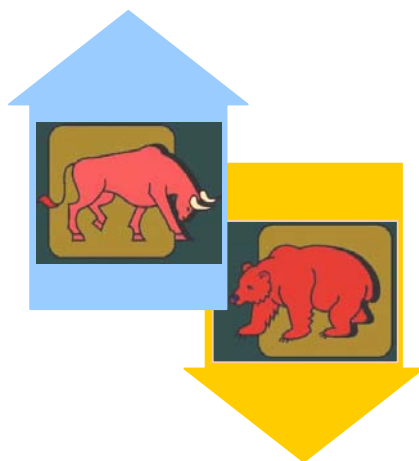




**USAID**  
FROM THE AMERICAN PEOPLE

Проект  
розвитку ринків капіталу

## УКРАЇНСЬКІ ФОНДОВІ БІРЖІ: ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ І РЕКОМЕНДАЦІЇ



Підготував:  
*Роберт Л. Сміт*  
Міжнародний радник  
Проект розвитку ринків капіталу

*17 січня 2006 року*

*Роберт Л. Сміт* – старший спеціаліст з біржової торгівлі цінними паперами, який має понад 30-річний досвід роботи у сфері регулювання, операційної діяльності, торгівлі і управління. Він володіє глибокими знаннями найкращої світової практики в біржовій діяльності та нагляду за роботою бірж, маючи досвід практичної роботи в Комісії з ЦП і бірж США, системі NASDAQ, Чикагській біржі опціонів та провідних інвестиційних компаніях. Пан Сміт брав безпосередню і активну участь у створенні нових ринків, працюючи зокрема в Казахстані, Таїланді, Китаї і Грузії.

## Передмова

У цьому дослідженні запропоновано аналіз діяльності бірж ЦП в Україні, зокрема того, чи мають існуючі тут біржі потрібну кваліфікацію і незалежність для підтримки справді динамічного фінансового сектору України. Головна увага приділяється в цій роботі біржовому середовищу в Україні, однак аналізується також і роль регулятора, Державної комісії з ЦП і фондового ринку (ДКЦПФР), у контексті її впливу на розвиток фондових бірж щодо справжньої прозорості ціноутворення та планів щодо інвестування активів пенсійних фондів.

З метою якомога докладніше розглянути ці проблеми і для кращого розуміння ролі, яку можуть відігравати українські фондові біржі у вирішенні цих проблем, проаналізовано такі питання щодо поточного стану діяльності фондових бірж України:

- **Історичний контекст** – огляд історії розвитку фондових бірж в Україні, поточні політичні і фінансові питання, з якими мають справу біржі сьогодні, та роль Уряду України, приватного сектору і міжнародних донорів.
- **Аналіз технічних спроможностей** – оцінка спроможностей ключових бірж, що працюють в Україні, щодо їх відповідності вимогам організованого і динамічного ринку у порівнянні з найкращою світовою практикою роботи бірж. Зокрема, цей аналіз включає огляд питань, як от ціноутворення, розкриття інформації, лістингові вимоги та здатність обслуговувати весь спектр національних і іноземних клієнтів. Критерієм порівняльного аналізу є вихідні дані кількох подібних до України ринків.
- **Найкраща світова практика** – порівняльний аналіз роботи українських бірж, зокрема дослідження дотримання ними принципів IOSCO щодо діяльності українських бірж.

Цей звіт має на меті підготувати базу для подальшої технічної допомоги для поліпшення діяльності фондових бірж з метою задовольнити потреби ринку, включаючи формулювання короткострокових і середньострокових рекомендацій. Кінцевою метою є стимулювання дискусії і політичних дебатів з питань, що мають критично важливе значення для довгострокового розвитку ринку ЦП в Україні, а також допомога в досягненні консенсусу на підтримку потрібних змін у існуючих інституціях і для створення твердого підґрунтя для активного і справді динамічного сектору ринків капіталу в Україні.

