження;
- порядок державного контролю за здійсненням делегованих повноважень.

4. Рішення про делегування саморегульній організації повноважень підлягає державній реєстрації в Міністерстві юстиції України як нормативно-правовий акт та оприлюдненню відповідно до законодавства.

5. Строк делегованих саморегульній організації повноважень продовжується у порядку, встановленому для їх отримання.

6. Саморегульна організація має право подавати заяву про делегування їй додаткових повноважень лише за умови задовільного виконання раніше делегованих повноважень."

### **Д. Коли набувають чинності вимоги щодо СРО?**

Відповідно до пункту 1 розділу VII "Прикінцеві положення" Закону 2006 року, частина перша статті 48 цього Закону, що містить вимогу щодо наявності однієї СРО з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів, набуває чинності лише через три роки після підписання цього Закону, тобто у травні 2009 року. У пункті 4 розділу VII Закону 2006 року зазначено, що професійні учасники фондового ринку протягом трьох років після набрання чинності цим Законом повинні привести свою діяльність у відповідність із цим Законом.

## **Е. Членом яких СРО може бути професійний учасник ринку цінних паперів?**

Закон 2006 року вимагає, щоб кожний професійний учасник ринку був членом принаймні однієї СРО, але в Законі не дано чіткого роз'яснення, що такою СРО для учасника ринку має бути та СРО, що перш за все пов'язана з напрямком діяльності, на здійснення якої має ліцензію певний учасник ринку.

У частині п'ятій статті 26 Закону 2006 року зазначено, що поєднання діяльності з управління активами інституційних інвесторів з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку забороняється, тому цілком зрозуміло, що компанії з управління активами інституційних інвесторів будуть членами УАІБ як єдиної СРО компаній з управління активами.<sup>5</sup> Позиція УАІБ це також підтверджує, оскільки ДКЦПФР наразі покладається на УАІБ щодо передліцензійної підготовки та сертифікації кандидатів, які подають в Комісію заявки на отримання ліцензії на здійснення діяльності з управління активами. Отже компаніям з управління активами немає сенсу бути членами СРО торговців чи депозитарних установ, тому що вони не можуть здійснювати ці види діяльності через одні й ті самі юридичні особи.<sup>6</sup>

Однак згідно з ч. 3 статті 26 та ч. 4 статті 26 Закону 2006 року діяльність торговця цінними паперами можна поєднувати з діяльністю зберігача цінних паперів, а діяльність з ведення системи реєстру власників іменних цінних паперів можна поєднувати з діяльністю зберігача цінних паперів і торговця цінними паперами. Тому можливо, що професійний учасник ринку, що має ліцензію торговця і ліцензію реєстратора і/або зберігача, може вважати доцільним мати членство як в СРО торговців цінними паперами, так і в СРО депозитарних установ, незважаючи на те, що за Законом 2006 року такому учаснику ринку досить бути членом лише однієї СРО. З іншого боку, деякі торговці, які також є зберігачами або реєстраторами, можуть вирішити, що їм непотрібно бути членом СРО депозитарних установ. Принагідно зазначимо, що понад 90% юридичних осіб, що мають ліцензію на надання послуг зберігача, є компаніями, які мають також ліцензію торговця цінними паперами.

Якщо професійний учасник ринку має ліцензію торговця і ліцензію зберігача і/або реєстратора, набагато важливіше, щоб такий учасник ринку мав членство у єдиній СРО торговців цінними паперами. Цілком ймовірно є можливість, що деякі ліцензовані торговці можуть вирішити радше мати членство не у СРО торговців, а у СРО депозитарних установ. Однією з причин такого рішення може бути бажання торговця цінними паперами уникнути необхідності сплачувати більш високі членські внески, встановлені СРО торговців. Іншою причиною може бути небажання торговця виконувати правила етичного кодексу, який має бути прийнятий СРО торговців цінними паперами.<sup>7</sup> Я порекомендував би Комісії звернути на цю обставину увагу, додавши до проекту положення ДКЦПФР таку вимогу:

"Кожний професійний учасник ринку цінних паперів повинен бути членом (учасником) принаймні однієї СРО, а саме такої СРО, яка стосується виду професійної діяльності, яку переважно здійснює цей учасник ринку. Професійний

<sup>5</sup> Відповідно до пункту 2.1 Положення ДКЦПФР № 415 членами СРО КУА можуть бути компанії з управління активами, які мають відповідну ліцензію (Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29.09.2004 р. № 415 "Про затвердження Положення про діяльність саморегульованої організації професійних учасників фондового ринку, яка об'єднує компанії з управління активами", зареєстровано Мін'юстом України 19.10.2004 р. за № 1333/9932).

<sup>6</sup> Звичайно, існує ряд професійних учасників ринку, які здійснюють кілька видів діяльності на ринку цінних паперів, включаючи управління активами, однак вони здійснюють таку діяльність через окремі афілійовані структури. За таких обставин кожна ліцензована структура професійного учасника ринку буде зобов'язана отримати членство принаймні у одній з СРО.

<sup>7</sup> Асоціація ПФТС уже ухвалила і впровадила у себе Кодекс професійної діяльності. Див. Додаток Е-3.

учасник ринку цінних паперів, який має ліцензію на здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами, має бути членом СРО торговців цінними паперами."<sup>8</sup>

Впровадження цих рекомендацій позбавить СРО необхідності здійснювати регуляторний арбітраж, однак це не гарантує, що торговці, які також є зберігачами цінних паперів, отримають також членство у ще одній СРО, СРО депозитарних установ, тому що обов'язковою умовою Закону 2006 року є членство учасника лише в одній СРО. Як зазначається у §IV.I.3 далі, логічнішим виходом для торговців, які здійснюють також діяльність зберігача, виконувати вимоги СРО депозитарних установ, такої як депозитарій МФС, а для ПАРД функціонувати передовсім як СРО реєстраторів.

## **Ф. Чим відрізняються вимоги до СРО у Законі 2006 року від вимог Закону 1996 року?**

Згідно з Законом 1996 року СРО є добровільними об'єднаннями, причому в одному сегменті ринку може бути більше однієї СРО по одній категорії професійних учасників ринку. Вимогою Закону 2006 року (частина четверта стаття 16) є членство професійного учасника ринку в одній СРО,<sup>9</sup> причому з кожного з трьох видів діяльності на ринку цінних паперів має бути лише одна СРО (частина перша статті 48). Статті 48 і 49 Закону 2006 року є більш дієвими і системними, ніж стаття 17 Закону 1996 року щодо ліцензування СРО та делегування повноважень СРО. Наприклад, згідно з статтею 49, СРО може подати заяву з проханням делегувати їй додаткові повноваження, і ДКЦПФР має дати відповідь протягом 30 днів з дати отримання такої заяви. Однак можна стверджувати, що усі повноваження, які можна делегувати СРО сьогодні згідно з Законом 2006 року, в принципі можна було отримати СРО також і раніше, відповідно до попереднього законодавства – останньої частини статті 17 Закону 1996 року.<sup>10</sup> У частині четвертій статті 48 Закону 2006 року додається нова вимога, що СРО повинна мати у своєму розпорядженні активи загальною вартістю не менше 600 тисяч гривень. Залишаються чинними пункт 10 статті 8 Закону 1996 року, за яким Комісія має право наказувати СРО усунути порушення законодавства про цінні папери та вимагати надання необхідних документів, а також частина друга статті 9, яка надає Комісії право здійснювати перевірки СРО.

## **Г. Яким є статус СРО згідно з Законом України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг"?**

Оскільки Закон "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" визначає фінансові послуги як такі, що включають в себе ринки інвестиційних послуг, доцільно також звернути увагу на положення цього закону стосовно СРО учасників ринку цінних паперів.

Положення щодо СРО у пункті 9 частини першої статті 1 та статті 16 Закону "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" поступаються відповідним положенням про СРО у Законі 2006 року, перш за все через те, що перший з названих законів визначає членство у СРО як добровільне і не пропонує жодних стандартів реєстрації СРО або делегування СРО функцій державного регулювання.

<sup>8</sup> Див. Додаток D.

<sup>9</sup> Як зазначалося вище, у примітці 3, вимога про членство професійного учасника ринку принаймні в одній СРО була висунута у Положенні ДКЦПФР № 107 від 18.03.2002 р.

<sup>10</sup> Однак для цього необхідно відмінити або змінити чинну вимогу у Положенні, затвердженому рішенням ДКЦПФР № 243 від 10.09.2002 р., що СРО має представляти не менше ніж 60% від загальної кількості професійних учасників, які мають ліцензію на здійснення відповідного виду професійної діяльності.

Окремо повноваження СРО визначено також у Законі "Про недержавне пенсійне забезпечення". Проте цей останній закон має такі самі недоліки, що й закон про фінансові послуги, тому що теж визначає членство СРО як добровільне і не містить чітко прописаних стандартів щодо реєстрації СРО пенсійних фондів та делегування їм повноважень.<sup>11</sup>

У зв'язку з цим може потенційно виникнути проблема, якщо Держфінпослуг видасть ліцензію СРО об'єднанням компаній, що працюють на ринку цінних паперів, що суперечитиме Закону 2006 року, за яким ДКЦПФР реєструє лише одну СРО за кожним з трьох визначених напрямків діяльності на ринку цінних паперів. Однак під час наших зустрічей з представниками Держфінпослуг останні заявили, що не мають таких намірів. Більше того, посадові особи Держфінпослуг підкреслили, що їх задовольняє теперішня ситуація, коли адміністратори пенсійних фондів можуть бути членами СРО компаній з управління активами, нагляд за діяльністю яких покладено на ДКЦПФР.

УААПФ є СРО адміністраторів НПФ, які регулює Держфінпослуг.<sup>12</sup> Однак УААПФ не має конфліктів з СРО учасників ринку цінних паперів.

## **Н. Чи відповідають законодавчі положення про СРО учасників ринку цінних паперів найкращій міжнародній практиці?**

Відповідь на це запитання має бути заперечною, якщо врахувати як попередню практику ліцензування й нагляду за СРО, так і запропонований проект положення про СРО, підготовлений згідно з Законом 2006 року. Однак якщо ДКЦПФР погодиться з коментарями щодо проекту цього положення, наведеним у Додатку D, то хоча б на папері Комісія буде дотримуватися Принципів IOSCO №6 та №7 стосовно саморегулювання. А на практиці оцінка відповідності цим стандартам залежить від подальших кроків ДКЦПФР, спрямованих на практичну реалізацію положень Закону 2006 року.