## Подяка

Я хотів би особливо подякувати таким особам, які знайшли час для зустрічі і зробили важливий внесок у підготовку цього звіту:

**Михайло Непран**, Керівник апарату Державної комісії з ЦП і фондового ринку;

**Ігор Селецький**, Генеральний директор компанії “Тройка Діалог Україна”, дочірньої компанії провідного інвестиційного банку Росії;

**Ігор Селіверстов**, Перший заступник Наглядової ради Української міжбанківської валютної біржі;

**Ірина Заря**, Президент і Голова ради Першої Фондової Торговельної Системи (ПФТС), **Богдан Лупій**, Виконавчий директор Першої Фондової Торговельної Системи (ПФТС);

**Сергій Оксанич**, Президент інвестиційної компанії “КІНТО”;

**Анатолій Федоренко**, Віце-президент інвестиційної компанії “КІНТО”;

**Володимир Щербань**, Голова Наглядової ради Професійної Асоціації реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), ліцензованої СРО;

**Андрій Казаков**, Президент Київської міжнародної фондової біржі;

**Ганна Яцюк**, Голова правління Української фондової біржі;

**Денис Бутенко**, Директор Української фондової біржі; та

**Дмитро Тарабакін**, Директор інвестиційного банку “Драгон Капітал”.

Цінну допомогу при підготовці цього звіту надав **Віктор Сизоненко**, який перекладав під час зустрічей і готував необхідні документи.

## Вживані скорочення

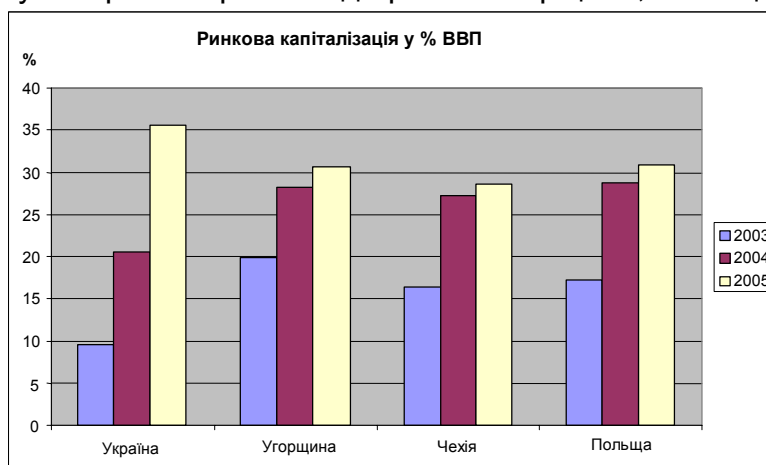
КМУ	Кабінет міністрів України
ЕТС	Електронна торговельна система
ВВП	Валовий внутрішній продукт
УУ	Уряд України (тобто, КМУ та різні міністерства й відомства, але не Адміністрація Президента, Верховна Рада або суди)
МСФЗ	Міжнародні стандарти фінансової звітності
IOSCO	Міжнародна організація комісій з ЦП
АТ	Акціонерне товариство
МФС	Міжрегіональний фондний союз (реально працюючий кліринговий депозитарій ЦП)
МФУ	Міністерство фінансів України
НБУ	Національний банк України
Рада	Верховна Рада (парламент) України
ПФТС	Перша фондова торговельна система
ДВ	Державна власність
ЦП	Цінні папери
ФДМУ	Фонд держмайна України
СРО	Саморегульвна організація
ДКЦПФР	Державна комісія з ЦП і фондового ринку
Грн	Гривня (національна валюта України)
USAID	Агентство США з міжнародного розвитку
WFE	Міжнародна федерація бірж

## Зміст

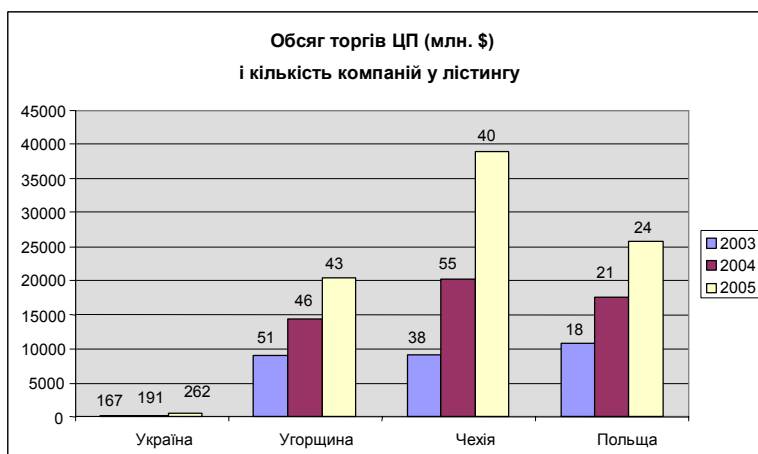
	Стор.
Резюме .....	7
Розділ 1. Значення організованого ринку ЦП .....	12
Розділ 2. Загальна інформація про розвиток фондового ринку України .....	14
Розділ 3. Огляд поточного стану українських фондових бірж .....	17
3.1 Розрахунки за транзакціями .....	20
Розділ 4. Порівняння операційної діяльності ПФТС і Української фондової біржі (УФБ) .....	22
4.1 Розвиток і операційна діяльність ПФТС .....	23
4.2 Розвиток і операційна діяльність Української фондової біржі .....	29
Розділ 5. Значення ефективного нагляду з боку регулятора .....	31
Висновки .....	32

## Резюме

За попередні три роки ринок акцій в Україні зріс з одного з найменших в регіоні, коли він становив 10% ВВП у 2003 році, до близько 35% ВВП у 2005 році. Такий стрімкий розвиток капіталізації ринку в Україні порівняно до ринків Угорщини, Польщі і Чехії пояснюється позитивними наслідками Помаранчевої революції. Усього котируються акції 262 компанії, однак ринок є висококонцентрованим, причому ринкова капіталізація 10 найбільших компаній складає близько 57% ринку. Незважаючи на таке зростання, ринок акцій є дуже фрагментованим, з непрозорістю цін, неліквідним. Акції публічних компаній у вільному обігу складають не більше 4% капіталізації ринку. За оцінками спеціалістів, майже 90% угод з цінними паперами укладаються поза організованим ринком.



Джерела: ДКЦПФР, ПФТС, Європ. федерація фондових бірж і Світовий Банк



Джерела: ДКЦПФР, ПФТС, Європ. федерація фондових бірж і Світовий Банк

Низька ліквідність українського ринку порівняно до ринків центральної і Східної Європи є наслідком корупції, політичного втручання та концентрації прав власності на приватизовані компанії в руках шести крупних фінансово-промислових груп. Це призводить до того, що на ринку торгуються акції невеликого числа підприємств, оскільки мало акцій пропонуються на продаж. Прикладом політичного втручання є Указ Президента від 24.11.2005 (далі - листопадовий Указ), яким визначено, що кошти пенсійних фондів можна вкладати лише в акції, що пройшли лістинг "на біржі". Цей указ також вимагає, щоб державні пакети акцій продавалися і купувалися на біржах, а підприємства у державній власності повинні пройти лістинг на біржах. Але ж існуючі біржі не мають інституційної спроможності запропонувати справедливий і прозорий ринок під цю вимогу держави. В разі виконання цих розпоряджень буде забезпечена фінансова безпека слабких "кишенькових" бірж за рахунок динамічного розвитку ринків капіталу і пенсійної реформи. Підтримка непрацюючих фондових бірж може призвести лише до маніпулювання ціною і ще більшої корупції.