З точки зору регулювання, найкраща міжнародна практика щодо використання СРО має дуже загальну природу. Принцип IOSCO №6 рекомендує створювати СРО, але це не є обов'язковою вимогою. Разом з цим, якщо вже створено СРО, то до них слід застосовувати Принцип IOSCO №7 щодо регуляторного нагляду за СРО. Принцип IOSCO №7 зазначає, що:

"СРО підлягають нагляду з боку регулятора й повинні дотримуватися стандартів справедливості і конфіденційності в реалізації повноважень і делегованих їм функцій".

Принципи IOSCO дають корисну підказку щодо регуляторного нагляду, який має бути обов'язковим для СРО:

"Регулятор повинен вимагати від СРО дотримання відповідних стандартів, перш ніж дозволити такій організації виконувати свої функції. Нагляд за СРО має бути постійним.

Більше того, з початком роботи СРО регулятор має переконатися, що реалізація СРО покладених на неї повноважень відповідає громадським інтересам і призводить до справедливого і послідовного застосування відповідного законодавства з цінних паперів і відповідних правил СРО.

Ефективності роботи СРО може загрожувати конфлікт інтересів. Регулятор має відслідковувати їх діяльність і застосовувати заходи для недопущення потенційного конфлікту інтересів. Регулятор повинен забезпечити відсутність конфлікту інтересів внаслідок того, що СРО має доступ до важливої інформації

<sup>11</sup> Див. Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення", статті 1 та 33.

<sup>12</sup> Див. §V.D далі.

про учасників ринку (і не лише тих, які є членами самої СРО). Ризик виникнення конфлікту інтересів може бути значним, коли СРО відповідає як за здійснення нагляду за своїми членами, так і за регулювання відповідного сектору ринку (примітку опущено).

Передумовою реєстрації як СРО має бути вимога законодавства або регулятора, що СРО повинна:

- мати необхідну спроможність для виконання чинного законодавства, дотримання положень і правил СРО та контролю за дотриманням її членами і асоційованими особами цього законодавства, положень і правил СРО;
- справедливо і однаково ставитися до усіх членів і кандидатів на членство у ній;
- розробити правила для впровадження стандартів поведінки її членів і забезпечення захисту прав інвесторів;
- подати регулятору на розгляд і/або затвердження свої внутрішні положення і правила, довівши, що правила СРО відповідають нормативно-правовим актам регулятора;
- співпрацювати з регулятором та іншими СРО у розслідуваннях та застосуванні вимог відповідного законодавства і нормативної бази;
- впровадити свої правила і застосовувати відповідні санкції за їх порушення;
- забезпечити справедливе представництво своїх членів під час вибору кандидатів на посаду члена Ради СРО та при управлінні своєю діяльністю;
- уникати застосування правил, які можуть заважати відкритій конкуренції; та
- утримуватися від використання функції нагляду з метою надання можливості будь-яким учасникам ринку отримати несправедливу перевагу на ринку.

Незалежно від рівня використання саморегулювання, державний регулятор має залишати за собою право проводити розслідування у справах, які стосуються інвесторів або ринку. У разі, якщо СРО не має достатніх повноважень для проведення розслідування чи прийняття відповідних заходів щодо конкретного порушення етики, або коли це потрібно в зв'язку з наявністю конфлікту інтересів, регулятор має перебрати від СРО на себе відповідальність за проведення розслідувань. Таким чином, важливо забезпечити, щоб звітність, яку СРО подає регулятору, дозволяла визначити такі питання на ранній стадії.

СРО мають дотримуватися стандартів професійної поведінки стосовно таких питань, як конфіденційність і процедурна справедливість, подібних до тих, яких чекають від регулятора". (примітку опущено)<sup>13</sup>

Методологія IOSCO, тобто документ, який призначений для використання з метою визначення факту дотримання країною принципів IOSCO, зазначає, що для оцінки "повністю впроваджено" щодо реалізації Принципу IOSCO №7 необхідно дати ствердну відповідь на наступні запитання щодо ефективності державного нагляду за саморегулювальними організаціями:

Ключові запитання

*Реєстрація СРО або делегування СРО повноважень за умови здійснення нагляду з боку державного регулятора*

1. Як передумова реєстрації і делегування додаткових повноважень, чи вимагає законодавство або регулятор від СРО продемонструвати, що СРО:
  - а) Має спроможності для виконання вимог чинного законодавства, положень та правил СРО, які відповідають функціям, делегованим такій

<sup>13</sup> Принципи IOSCO, §7.3, стор. 12-13.

СРО, та забезпечити дотримання її членами і асоційованими особами вимог чинного законодавства, положень та правил СРО?

- b) Забезпечує справедливе і однакове ставлення до усіх членів, кандидатів на членство та інших учасників ринку, які підлягають дії внутрішніх правил СРО?
- c) Розробляє правила для впровадження стандартів поведінки її членів і забезпечення захисту прав інвесторів?
- d) Подає регулятору на розгляд і/або затвердження свої внутрішні положення і правила та зміни і доповнення до них, довівши, що правила СРО відповідають нормативно-правовим актам регулятора?
- e) Співпрацює з регулятором та іншими національними СРО у розслідуваннях та застосуванні вимог відповідного законодавства і правил саморегулювання?
- f) Впроваджує свої внутрішні правила і застосовує відповідні санкції за їх порушення?
- g) Коли це можливо, наприклад, у випадку "пайової організації" (mutual organization), забезпечує справедливе представництво своїх членів під час вибору кандидатів на посаду членів Ради СРО та при управлінні своєю діяльністю?
- h) Уникає застосування правил, які можуть заважати відкритій конкуренції, як це визначено у Поясненнях до Звіту?
- i) Утримується від використання функції нагляду з метою надання можливості будь-яким учасникам ринку отримати несправедливу перевагу на ринку?

#### *Нагляд*

2. Чи регулятор:

- a) має ефективну і постійно діючу програму нагляду за діяльністю СРО, яка включає:
  - i) інспектування СРО;
  - ii) регулярні перевірки;
  - iii) вимоги до звітності;
  - iv) аналіз і відміну статутних документів і внутрішніх положень СРО; та
  - v) постійний моніторинг дотримання умов реєстрації або умов реалізації делегованих СРО повноважень.
- b) залишає за собою повне право на розслідування питань, які стосуються інвесторів або ринку?
- c) перебирає від СРО на себе її функції у разі, якщо СРО не має достатніх повноважень для проведення розслідування чи прийняття відповідних заходів щодо конкретного порушення етики, або коли це потрібно в зв'язку з наявністю конфлікту інтересів?

#### *Професійні стандарти, подібні до тих, які очікуються від регулятора*

3. Чи вимагає законодавство або регулятор, щоб СРО дотримувалися стандартів професійної поведінки, подібних до тих, яких чекають від регулятора:

- a) стосовно таких питань, як конфіденційність і процедурна справедливість?
- b) стосовно належного використання інформації, отриманої у процесі виконання СРО її повноважень та реалізації визначених законодавством функцій?

### *Конфлікт інтересів*

4. Чи гарантує законодавство або регулятор уникнення чи врегулювання потенційних випадків конфлікту інтересів? (примітки опущено).<sup>14</sup>

На папері, теоретично, виходячи із стандартів СРО, визначених Законом 2006 року, і стандартів щодо статусу СРО згідно з попереднім законом, можна зробити висновок, що Україна виконує більшість вимог Принципу IOSCO №7. На папері виглядає, що тут існують належні стандарти щодо реєстрації СРО і здійснення перевірок їх діяльності, щоб пересвідчитися у належному виконанні ними функцій СРО, та належні стандарти щодо припинення повноважень СРО в разі неналежного виконання ними функцій саморегулювання.

Але на практиці відбувається зовсім інше. Внаслідок того, що ДКЦПФР видала ліцензію АУФРУ, чисто номінальній СРО реєстраторів, це шкодить ПАРД, оскільки не дозволяє їй здійснювати функції СРО, які в іншому разі, у відсутність конкурента, ПАРД міг би застосовувати, маючи для цього необхідні спроможності. До того ж ДКЦПФР, крім Біржі ПФТС, УФБ та УМВБ, видала ліцензії СРО також цілому ряду інших бірж, які наразі не здійснюють жодних функцій СРО. Тому не можна стверджувати, що модель СРО, впроваджена в Україні, працює у відповідності з найкращою міжнародною практикою та згідно з Принципом IOSCO №7. Більш конкретно, здається, що на практиці ДКЦПФР не може дати ствердну відповідь на наведені вище Ключові запитання 1(a) та 2(a). Згідно з процесом контрольного оцінювання (бенчмаркінгу) за Методологією IOSCO, відповідь "ні" на будь-яке з цих вищенаведених запитань означає, що така країна отримує оцінку "не впроваджено" стосовно Принципу IOSCO №7.

Щодо проекту Положення ДКЦПФР щодо практичної реалізації положень Закону 2006 року стосовно СРО, цей проект Положення також неповністю відповідає Принципу IOSCO №7, з огляду на те, як це визначено у §IV.I.1, що запропонований проект Положення не дає СРО достатніх повноважень для застосування її правил, зокрема, дисциплінарних процедур, стосовно асоційованих осіб компаній-членів СРО, як того вимагає Ключове запитання 1(a), наведене вище, і також не дозволяє СРО накладати грошові санкції на компанії-члени та асоційованих осіб.

## **I. Які проблеми ще залишаються невирешеними?**

Сама по собі модель СРО, окреслена Законом 2006 року, не є оптимальною, оскільки: (i) вона не досить чітко обумовлює регулювання і застосування санкцій щодо поведінки осіб, які працюють на членів СРО; (ii) вона не враховує ринкові інституції, які є більш звичними і логічними СРО – наприклад, фондові біржі і депозитарії цінних паперів; а також (iii) виникає потенційний конфлікт стосовно статті 120 Господарського кодексу України. Нижче обговорюється кожна з цих проблем.

### **1. Поширення вимог і санкцій СРО на асоційованих осіб**

Закон 2006 року, положення ДКЦПФР щодо впровадження положень законопроекту і чинні внутрішні документи ПФТС, УАІБ і ПАРД не дають СРО

---

<sup>14</sup> Методологія IOSCO, стор. 33-35.

достатньо повноважень для регулювання поведінки асоційованих осіб компаній-членів СРО, і також не дозволяють СРО накладати санкції на таких асоційованих осіб, зокрема накладати грошові штрафи. Причина такого суттєвого упущення не зовсім зрозуміла. Закон 2006 року не спрямований безпосередньо на регулювання діяльності асоційованих осіб і не наділяє ДКЦПФР жодними додатковими повноваженнями щодо накладення грошових штрафів. Право ДКЦПФР накладати грошові штрафи обмежується статтею 13 Закону 1996 року – ДКЦПФР може накладати на осіб штрафи за чотири види адміністративних правопорушень, визначених у цій статті, але вимагається, аби провадження у справах за такі адміністративні правопорушення здійснювалося згідно з Кодексом України про адміністративні правопорушення.<sup>15</sup> Упущення регуляторних і дисциплінарних повноважень СРО щодо фізичних осіб є суттєвою проблемою, яка ставить під загрозу ефективність саморегулювання українських СРО загалом. На цю проблему слід звернути увагу в першу чергу.

Тут можливі два варіанти вирішення, які не виключають один одного. Перший полягає у внесенні змін до Закону 2006 року з метою надання повноважень щодо правозастосування як ДКЦПФР, так і СРО, в результаті яких вони зможуть застосовувати санкції до осіб за більшу кількість правопорушень, зокрема за порушення законодавства про цінні папери і правил СРО. Навіть не прив'язуючись до питання саморегулювання, той факт, що українське законодавство не дозволяє ширшого застосування грошових та інших санкцій проти фізичних осіб, становить суттєву проблему, яку слід вирішити законодавчим шляхом. Коментарі щодо регулювання СРО, подані Проектом розвитку ринків капіталу до ДКЦПФР (див. Додаток D), містять пропозиції щодо змін законодавства з цього питання.

Друге рішення ґрунтується на договірному праві. Навіть якщо право ДКЦПФР штрафувати осіб є обмеженим і не делегується до СРО, останні, в результаті, не мають бути позбавленими можливості регулювати діяльність і накладати санкції на асоційованих осіб. Традиційна модель СРО, яка практикується у багатьох юрисдикціях, передбачає законні повноваження, делеговані до СРО, а також додаткові права, які СРО реалізує згідно з договірними домовленостями зі своїми членами. СРО можуть визначати рамки, в яких вони мають право забезпечувати виконання своїх правил і законодавства про цінні папери своїми членами і особами, які працюють на них, дотримуючись договірного права. Сторони можуть домовитися про призначення грошових санкцій, якщо одна зі сторін порушить свої зобов'язання, передбачені договором.

З метою реалізації другого рішення, у своїх коментарях щодо статутних і внутрішніх документів ПФТС, УАІБ і ПАРД я рекомендував, що останні повинні укласти однотипні письмові членські угоди з кожною з їх компаній-членів, за якими такі компанії погоджуються підпорядковуватись дії статутних документів, внутрішніх правил і процедур СРО, зокрема дисциплінарним правилам, які можуть передбачати грошові штрафи.<sup>16</sup> Моя рекомендація полягала в тому, щоби угода з СРО вимагала від асоційованих осіб компаній-членів дотримуватися статутних документів і внутрішніх правил СРО у такому ж порядку, який вимагається від компаній-членів, оскільки вони є працівниками компанії-члена і визнаються з боку СРО як асоційовані особи компанії-члена. Коментарі щодо проекту положення про СРО від ДКЦПФР, що містяться у Додатку D, також вказують на те, як СРО можуть зобов'язувати своїх членів і їх асоційованих осіб брати участь у дисциплінарних процесах, які включають і стягнення грошових штрафів.

<sup>15</sup> Навіть якщо ДКЦПФР вирішила наразі не делегувати повноваження щодо правозастосування СРО, право останніх накладати на асоційованих осіб компаній-членів штрафи є суттєвим для СРО, оскільки саме завдяки йому СРО можуть забезпечити виконання своїх внутрішніх правил.

<sup>16</sup> Внутрішні документи СРО також повинні зобов'язувати СРО забезпечувати дотримання з боку своїх членів і асоційованих осіб чинного законодавства про цінні папери.

Рекомендація про те, що всі асоційовані особи компанії-члена СРО мають підпорядковуватися юрисдикції СРО, не означають, що ДКЦПФР повинна відразу сертифікувати додаткових осіб. Насамперед, рекомендація зосереджується на створенні нормативно-правової бази, відповідно до якої всі члени СРО будуть зобов'язані нести відповідальність за всіх своїх професійних працівників – відтак не тільки сертифіковані спеціалісти, а й професійні працівники підпорядковуються дії дисциплінарних санкцій за порушення законодавства про цінні папери або вимог СРО. У свою чергу, члени СРО, які наймають такого працівника, також можуть нести відповідальність за неналежний нагляд за ним.<sup>17</sup> Окрім того, бажано, аби ДКЦПФР вимагала належної кваліфікації від ширшого кола асоційованих осіб компаній-членів, однак запровадження такої системи присвоєння кваліфікації може тривати досить довго.<sup>18</sup> Більш пріоритетним зараз є визначення відповідальності СРО і компаній-членів за їх асоційованих осіб.

Підсумовуючи вищесказане, радимо звернути увагу на обидва рішення – щодо недостатнього поточного регулювання і щодо повноважень накладати санкції на асоційованих осіб компаній-членів СРО.

## **2. Статус фондових бірж як СРО**

До того, як набув чинності Закон 2006 року, всі ліцензовані в Україні фондові біржі були також зареєстровані ДКЦПФР як СРО. Закон 2006 року мають змінив ситуацію, оскільки він передбачає наявність єдиної СРО торговців цінними паперами в Україні, яка нести відповідальність за всіх ліцензованих торговців цінними паперами, незалежно від біржі/бірж, учасниками яких є ці торговці. Однак цей Закон не відповідає на запитання, чи можуть власне фондові біржі досі вважатися СРО.

Біржі безпосередньо виконують багато функцій ринкового регулювання, зокрема нагляд за ринком, визначення правил участі на ринку і нагляд за дотриманням правил торгівлі та стандартів з лістингу. У багатьох юрисдикціях, які визнають СРО, фондові біржі і є основними СРО, хоча можуть існувати й інші СРО, як от асоціації торговців цінними паперами. У таких юрисдикціях існування членських СРО як об'єднання членів - торговців цінними паперами не виключає того, що ліцензовані біржі можуть самі функціонувати як СРО, якщо в них є достатні для цього можливості.

Питання щодо того, чи можуть біржі вважатися СРО після створення єдиної СРО торговців цінними паперами згідно з Законом 2006 року, залишається важливим з двох причин. По-перше, такий організатор торгівлі як Біржа ПФТС може виявити бажання радше за допомогою своїх ресурсів і персоналу регулювати свій ринок, аніж винаймати єдину СРО торговців цінними паперами для виконання цієї функції. По-друге, було б несправедливо вимагати від єдиної СРО торговців цінними паперами витратити свої ресурси для забезпечення функції саморегулювання деяких українських регіональних бірж, які наразі не виконують жодних функцій СРО. Діяльність єдиної СРО торговців цінними паперами має бути зосереджена на регулюванні діяльності членів такої СРО, а не регулюванні ринку.

## **3. Статус депозитаріїв цінних паперів як СРО**

Депозитарії цінних паперів не вважаються СРО згідно з Законом 2006 року або Законом "Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні".<sup>19</sup> У багатьох юрисдикціях депозитарії цінних паперів

<sup>17</sup> Такий підхід передбачений у Принципі IOSCO №23 і стосується відповідальності ринкових посередників. Так, у цьому Принципі зазначено: "Керівництво ринкового посередника в першу чергу несе відповідальність за забезпечення дотримання відповідних стандартів поведінки і виконання належного порядку всією компанією". Принципи IOSCO, §12.5.

<sup>18</sup> Див. рекомендації у параграфі §VI далі.

<sup>19</sup> Наразі НДУ не виконує жодних функцій депозитарію.

відіграють важливу роль як СРО, відповідаючи за нагляд за учасниками ринку, які здійснюють розрахунково-клірингове обслуговування угод щодо цінних паперів – навіть попри наявність інших СРО, таких як об'єднання торговців цінними паперами, зберігачів і реєстраторів. В Україні діяльність депозитаріїв регулюється ДКЦПФР та іншими державними органами. Навіть якщо статус депозитаріїв не визнається офіційно як СРО, їм все одно необхідні правила, які поширюються на зберігачів цінних паперів і торговців-учасників депозитаріїв і які забезпечують успішність клірингу і розрахунків. Відтак, компетентна СРО депозитарних установ, у якій брали б участь більшість торговців цінними паперами і зберігачів, була б більш звичною і доцільною СРО для українських зберігачів цінних паперів, ніж ПАРД чи АУФРУ.<sup>20</sup>

#### 4. Стаття 120 Господарського кодексу України

Одним із незвичайних положень статутних і внутрішніх документів ПФТС, УАІБ та ПАРД є положення, в якому зазначено, що СРО не має права втручатися у господарську діяльність її членів або обмежувати можливості для її членів надавати послуги на ринку цінних паперів.<sup>21</sup>

Ці положення є надзвичайно проблематичними, оскільки вони не враховують центральну мету діяльності СРО і суперечать їй, зокрема в частині обов'язкового членства учасників ринку у певній СРО, що включає:

- розробку і впровадження кваліфікаційних стандартів членства та отримання ліцензії на надання послуг на ринку цінних паперів;
- розробку і впровадження правил поведінки, етичних кодексів та подібних до них вимог, які стосуються способу і умов, в який і за яких члени СРО мають право надавати послуги на ринку цінних паперів; а також
- проведення перевірок, розслідувань і здійснення дисциплінарних процедур стосовно членів СРО, що можуть призвести, в разі серйозних порушень законодавства з цінних паперів чи вимог СРО, до призупинення членства чи виключення порушників із членів СРО, що означає, що ліцензія на надання послуг такими членами СРО може бути призупинена або анульована.

Коротше кажучи, положення про невтручання у господарську діяльність членів, включені в статuti цих СРО, повністю суперечать базовим принципам діяльності СРО, і їх треба відмінити або суттєво змінити з метою усунення будь-яких сумнівів щодо спроможності СРО належним чином виконувати її обов'язки з саморегулювання.

Здається, може виявитися потрібним внести відповідні зміни до законодавства. Схоже, що включення у статутні документи СРО цих положень щодо невтручання у господарську діяльність членів СРО має на меті врахувати вимогу статті 120 Господарського кодексу України, яка, зокрема, проголошує:

##### **Стаття 120. Організаційно-правові форми об'єднань підприємств**

"У статуті асоціації повинно бути зазначено, що вона є господарською асоціацією. Асоціація не має права втручатися у господарську діяльність підприємств - учасників асоціації".

Звичайно, можна висунути юридичний аргумент, що власне основні положення Закону 2006 року щодо саморегулювання слід вважати такими, що мають перевагу перед змістом статті 120 Господарського кодексу, яка стосується СРО, що мають організаційно-правову форму господарських товариств. Однак у розділі VII "Прикінцеві положення" Закону 2006 року автори передбачили інші необхідні зміни до Господарського кодексу України безвідносно змісту статті 120. Це послаблює аргумент щодо пріоритетності положень Закону і вказує на необхідність внесення змін до статті

<sup>20</sup> Див. також параграф II.C вище.

<sup>21</sup> Див. Статут ПФТС, стаття 3.2 (Додаток E-1), Статут УАІБ, стаття 4.14(а) (Додаток F-1) та Статут ПАРД, стаття 2.3.1 (Додаток G-1).

120, яка залишається чинною, навіть якщо відмінити чи змінити положення про невтручання СРО у господарську діяльність її компаній-членів. Тому, як частину законодавчих змін стосовно СРО, запропонованих на розгляд ДКЦПФР у Додатку D, ми рекомендуємо внести наступний пункт після параграфу 2 статті 120 Господарського кодексу України або у вигляді змін і доповнень до законодавства з цінних паперів, в залежності від того, який законодавчий акт українські експерти вважають для цього більш відповідним:

"Положення статті 120 Господарського кодексу України стосовно господарських об'єднань не позбавляє права саморегулювальної організації, які мають відповідні повноваження згідно з іншими нормативно-правовими актами, здійснювати функції саморегулювання та контролювати їх дотримання своїми членами, включаючи кваліфікаційні вимоги, вимоги щодо здійснення ними господарської діяльності, етичні, дисциплінарні вимоги та вимоги щодо врегулювання спорів. На діяльність таких саморегулювальних організацій поширюються вимоги антимонопольного законодавства України."

## **V. Оцінка існуючих СРО та рекомендації щодо вдосконалення їх діяльності**

### **A. СРО торговців цінними паперами - Асоціація ПФТС<sup>22</sup>**

#### **1. Загальні питання**

Асоціація ПФТС була заснована у лютому 1996 року. Ліцензію СРО вона отримала від ДКЦПФР у жовтні 1997 року. На сьогодні членами Асоціації ПФТС є 240 компаній - торговців цінними паперами з 19 міст і 15 областей України.<sup>23</sup> Акціонерне товариство "Біржа ПФТС" - це компанія, якою повністю володіє Асоціація ПФТС. Ця Асоціація має Раду у складі 15 членів, усі вони є членами ПФТС. Ці ж особи входять також до Ради Біржі ПФТС. Одна й та сама особа обіймає посаду Президента і Головного управляючого директора Асоціації ПФТС і Біржі ПФТС.

Розмір членських внесків Асоціації ПФТС становить приблизно 1 тисяча доларів США на рік. Крім цього, члени, котрі бажають мати доступ до торгівельної системи ПФТС, сплачують одноразовий внесок у розмірі 500 та 2 400 доларів США на рік. Це означає, що, маючи 240 членів, поточний бюджет Асоціації ПФТС становить майже 240 000 доларів США.

<sup>22</sup> На прохання ДКЦПФР я також зустрічався з керівництвом УФБ, щоб оцінити потенціальні можливості УФБ для виконання функції єдиної СРО торговців. УФБ наразі об'єднує 112 членів, з яких 28 банків. Це менше ніж 50% від кількості членів у Асоціації ПФТС. Діяльність ринку УФБ пов'язана в основному з участю у приватизаційних аукціонах. На УФБ здійснюється лише невеликий обсяг угод на вторинному ринку, що пояснює, чому на цю біржу припадає близько 5% усіх угод з цінними паперами на вторинному ринку, в той час як у Біржі ПФТС цей показник сягає 86% сумарного обсягу угод у країні на вторинному ринку, хоча показник УФБ є другим серед інших семи українських бірж. На дату написання цього Звіту я ще не отримав англійського перекладу статутних документів, правил і процедур УФБ, тому не можу оцінити поточну діяльність УФБ як СРО або запропонувати свій висновок щодо спроможності УФБ стати єдиною СРО торговців. Проте представники УФБ виявили зацікавленість у створенні нової СРО торговців цінними паперами, що відповідає Плану Б за Стратегією і Планом заходів щодо розвитку і регулювання СРО, яка запропонована на розгляд ДКЦПФР. Див. План Б в Додатку С.

<sup>23</sup> Джерело: веб сайт ПФТС, [www.pfts.com](http://www.pfts.com), станом на 14 червня 2007 року. Більше членів має лише Київська міжнародна фондова біржа (252); однак КМФБ має меншу, ніж у ПФТС, незначну частку обсягу угод з цінними паперами на вторинному ринку. КМФБ – це передовсім біржа, створена для проведення приватизаційних аукціонів.

Загальна кількість штатних працівників Асоціації/Біржі ПФТС - приблизно 30 осіб. Неможливо визначити, скільки осіб знаходиться у штаті Асоціації, оскільки вони також виконують обов'язки на Біржі ПФТС. Отже, не існує чіткого розподілу регуляторних та комерційних операційних функцій службових осіб цих двох структур.

ПФТС має у своєму складі Арбітражно-дисциплінарний комітет. У 2005 році Асоціація зареєструвала свій третейський суд у Міністерстві юстиції згідно з Законом України "Про третейські суди" від 11.05.2004 р. Цим Законом передбачено, що рішення третейського суду є обов'язковим для виконання, тоді як за попереднім законодавством зобов'язана сторона могла оскаржити таке рішення, що зводило нанівець основне призначення арбітражу.

## **2. Спроможності Асоціації ПФТС щодо розвитку СРО**

З-поміж трьох категорій СРО, визначених Законом 2006 року, найважливішою, безумовно, є СРО торговців цінними паперами. СРО, що складаються з торговців цінними паперами, існують на ринку цінних паперів у багатьох країнах. Багато країн не мають СРО компаній з управління активами або СРО депозитарних установ. Основною причиною того факту, що СРО торговців є найважливішою з-поміж цих СРО, полягає в тому, що саме тут існує більш активна взаємодія між компаніями цінних паперів та між такими компаніями та інвесторами. Обидві ці обставини, відповідно, роблять більш актуальною необхідність застосування в такій СРО традиційних функцій саморегулювання, які підлягають наглядові з боку регулятора, зокрема:

1. Передліцензійна робота та сертифікація компаній та їх асоційованих осіб;
2. Кваліфікація, перевірка кваліфікації, навчання і підвищення кваліфікації асоційованих осіб ліцензованих компаній-членів СРО;
3. Встановлення етичних принципів та підготовка кодексів професійної поведінки, застосованих до компаній-членів та їх асоційованих осіб, включаючи положення щодо торгової практики, реклами та обслуговування публічних інвесторів;
4. Впровадження правил пруденційної діяльності для компаній-членів СРО, які можуть бути жорсткішими за вимоги регулятора, але не суперечать цим вимогам;
5. Встановлення правил щодо виконання угод на позабіржових ринках<sup>24</sup>;
6. Забезпечення арбітражу або подібних до нього механізмів вирішення спорів між компаніями-членами СРО і між членами або їх асоційованими особами та їх клієнтами;
7. Перевірки компаній-членів; та
8. Адміністрування процесу застосування дисциплінарних стягнень до компаній-членів та їх асоційованих осіб.

Серед існуючих СРО ринку цінних паперів єдиним реальним кандидатом на отримання статусу єдиної СРО торговців цінними паперами є Асоціація ПФТС. Зараз Асоціація не представляє більше 50% ліцензованих торговців цінними паперами. Однак Біржа ПФТС, котра повністю належить Асоціації, є провідним торгівельним майданчиком в Україні, на якому обсяг угод у гривнях складає приблизно 86% угод на вторинному ринку.<sup>25</sup> Усі члени Біржі ПФТС, на яких приходить цей обсяг, є членами Асоціації. У Розділі V.A.4 нижче та у Плані А щодо рекомендованої для ДКЦПФР Стратегії та Плану заходів щодо розвитку і регулювання діяльності СРО (Додаток С) визначено кроки, які доцільно застосувати ДКЦПФР для виправлення ненормальної ситуації, коли члени Біржі ПФТС виконують 86% угод на вторинному ринку України, в той час як за даними ДКЦПФР вони складають лише 30% від загальної кількості ліцензованих торговців цінними паперами в Україні.

<sup>24</sup> Звичайно, відповідальність за впровадження правил торгівлі на ліцензованих біржах має бути покладена на відповідні біржі після затвердження цих правил ДКЦПФР.

<sup>25</sup> Див. Примітку 24 вище.

Однією з підстав занепокоєння Комісії щодо визнання домінуючого становища Біржі ПФТС, як нам здається, є те, що на ліцензованих біржах України виконуються лише 5% усіх угод з акціями і корпоративними облігаціями. Ми вважаємо, що підстав для такого занепокоєння немає. У відсутність оприлюднених статистичних даних щодо того, які саме торговці здійснюють решту 95% позабіржових угод, можна зробити логічне припущення, що буде те, що переважна більшість таких угод на позабіржових ринках також припадає на членів ПФТС, оскільки саме вони мають основну частину клієнтської бази як всередині країни, так і поза її межами. Однак така інформація не повинні залишатися лише гіпотезою. На основі звітності, яку усі ліцензовані торговці зобов'язані представляти у ДКЦПФР, Комісія або обраний нею контрактор можуть підтвердити це припущення.<sup>26</sup>

У більш довгостроковому плані для Асоціації ПФТС бажано було б виконувати усі вісім з наведених вище функцій СРО. Але в залежності від того, які повноваження ДКЦПФР готова делегувати СРО торговців цінними паперами, Комісія, на нашу думку, захоче спільно з такою СРО здійснювати функцію №2 (сертифікацію спеціалістів) з огляду на доходи, які можна отримувати за сертифікацію; перш ніж делегувати СРО повноваження №5 (регулювання здійснення угод на позабіржових ринках), їх треба пояснити і обговорити з Комісією; сьогодні ДКЦПФР, можливо, не захоче передати Асоціації ПФТС повноваження №7 (перевірка компаній-членів), навіть якби остання могла вже зараз продемонструвати наявність достатньої кількості ресурсів для проведення таких перевірок. Сумнівно, що поточний бюджет Асоціації дозволить їй здійснювати активну програму перевірок.

Асоціація ПФТС спроможна представляти інтереси своїх членів перед органами державної влади.

Представники ПФТС зазначили, що вони були б зацікавлені у співпраці з Проектом розвитку ринків капіталу над розробкою Плану заходів щодо розвитку СРО.

### **3. Рекомендовані заходи для вдосконалення саморегулювання**

#### ***a. Управління діяльністю Асоціації ПФТС та Біржі ПФТС<sup>27</sup>***

Перш ніж Асоціація ПФТС набуде статусу єдиної СРО торговців цінними паперами, необхідно здійснити ряд змін в корпоративному управлінні і організаційній структурі з огляду на відносини між Асоціацією і Біржею ПФТС. А саме:

- Відокремлення комерційних функцій від усіх функцій саморегулювання, які продовжує виконувати Біржа ПФТС, включаючи окремий штат працівників, бюджети та підзвітність щодо комерційної (господарської) діяльності та саморегулювальної діяльності;
- Корпоративне управління Асоціації ПФТС; та
- Окрема публічна фінансова звітність Асоціації ПФТС та Біржі ПФТС з висновком аудитора.

Надаючи рекомендації щодо створення Асоціації ПФТС і Торговельної Системи ПФТС в Україні, американські консультанти брали до уваги модель Асоціації NASD – неприбуткової асоціації торговців цінними паперами, яка знаходиться у власності своїх членів, і яка у США є єдиною такою СРО, зареєстрованою в Комісії з цінних паперів і бірж США (SEC). На той час NASD належали 100% автоматизованої системи міждилерських котирувань Nasdaq. З того часу погляди на управління СРО, а особливо СРО, які контролюють фондові біржі, значно змінилися.

<sup>26</sup> Див. Примітку 4 вище.

<sup>27</sup> В той час, як ці коментарі щодо відокремлення саморегулювальних та комерційних господарських функцій стосуються Асоціації ПФТС та Біржі ПФТС, вони будуть по суті такі ж самі й стосовно будь-якої української фондової біржі або торгівельно-інформаційної системи, що виконує саморегулювальні функції.

У випадку з NASD рішення про її акціонування було прийнято, зокрема, у зв'язку з великою проблемою зговору між маркетмейкерами, після спеціального розслідування, здійсненого Комісією з цінних паперів (SEC) та Міністерством юстиції США і згідно рекомендацій незалежного дослідження (Звіту Рудмана); при цьому функції саморегулювання Асоціації NASD та регулювання їх ринку були передані різним підрозділам, відповідно NASD Regulation, Inc. і Nasdaq, кожний з яких має власну структуру корпоративного управління. Головна мета такої реорганізації полягала у зміцненні незалежності і об'єктивності складової СРО.

Наразі немає єдиного оптимального досвіду щодо структури бірж або їх саморегулювальних складових. Наприклад, Нью-Йоркська Фондова Біржа (NYSE) не має окремої дочірньої саморегулювальної структури на кшталт NASD Regulation. Однак навіть до того, як NYSE Group стала відкритою компанією, вона передала свої функції СРО окремому регуляторному підрозділу. Головний Регулятор на чолі такого підрозділу підпорядковувався незалежним директорам і Комісії з регуляторного нагляду Ради правління безпосередньо, а не через керівництво NYSE. Після цього, 28 листопада 2006 р. NASD і група NYSE оголосили план консолідації регуляторної діяльності своїх членів у спільну організацію, яка стане єдиним у приватному секторі США регулятором компаній-членів для компаній, що проводять операції з цінними паперами, під час їх роботи з інвесторами.<sup>28</sup>

Технічний Комітет IOSCO оприлюднив Консультаційний бюлетень у березні 2006 року стосовно "Регуляторних питань, які постають в процесі еволюції бірж" (Консультаційний бюлетень IOSCO). У Консультаційному бюлетені IOSCO слід звернути увагу на два спостереження щодо функцій саморегулювання, які виконують фондові біржі, а саме:

#### "С.1. Система управління

Більшість регуляторів зосередили увагу на системі управління, яка є основним засобом забезпечення наявності у бірж оптимальної системи для підтримання належної рівноваги між своїми комерційними інтересами і обов'язками як регулятора."<sup>29</sup>

#### "С.2. Розподіл функцій між учасниками біржі

Важливим для запобігання конфлікту обов'язків біржі як регулятора і її комерційних інтересів є організаційна структура, завдяки якій є чітке розмежування комерційних і регуляторних функцій."<sup>30</sup>

Таке твердження у Консультаційному бюлетені IOSCO збігається з аналогічним дослідженням Комітету IOSCO з ринків, що розвиваються,<sup>31</sup> і з оприлюдненим раніше Інформаційним бюлетенем IOSCO, де зазначено таке:

"З огляду на користь для громадськості і конфлікт інтересів на біржах, власниками яких є учасники, традиційно до складу Ради такої біржі, окрім членів-власників, повинні входити публічні директори, які представляють інтереси громадськості. Завдяки таким посадам зазвичай намагаються запобігти виникненню конфліктів інтересів у саморегулювальній організації і посприяти прийняттю справедливих рішень Радою. На відміну від вищесказаного, від рад

<sup>28</sup> Прес-реліз Комісії з цінних паперів і бірж США, 2006 р., 195. Детальніше про план дивіться у Законі про Фондові Біржі (Securities Exchange Act), оприл. за № 34-55495 (20 березня 2007 року) на сайті SEC [www.sec.gov](http://www.sec.gov) і на сайті NASD [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com).

<sup>29</sup> Консультаційний звіт IOSCO (IOSCO Consultation Report), стор. 12.

<sup>30</sup> Там же, стор.14.

<sup>31</sup> "Акціонування фондових бірж на ринках, що розвиваються" (Exchange Demutualization in Emerging Markets), Комітет IOSCO з ринків, що розвиваються (квітень 2005 року). Див. також "Саморегулювання на фінансових ринках: дослідження і огляд", Міжнародна рада Асоціацій цінних паперів (вересень 2006 року).

більшості господарських підприємств вимагається врахування тільки кращих інтересів корпорації та її акціонерів у процесі прийняття рішень."<sup>32</sup>

### **Як такі потенційні конфлікти комерційних інтересів СРО біржі і її саморегульованих функцій впливають на Асоціацію ПФТС і її дочірню структуру Біржу ПФТС?**

По-перше, пункт 5.3 статті 5 Статуту Фондової біржі ПФТС передбачає наявність Ради правління Фондової біржі. Однак пункт 5.3 Статуту зазначає також, що "Управляє Фондовою біржею безпосередньо Засновник або Директор Фондової біржі." - це неефективний спосіб управління у випадку відкритої установи на кшталт Біржі. Статут слід змінити так, щоб він передбачав передачу функції управління Раді правління Фондової біржі.

По-друге, існує чітке регуляторне погодження, що ґрунтується на вище перелічених повноваженнях, за яким функції комерційної господарської діяльності на фондовій біржі і функції саморегулювання повинні бути відокремленими. У випадку ПФТС такі функції належать одному і тому ж керівникові, і персонал не поділений так, щоби виконувати комерційну господарську діяльність і функції саморегулювання окремо.

По-третє, незважаючи на те, чи Закон 2006 року збереже за біржами статус СРО, а чи ДКЦПФР вирішить делегувати СРО додаткові регуляторні функції, існують певні регуляторні функції, які мають виконуватися безпосередньо Біржею ПФТС або від її імені. До основних належать такі:

- Нагляд за торгами на біржі, включаючи нагляд за дотриманням учасниками ринку встановлених правил торгівлі і процедур, щоб унеможливити маніпулювання;
- Впровадження правил торгівлі ПФТС та ліцензування торговців; а також
- Адміністрування вимог лістингу.

В ідеальному варіанті, біржа ПФТС повинна мати право вирішувати, чи реалізувати ці функції безпосередньо силами призначених штатних працівників біржі ПФТС або залучити для реалізації цих функцій штат Асоціації ПФТС на контрактній основі. Крім цього, в ідеалі ДКЦПФР має визнати Біржу ПФТС як СРО організатора торгівлі у якості окремого і самостійного СРО, відмінного від Асоціації ПФТС, з тим щоб Біржа ПФТС мала можливість винести вищезгадане рішення.

До прийняття Закону 2006 року відокремлення організаційних і саморегульованих функцій Асоціації ПФТС і Біржі ПФТС не мало критичного значення, оскільки ці функції стосувалися лише торгів на Біржі ПФТС. Сьогодні ж ситуація змінилась. У випадку, якщо Асоціація ПФТС буде мати у своєму складі більш ніж 50% ліцензованих торговців цінними паперами та буде визнана Комісією як єдина СРО торговців, Асоціація ПФТС, Біржа ПФТС та ДКЦПФР мають усвідомити, що Асоціація ПФТС в такому разі здійснюватиме більший обсяг функцій СРО стосовно своїх компаній-членів, і що Асоціація ПФТС і біржа ПФТС повинні будуть мати окремий бюджет і окрему фінансову звітність, щоб гарантувати, що внески, які торговці сплачують Асоціації, не використовуються для підтримки Біржі ПФТС і навпаки.

Цей потенційний конфлікт треба оцінити, враховуючи реалії українського ринку, а не з точки зору академічних розрахунків. Як зазначено вище, на членів Біржі ПФТС приходить близько 86% усіх виконаних угод з цінними паперами на організованих ринках України. В країні існує ще понад 500 ліцензованих торговців, які невідомо де і невідомо чим займаються, однак в будь-якому разі можна зробити висновок, що вони не здійснюють значного обсягу угод з цінними паперами на вторинному ринку. Не слід вимагати, щоб ПФТС вносила непотрібні зміни у своє корпоративне управління з метою вирішення потенційного конфлікту, тому що такий конфлікт не є істотним,

<sup>32</sup> "Інформаційний бюлетень з акціонування фондових бірж" (Issues Paper in Exchange Demutualization), Звіт Технічного Комітету IOSCO (червень 2001 року), стор.10.

оскільки особи, які є об'єктом такого потенційного конфлікту, не являються добросовісними учасниками вторинного ринку цінних паперів. Кращим підходом, викладеним далі у параграфі V.A.4, є прямі заходи з боку Комісії, спрямовані на скорочення кількості ліцензованих торговців у країні за рахунок більш жорстких регуляторних вимог, що повинно призвести до консолідації цієї індустрії.

З огляду на наведені причини, за виключенням описаних нижче питань, ми не рекомендуємо вносити жодних змін у склад Ради Асоціації ПФТС чи Біржі ПФТС як несуттєвих на даний час, якщо такі зміни викликані бажанням задовольнити інтереси компаній, які не є членами, або бажанням ввести до складу Ради незалежних публічних членів. Поточний склад Ради є репрезентативним з огляд на представництво у ній основних учасників фондового ринку України. Коли Асоціація ПФТС стане єдиною СРО торговців цінними паперами, її статутні і внутрішні документи повинні й надалі ґрунтуватися на принципі "один член - один голос". На той період, усі члени цієї СРО матимуть можливість вирішити більшістю голосів, вносити чи не вносити зміни у склад Ради Асоціації ПФТС.

За довший період часу бажано, аби до Ради Асоціації ПФТС увійшла більша кількість незалежних публічних членів або щоб вони зайняли місце інших членів. Незалежні члени Ради можуть відіграти важливу роль у процесі прийняття Радою рішень завдяки незалежному погляду на оцінку діяльності Ради Асоціації і керівництва Асоціації. До того велику вагу може мати їх участь у тих сферах, де часом розбігаються інтереси членів і керівництва Асоціації, як, наприклад, щодо винагороди керівництва, планування наступництва на керівних посадах і роль аудиту.

Наразі ні Асоціація ПФТС, ні Біржа ПФТС, не організовані настільки оптимально, аби виконувати функції саморегулювання. Якщо Біржа ПФТС бажає продовжити за допомогою власного персоналу провадити вищезгадану саморегулювальну діяльність, яка переважно виконується внутрішньо ліцензованою фондовою біржею, вона повинна призначити невелику кількість людей, які відповідатимуть суто за таку діяльність і підпорядковуватимуться старшому посадовцю, який не задіяний у комерційній діяльності Біржі ПФТС. Такий старший посадовець, у свою чергу, підзвітний не керівництву, а безпосередньо Раді Біржі ПФТС.<sup>33</sup>

На рівні Асоціації ПФТС слід сформувати невелику групу, окремо від Персоналу Біржі ПФТС, яка буде відповідати лише за саморегулювання членів Асоціації ПФТС. Для того, аби правильно розподілити функції СРО і комерційну діяльність її дочірньої структури – Біржі ПФТС – керівництво Асоціації ПФТС не може керувати також Біржею. Оскільки Біржа на 100% знаходиться у власності Асоціації ПФТС і є її головним активом, можливим є варіант, коли і керівництво Біржі ПФТС, і керівництво Асоціації представлені у Раді Асоціації. Однак керівництво Біржі ПФТС має бути підзвітним і служити в кращих інтересах Ради Біржі ПФТС, а керівництво Асоціації ПФТС має звітувати і служити в кращих інтересах Ради Асоціації ПФТС.

Насамкінець, до ДКЦПФР слід подавати і згодом оприлюднювати окремі, перевірені аудитором, фінансові звіти від Асоціації ПФТС і Біржі ПФТС. Для того, аби засвідчити, що Біржа і Асоціація ПФТС використовують активи окремо одна від одної, фінансову звітність слід готувати наступним чином. Фінансова звітність Біржі ПФТС має бути представлена окремо, без консолідації з материнською Асоціацією ПФТС. Фінансову звітність Асоціації ПФТС слід подавати виключно "на основі даних про материнську компанію" – відтак дані Біржі ПФТС не консолідуються повністю, а показуються у окремому полі у кожному балансовому звіті і звіті про фінансові

---

<sup>33</sup> Іншим варіантом вирішення цього питання може бути такий: Біржа ПФТС передає за домовленістю функції з саморегулювання невеликому регуляторному підрозділу у складі Асоціації ПФТС. За таких умов Біржа ПФТС повинна оплачувати Асоціації такі послуги, оскільки такий саморегулювальний нагляд за Біржею ПФТС вважається окремою функцією і не входить до загального поля діяльності Асоціації як СРО членів Біржі.

результати Асоціації ПФТС, як об'єкт інвестицій материнської Асоціації ПФТС. При цьому відповідні інвестовані кошти обліковуються за методом пропорційного розподілу прибутків.

***b. Коментар щодо внутрішніх документів і правил Асоціації ПФТС***

Копії Статуту Асоціації ПФТС, Положення про членство, Положення про сертифікацію, а також дисциплінарні і арбітражні процедури включені до Додатків Е-1 – Е-7, разом з моїми коментарями і запропонованими змінами. До того ж, Асоціація ПФТС і Біржа ПФТС повинні мати Етичний кодекс для свого персоналу, який охоплює й трансакції з цінними паперами.

**4. Труднощі, які постають перед ліцензованими торговцями цінними паперами**

Ефективне саморегулювання серед ліцензованих торговців цінними паперами вимагатиме попереднього зменшення їх кількості, зокрема можливого повторного видання ліцензій або перекваліфікації з дотриманням удосконалених регуляторних критеріїв. Я поділяю думку, висловлену кількома учасниками ринку про те, що кількість у близько 800 ліцензованих торговців цінними паперами в Україні, а також порядок їх ліцензування та порядок, за яким вони функціонують на сьогоднішній день, значно ускладнюють для ДКЦПФР безпосереднє регулювання таких торговців. Якщо пряме регулювання не буде ефективним, постають значні сумніви у тому, що єдина СРО торговців цінними паперами зможе успішно здійснювати саморегулювання такої великої кількості торговців.

Головна проблема полягає у тому, що більшість цих торговців цінними паперами не задіяні у діяльності на вторинному ринку цінних паперів.<sup>34</sup> У них немає спільних інтересів з набагато меншою кількістю торговців, задіяних у такій діяльності. Відповідно, багато торговців не мають достатнього стимулу дотримуватися вимог для отримання ліцензії, і навряд чи будуть зацікавлені у тому, аби підтримати або долучитися до витрат на саморегулювання, яке буде здійснювати єдина СРО торговців цінними паперами. Наразі багато з цих 500 торговців є членами регіональних бірж, які не здійснюють щодо своїх членів жодних функцій з саморегулювання. Якщо б у Законі 2006 року на цю проблему звернули увагу і передбачили більш реалістичний критерій обрання представницької СРО торговців цінними паперами, ніж вимога щодо 50% ліцензованих торговців цінними паперами, це питання могло б вирішитися само собою, оскільки найімовірніше багато з торговців відмовилися б від своїх ліцензій і вийшли з даної сфери, а не брали на себе витрати за обов'язкове членство у справжньому СРО, яке б забезпечувало здійснення саморегулювання.

На жаль вимога Закону 2006 року щодо об'єднання 50% торговців не дозволяє без труднощів вирішити питання таким чином. Якщо Уряд України, а особливо ДКЦПФР, не звернуть увагу на цю проблему і не спробують невідкладно зменшити кількість ліцензованих торговців цінними паперами, які працюють в Україні, навряд чи буде можливість створити до травня 2009 року єдину СРО торговців цінними паперами, як це передбачено у Законі 2006 року. Такий варіант не покладе край саморегулюванню, якщо всі погодяться, що Закон 2006 року дозволить фондовим біржам здійснювати саморегулювання своїх членів. За такого розвитку ситуації і в умовах згортання приватизації (після 2009 р.), ймовірно, що більшість українських бірж і їх членів-торговців можуть "природно відсіятись".

Однак очікування на таке природне вирішення ситуації може створити досить нездорову атмосферу навколо питання регулювання на українському фондовому ринку. Слід зауважити, що Польща – країна з подібною до України кількістю населення і

<sup>34</sup> Окрім отримання прибутків від приватизаційних аукціонів на регіональних біржах, не зовсім зрозуміло, за рахунок чого понад 500 ліцензованих торговців цінними паперами, які не є членами Асоціації – Біржі ПФТС, виживають на фондовому ринку.

набагато більшим і краще регульованим фондовим ринком – має тільки 37 ліцензованих торговців цінними паперами, і десять банків, уповноважених провадити брокерську діяльність.<sup>35</sup> Небажання ДКЦПФР ефективно накладати регуляторні вимоги на ліцензованих торговців цінними паперами, завдяки чому зменшилася б їх кількість, виливається в ситуацію, коли деякі з цих понад 500 ліцензованих торговців можуть контролюватися кримінальними елементами і використовувати свій статус ліцензованого торговця для участі у незаконних операціях, як, наприклад, маніпуляції на ринку, відмивання грошей і операції з відтоку капіталу. Ці проблеми висвітлені у нещодавньому звіті Світового банку, зокрема у наступних уривках:

"Регуляторна і наглядова діяльність на фондовому ринку і у небанківських фінансових установах має численні недоліки."

-----  
"ДКЦПФР не має законних повноважень, аби визначати дійсних власників компаній, за якими вона наглядає, чи провести перевірку даних по таких власниках. ДКЦПФР не має внутрішніх процедур, визначених для слідкування за дійсними власниками через низку контролюючих компаній, а також жодних процедур, узгоджених з іншими інституціями, для виконання перевірки даних по таких власниках. Відтак, у жодній з компаній, яка нині має ліцензію ДКЦПФР на провадження діяльності на ринку цінних паперів, не проводилася належна перевірка її дійсних власників."<sup>36</sup>

Якщо звіт спеціалістів Світового банку відповідає дійсності і ДКЦПФР не має процедур для визначення власників професійних учасників фондового ринку, яким вона видала ліцензію, то такий факт досить сильно підриває довіру до процесу видачі ліцензій професійним учасникам. Як член IOSCO, ДКЦПФР повинна докласти значних зусиль, аби взяти участь у Багатосторонньому Меморандумі порозуміння IOSCO стосовно обміну інформацією до 2010 року. Здатність регулятора отримувати інформацію про дійсних власників, а власне дані щодо ліцензованих посередників, клієнтські рахунки і емітентів, є основною вимогою Багатостороннього Меморандуму. Якщо у ДКЦПФР немає таких повноважень, їй слід домагатися таких прав шляхом зміни законодавства.

Стратегія і План Дій щодо розвитку СРО і її регуляторної діяльності (Додаток С) містять кілька пропозицій щодо кроків, до яких слід вдатися ДКЦПФР, аби вирішити проблему ліцензованих, але некваліфікованих торговців цінними паперами.

## **В. СРО компаній з управління активами інституційних інвесторів – УАІБ**

### **1. Передісторія**

УАІБ заснований у 1996 році і зареєстрований ДКЦПФР як СРО у 1997-му. До 2002 року УАІБ була багатофункціональною організацією і включала в себе кілька інвестиційних фондів, зокрема приватизаційний фонд, який був серед числа її членів. У 2002-му було вона прийняла рішення трансформуватися у СРО компаній з управління активами. Наразі, з 250 її членів 98% є компаніями з управління активами, серед яких управляючі активами інвестиційних фондів і недержавних пенсійних фондів, а ще 2% - торговці. Члени сплачують 2000 доларів США вступного внеску та 1000 доларів

<sup>35</sup> Джерело: веб-сайт Польської комісії з фінансового нагляду, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl), інформація від 12 червня 2007 р.

<sup>36</sup> Концепція Світового банку (World Bank Concept Note), "Розвиток умов ринків капіталу для запровадження і розвитку другого рівня пенсійної системи" (переглянутий проект від 8 березня 2007 р.), стор. 6. "Належна" оцінка є однією з вимог для реалізації Принципу IOSCO №21 щодо видання ліцензій посередникам у торгівлі цінними паперами.

щорічно. Відтак річний бюджет УАІБ складає близько 250 тисяч доларів США. Наразі персонал УАІБ нараховує 10 працівників.

Нещодавно кількість членів УАІБ зросла. До 2007 року завдання УАІБ полягало у збільшенні такої кількості до 300 учасників. Нині УАІБ відповідає вимозі Закону 2006 року щодо понад 50% учасників, яка потрібна для того, аби стати єдиною СРО компаній з управління активами. Привабливість УАІБ для нових членів постійно зростає з огляду на те, що ДКЦПФР уповноважила УАІБ попередньо сертифікувати заявників на отримання від ДКЦПФР ліцензії на здійснення діяльності з управління активами.<sup>37</sup> На додачу до функції попередньої сертифікації, УАІБ збирає, аналізує і оприлюднює дані стосовно управління інвестиціями з боку своїх членів. Сьогодні УАІБ вбачає свою роль по-перше у представництві інтересів своїх членів перед державою, і по-друге, у забезпеченні дотримання своїми членами правил УАІБ. УАІБ має етичний кодекс і дисциплінарний комітет.

## **2. Спроможності УАІБ розвивати СРО**

Серед трьох головних СРО УАІБ має найоптимальніші ресурси і можливості для виконання функцій СРО, які повинна виконувати СРО компаній з управління активами. Не можна стверджувати, що Асоціація ПФТС не має ресурсів і можливостей для розвитку СРО, оскільки це не так. Однак коло функцій, виконання яких зазвичай очікують від СРО торговців цінними паперами, є набагато ширшим, ніж традиційні функції СРО компаній з управління активами. Розрив між ресурсами і можливостями та очікуваннями від СРО більший у випадку ПФТС.

Одним із обґрунтувань того, що очікуваний рівень діяльності СРО компаній з управління активами є нижчим, порівняно з таким показником СРО торговців цінними паперами, є факт, що торговці цінними паперами здійснюють свою діяльність, взаємодіючи між собою. Відтак, вони всі зацікавлені у можливості довіряти одне одному, аби дотримуватися узгоджених правил торгівлі, клірингу і розрахунків, а також арбітражних процедур. На відміну від них, КУА конкурують одна з одною і єдиною їх точкою перетину є операції, що здійснюються через торговців цінними паперами. Однак відповідальні КУА таки вбачають спільний інтерес у етичних принципах і підтримці та підвищенні престижу своєї діяльності шляхом запровадження мінімальних стандартів для вступу і підвищення кваліфікації.

УАІБ слід мати можливість виконувати наступні функції СРО:

- Передліцензійну роботу та сертифікацію заявників до ДКЦРФП на отримання ліцензії на здійснення діяльності з управління активами та їх асоційованих осіб;
- Навчання і підвищення кваліфікації членів і асоційованих осіб;
- Впровадження етичного кодексу, який вимагає від членів СРО та їх асоційованих осіб, зокрема, дотримання стандартів щодо реклами, звітності про результати діяльності та інших стандартів управління активами, які відповідають чинному законодавству і вимогам етичного кодексу; і
- Здійснення дисциплінарної функції, яка полягає у тому, що на членів СРО та їх асоційованих осіб накладаються дисциплінарні стягнення в разі порушення ними вимог етичного кодексу.

Оскільки досить логічним є припущення, що більшість КУА інвестиційних фондів будуть також управляти активами НПФ і матимуть спільний інтерес у сфері саморегулювання, для УАІБ доцільно також виконувати функції СРО компаній з управління активами пенсійних фондів.

УАІБ також може представляти інтереси своїх членів у державних органах.

---

<sup>37</sup> Очевидно делегування від ДКЦПФР до УАІБ права проводити попередню сертифікацію.

Представники УАІБ сказали, що вони зацікавлені у співпраці з Проектом розвитку ринків капіталу щодо питань розвитку СРО і вже обговорювали зі спеціалістами Проекту питання щодо етичного кодексу і реклами.

Для успішної діяльності УАІБ чи будь-якої іншої СРО необхідно, аби вони належним чином представляли інтереси своїх членів. До членів УАІБ належать як компанії з управління активами публічних інвестиційних фондів (public investment funds) та пенсійних фондів, так і КУА, які є аналогами скоріше компаній венчурного капіталу чи будівельних компаній. Регуляторні інтереси і потреби таких різних учасників не завжди збігатимуться. Наприклад, часто відрізнятимуться звітність про результати діяльності і їх оцінка. В майбутньому, можливо, доречним буде розподілити всіх цих учасників до різних СРО. З точки зору регулювання на фондовому ринку, саморегулювання КУА публічних інвестиційних фондів та пенсійних фондів є більш вагомим пріоритетом у питанні розвитку СРО.

### **3. Рекомендації щодо удосконалення**

Копії статуту УАІБ, правил участі, етичного і дисциплінарного кодексів містяться у Додатках F-1 – F-4 разом з моїми коментарями і запропонованими змінами.

УАІБ слід розглянути можливість прийняття арбітражного кодексу для вирішення спорів між членами УАІБ і їх клієнтами. Я рекомендую Арбітражний кодекс Асоціації ПФТС як чудовий зразок кодексу для вирішення таких питань. Див. Додаток E-6. УАІБ також повинна мати етичний кодекс для працівників, який би охоплював операції з цінними паперами.

## **С. СРО депозитарних установ (реєстраторів і зберігачів)**

### **1. ПАРД**

#### ***а. Передісторія***

ПАРД заснований у 1996 році. До складу організації входять більше 600 членів, зокрема ліцензовані реєстратори, зберігачі цінних паперів, деякі емітенти, які мають власні реєстри акцій, і два ліцензовані українські депозитарії – МФС і НДУ. Наразі у ПАРДі представлені 41% зберігачів цінних паперів і близько 75% ліцензованих реєстраторів. Згідно з Законом 2006 року, такий рівень участі достатній, аби вважати ПАРД єдиною СРО депозитарних установ.

ПАРД стягує зі своїх членів одноразовий вступний внесок у розмірі 100 доларів США і 300 доларів США щорічного внеску, розділений на поквартальні платежі. Річний бюджет ПАРД складає близько 160 000 доларів США. Останнім часом кількість членів ПАРД зменшилася, оскільки спільнота реєстраторів не є вже такою прибутковою, а реєстратори мають можливість приєднатися до Асоціації учасників фондового ринку України (АУФРУ), яка є не більш ніж номінальним СРО з щорічним внеском у розмірі всього 50 доларів США.

ПАРД має 15 працівників і кілька регіональних відділень. У кожному відділенні працює не менше 2-х спеціалістів. Рада ПАРД обирається її членами і діє протягом 3-х років, і таким чином всі члени Ради обираються кожний третій рік.

ПАРД має етичний кодекс і Положення про третейський суд, призначений служити форумом для арбітражу. Проте, в даний час ПАРД не виконує жодних функцій СРО і вона відмовилася брати на себе функції СРО, які могли б бути делегованими їй ДКЦПФР, до того часу, поки АУФРУ існуватиме як конкуруюча СРО. ПАРД матиме бажання взяти на себе обов'язки СРО, якщо вона стане єдиною СРО депозитарних установ.

## ***в. Спроможності ПАРД для розвитку як СРО***

Навіть якщо відбудеться об'єднання реєстраторів під егідою ПАРД як єдиної СРО депозитарних установ, а ПАРД була б здатною певним чином збільшити розмір своїх внесків, ПАРД все ще мала б дуже обмежений бюджет для того, щоб забезпечити виконання функцій СРО. Беручи до уваги обмежену прибутковість діяльності реєстраторів, що обмежує фінансові ресурси ПАРД, у випадку, коли ПАРД стане єдиною СРО депозитарних установ, діяльність ПАРД як СРО могла б бути зосереджена на:

- Передліцензійній роботі та сертифікації, навчанні і підвищенні кваліфікації компаній та їх асоційованих осіб;
- Просуванні єдиних процедур і форм реєстрації права власності на цінні папери;
- Впровадженні етичного кодексу, вимогами якого є, зокрема, дотримання цих єдиних процедур усіма членами СРО та їх асоційованими особами; та
- Здійсненні дисциплінарної функції, яка полягає у тому, що на членів СРО та їх асоційованих осіб можуть накладатися дисциплінарні стягнення за порушення цього етичного кодексу.

Більш ніж 90% осіб, які мають дозвіл на виконання послуг зберігача, це компанії, які ліцензовані як торговці цінними паперами, а Закон 2006 року вимагає від професійного учасника ринку бути членом тільки однієї СРО. Значною мірою більш важливо те, щоб торговці цінними паперами, стали членами єдиної СРО торговців цінними паперами. Оскільки членство в другій СРО не є обов'язковим, є можливим те, що багато ліцензованих компаній-торговців цінними паперами, які надають послуги із зберігання цінних паперів, вирішать не приєднуватися добровільно до СРО депозитарних установ, вважаючи, що членство в СРО торговців цінними паперами - це все, що вимагається і є необхідним для того, щоб представляти свої інтереси<sup>38</sup>. Як вказано вище в §§II.C і IV.I.3, високо кваліфікована СРО депозитарних установ, яка має довіру торговців цінними паперами і зберігачів, які беруть участь у виконанні клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів, була б більш логічною СРО для зберігачів цінних паперів.

Згідно з законопроектом про систему депозитарного обліку в Україні, що знаходиться на розгляді в Міністерстві юстиції, і який може бути переданим на розгляд Верховної Ради України, майбутня роль реєстраторів в Україні є також невизначеною<sup>39</sup>.

Хоча ПАРД є справді єдиним життєздатним кандидатом на отримання статусу єдиної СРО для своєї категорії професійних учасників ринку цінних паперів, треба відмітити, що незважаючи на очевидність проблем в галузі реєстраторів, включаючи ведення подвійних реєстрів і видалення прізвищ з деяких реєстрів, ані ПАРД, ані АУФРУ ніколи не зверталися до ДКЦПФР з проханням про примусове застосування дій по відношенню до тих, хто здійснює такі порушення. Це є питанням, що потребує більш широкого вивчення, в тому числі того, чи є достатнім чинне законодавство для того, щоб забезпечити засоби захисту від порушень з боку реєстраторів.

ПАРД здатна представляти інтереси своїх членів перед органами державної влади<sup>40</sup>.

<sup>38</sup> Представники ПАРД вказали, що більш ніж 90% осіб, що мають дозвіл на зберігання цінних паперів, вже є членами ПАРД.

<sup>39</sup> Проект цього запропонованого закону від 1 грудня 2005 р., який є останнім варіантом, що є в наявності англійською мовою, який я зміг переглянути, підготовлений так погано, що неможливо передбачити, що може трапитися у разі його розгляду Верховною Радою.

<sup>40</sup> Наприклад, на своїй 10-ій щорічній конференції 15 жовтня 2005 р. члени ПАРД прийняли резолюцію, яка піддає критиці запропоноване законодавство про депозитарну діяльність, що знаходиться на розгляді в Міністерстві юстиції.

*с. Рекомендовані заходи для вдосконалення*

Копії статуту ПАРД, Положення про членство, етичні, дисциплінарні та арбітражні процедури включені в Додатки G-1 - G-5 разом з моїми коментарями, в яких пропонуються зміни. Крім того, ПАРД повинна мати для своїх працівників етичний кодекс, що охоплює операції з цінними паперами.

**2. АУФРУ**

*а. Передісторія*

В середині жовтня 2006 р. під час мого перебування в Києві виконавчий директор і єдиний працівник АУФРУ повідомив про те, що він хворий і не може зустрітися зі мною. Відповідно, інформація, викладена нижче, була отримана від інших учасників ринку, з якими я мав бесіди.

АУФРУ засновано групою реєстраторів, які не бажали платити навіть ті невеликі членські внески, які встановив ПАРД. ДКЦПФР видала АУФРУ ліцензію СРО у 1997 році. Розмір членських внесків у АУФРУ, як мені повідомили, складає близько 50 доларів США на рік, хоча залишається незрозумілим, за що беруть навіть таку суму. Єдиним найманим працівником АУФРУ є її Головний управляючий директор. У складі цієї організації, за різними оцінками, є трохи менше 200 членів. АУФРУ ніколи не виконувала жодних функцій СРО.

*б. Спроможності АУФРУ щодо розвитку СРО*

Для розвитку саморегулювання АУФРУ не має жодних спроможностей. АУФРУ є СРО лише номінально. Ця асоціація не здійснює жодних функцій СРО, розмір її членських внесків значно нижчий ніж в ПАРД, так що наявність АУФРУ є дахом для тих реєстраторів, яким членство в ній потрібно лише для того, щоб виконати вимогу регулятора про обов'язкове членство в одній з СРО.

*с. Рекомендації*

АУФРУ не має права на ліцензію як СРО, оскільки не має спроможностей для відповідального виконання функцій СРО, що є однією з порогових вимог Принципу IOSCO №7. ДКЦПФР і ПАРД слід через конструктивне співробітництво домогтися того, щоб якомога швидше визнати ПАРД єдиною СРО на своєму сегменті ринку.

**D. УААПФ – СРО адміністраторів пенсійних фондів**

УААПФ, основна асоціація адміністраторів пенсійних фондів, була заснована у травні 2006 року і на сьогодні має у своєму складі десять компаній-адміністраторів НПФ, які управляють 85% активів відкритих недержавних пенсійних фондів і обслуговують 65% учасників відкритих недержавних пенсійних фондів.

Нещодавно Держфінпослуг визнав УААПФ як добровільну СРО. На відміну від положень Закону 2006 року щодо єдиної СРО професійних учасників у відповідних сегментах ринку, законодавство, яке регулює СРО у пенсійній індустрії, не містить положень про єдину СРО та обов'язкове членство в СРО. Було б доцільно внести зміни до відповідного законодавства, з тим щоб вимога членства адміністраторів НПФ у єдиній СРО була обов'язковою. УААПФ представляє суттєву більшість адміністраторів пенсійних фондів за розміром активів в їх управлінні та кількістю обслуговуваних учасників пенсійної системи і має спроможність для ефективного виконання функцій СРО для групи учасників цієї індустрії.

Представники УААПФ виразили зацікавленість у співпраці з Проектом розвитку ринків капіталу щодо над розробкою Плану заходів щодо розвитку їх моделі СРО.

## **VI. Передліцензійна робота, навчання і підвищення кваліфікації професійних учасників ринку та їх асоційованих осіб**

Три основні СРО професійних учасників визначених сегментів ринку мають необхідні ресурси і досвід для проведення додаткової передліцензійної підготовки, сертифікації, навчання і підвищення кваліфікації для своїх членів. Наразі лише УАІБ займається передліцензійною діяльністю шляхом сертифікації тих КУА, що подають заявку на отримання ліцензії ДКЦПФР. Є усі підстави для того, щоб надати вже зараз подібні повноваження Асоціації ПФТС, на відміну від інших бірж-СРО, які не мають відповідної кваліфікації для забезпечення такої передліцензійної підготовки і сертифікації їх членів. Наприклад, Комісія має невідкладно прийняти рішення про обов'язкове проходження передліцензійної підготовки і сертифікації в Асоціації ПФТС новими компаніями, які подають заявку на отримання ліцензії торговця цінними паперами, та тими торговцями, які мають подовжити свої ліцензії. Це буде додатковим стимулом для більшої кількості компаній-торговців отримати членство в Асоціації ПФТС. Таким чином, з'явиться "ще одна пара очей" у процесі ліцензування торговців цінними паперами.

Щойно ПАРД отримає статус єдиної СРО, ця асоціація, яка має потрібні для цього спроможності, також може проводити передліцензійну підготовку і сертифікацію реєстраторів, що подають заявку на отримання ліцензії, включаючи реєстраторів та їх асоційованих осіб, які мають подовжувати термін дії своєї ліцензії та підтверджувати свою кваліфікацію.

На сьогодні ДКЦПФР є одним з центральних учасників процесу навчання, призначаючи своїх штатних працівників для проведення тренінгів та прийняття іспитів і видаючи дозволи установам, які укладають і проводять навчальні курси. Як частину своїх функцій нагляду за діяльністю СРО, Комісії з цінних паперів було б доцільним передати СРО встановлення вимог до кваліфікації і навчання асоційованих осіб професійних учасників ринку цінних паперів та майбутніх професійних учасників ринку. Однак, можливо, краще було б відокремити тренінги щодо вимог законодавства з цінних паперів та суміжних законів самих учасників від тренінгів щодо професійних інтересів і розвитку членів СРО. Загалом, якість такого навчання можна буде покращити, якщо обмежити пряму участь Комісії у цьому процесі лише питаннями вимог законодавства і нормативних актів, надавши СРО більше свободи щодо професійної підготовки і підвищення кваліфікації.

Деякі учасники ринку, яких ми опитали, висловили занепокоєння щодо недостатньо високого рівня складності навчальних курсів, затверджених ДКЦПФР. Поточна структура таких навчальних курсів може мати на меті радше забезпечити додатковий заробіток працівникам Комісії, аніж підвищення кваліфікації професійних учасників ринку.<sup>41</sup> Стосовно організації навчання і постійного підвищення кваліфікації, які безпосередньо не стосуються положень законодавства про цінні папери або нормативної бази, було б доцільним, щоб не Комісія, а СРО мали право вирішувати, кого саме залучати до проведення такого навчання.

За теперішніми вимогами ДКЦПФР щодо освітнього рівня спеціалістів професійному учаснику ринку достатньо мати не більше трьох спеціалістів, що мають належну кваліфікацію внаслідок того, що вони відвідали відповідні навчальні курси, склали іспити і підтверджують кваліфікацію раз на три роки. Ця вимога про наявність

<sup>41</sup> Тут не мається на увазі, що така компенсація є неправильною. Однак, оплата повинна здійснюватися лише за послуги, пов'язані з тренінгами щодо вимог чинного законодавства з цінних паперів, а не за викладання представниками ДКЦПФР інших предметів, за якими більшим досвідом можуть володіти спеціалісти, які не працюють в Комісії.

трьох кваліфікованих спеціалістів була, мабуть, доречною десять років тому, коли український ринок тільки починав розвиватися. Проте вона не враховує той факт, що, в разі наявності в компанії більше трьох асоційованих осіб, то з часом усі вони мають отримати належну кваліфікацію, оскільки будь-яка асоційована особа, котра управляє професійним учасником ринку цінних паперів або має справи з клієнтами, грошовими коштами або цінними паперами, потенційно може заподіяти шкоду інвесторам і піддати ризику професійного учасника ринку, якщо така особа не має належної підготовки і не відповідає кваліфікаційним умовам. Усі асоційовані особи, що посідають управлінські посади в компанії-професійному учаснику ринку, мають постійно підвищувати власний кваліфікаційний рівень. Для асоційованих осіб, як початківців, так і тих, що обіймають керівні посади, необхідно розробити об'єктивніші кваліфікаційні стандарти, офіційним підтвердженням відповідності яким мають бути належним чином документально оформлені результати складання ними письмового іспиту.

В ідеалі, у кожного професійного учасника ринку цінних паперів має бути впроваджена система внутрішнього контролю та процедур нагляду, розроблена для забезпечення нагляду за усіма асоційованими особами - працівниками з боку тих асоційованих осіб, компанії-учасника ринку, які мають належну кваліфікацію як менеджери або супервайзори. Це важливий напрямок, в якому слід співпрацювати Комісії та трьом членським СРО, щоб перейти від поточного стандарту, який вимагає наявності у компанії трьох спеціалістів, що мають потрібну підготовку і підтвердили свою кваліфікацію, до іншого, більш комплексного підходу до обов'язкової підготовки і кваліфікації усіх асоційованих осіб кожного професійного учасника ринку цінних паперів.

## **VII. Висновки**

Мабуть, було б певним перебільшенням припустити, в межах мого технічного завдання, що "посилення СРО і делегування їм повноважень" є одним з двох критично важливих кроків, які має здійснити Україна для розвитку фінансового сектору. На мій погляд, виходячи з проведеного опитування учасників приватного сектору ринку, існують більш важливі проблеми розвитку ринку, які необхідно вирішити. Це, зокрема:

- Внесення змін до валютного і податкового законодавства, що дозволить Біржі ПФТС, єдиній помітній біржі України, справді стати організатором торгівлі, де будуть виконуватися більшість угод з цінними паперами, що знаходяться в лістингу ПФТС, а не закордоном, як це переважно відбувається сьогодні;
- Впровадження сучасної системи розкриття інформації і фінансової звітності, інший критично важливий крок, визначений технічним завданням консультанта;
- Суттєве вдосконалення корпоративного управління, включно з прийняттям закону про акціонерні товариства, який можна застосувати і який відповідає найкращій міжнародній практиці;
- Вдосконалення законодавчої бази для регулювання діяльності єдиного центрального депозитарію цінних паперів;
- Нова торгівельна система для Фондової біржі ПФТС, яка є в основному ринком заявок, але має також і можливість використання інституту маркетмейкерів і характеризується гнучкістю, потрібною для залучення і задоволення потреб усіх учасників ринку;
- Посилення спроможності ДКЦПФР діяти незалежно як компетентний і поважний регулятор ринку цінних паперів;

- Подальші зусилля для зменшення масштабу корупції, яка залишається більш помітною в Україні, ніж у більшості інших країн на подібному етапі розвитку фондового ринку; та
- Наявність чіткого сигналу від Уряду України, що він і надалі підтримує розвиток інституцій, які працюють на ринкових принципах.

Незважаючи на наведені вище проблеми, подальший розвиток СРО є очевидним позитивним кроком уперед, який можна реально здійснити, щоб піднести якість українського ринку цінних паперів і посилити його регулювання. Рекомендовані Комісії Стратегія і План заходів щодо розвитку і регулювання СРО (Додаток С) слугуватиме дорожньою картою заходів, які треба реалізувати для досягнення поставленого завдання.