Сьогоднішня фрагментованість ринку витікає з рішень, прийнятих для сприяння масовій приватизації у середині 90-х років, коли регулятор, діючи скоріше як адміністратор, а не регулятор, видавав ліцензії регіональним біржам для проведення приватизації місцевих підприємств. Сьогодні в Україні існують 10 організаторів торгів з ліцензією ДКЦПФР, вісім з яких зареєстровані як біржі, а інші

дві зареєстровані як торговельно-інформаційні системи (ТІС), що значно перевищує потреби ринку.<sup>1</sup>

Найбільш активними є дві платформи: PFTS, електронна торговельна система, на яку припадає понад 86% усього обсягу торгів, і Українська фондова біржа (близько 13%). Інші 8 організаторів торгів (7 бірж і одна ТІС) практично не працюють, лише інколи проводячи нерегулярні торги, що ще більше посилює подрібнення ринку, а отже негативно впливає на ціноутворення і ліквідність.

Ці малоактивні організатори торгів залишаються на ринку лише в надії взяти участь у приватизації і тендерах з продажу державних пакетів акцій, за що вони можуть отримати комісію в розмірі 1% від вартості проданого пакету.

Існують численні публікації щодо того, що коли такі платформи проводять нерегулярні сесії, то така торгівля часто здійснюється лише з метою штучного підвищення ціни (маніпулювання) на акції відповідної емісії.<sup>2</sup>

Незважаючи на домінування торговельної системи ПФТС на ринку, ДКЦПФР відмовляється надати ПФТС статус "фондової біржі." Цим послаблюються можливості цієї домінуючої установи обслуговувати потреби українського ринку, особливо у зв'язку з вищезгаданим президентським Указом. Такі дії регулятора не тільки негативно впливають на операційну діяльність ПФТС, а й призводять до значної шкоди для приватизаційної програми Уряду і розвитку недержавних пенсійних фондів.

"Торговельна платформа ПФТС обслуговує переважну більшість угод з цінними паперами в Україні. Індекс ПФТС є єдиним визнаним "термометром", який точно показує політичну й економічну "температуру" українського ринку ЦП."

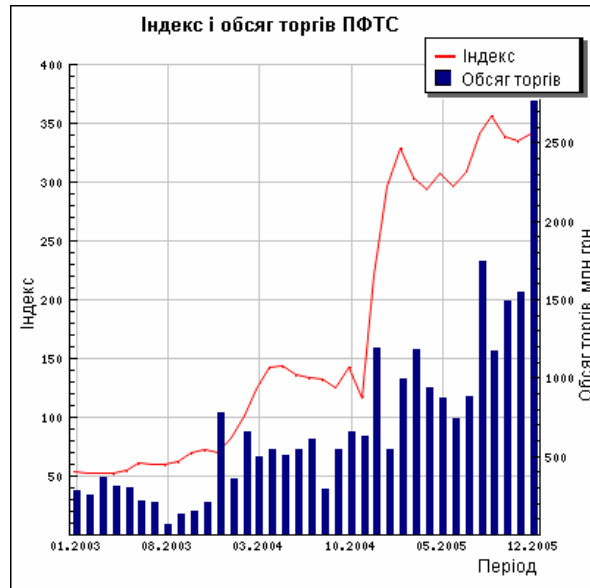
*"Економічні новини", Україна 2004 р.*

Інвесторам потрібна біржа ЦП, яка пропонує безпеку, прозорі ціни, недороге виконання угод та ліквідність, якої не існує в Україні через фрагментацію ринку і недотримання загальноприйнятих стандартів для бірж. Крім цього, можна очікувати подальшого подрібнення цього ринку, якщо ДКЦПФР справді позитивно вирішить питання щодо реєстраційних документів, поданих новою ТІС "Перспектива".<sup>3</sup>

Негативні наслідки закріплення ДКЦПФР фрагментованого ринку ЦП визнає Фонд держмайна України, який нещодавно відкрито заявив про намір продавати державні пакети акцій через західні біржі. На підтримку цієї позиції Голова ФДМУ Валентина

Я буду робити все можливе, щоб вийти на зарубіжні ринки. Тепер можна виходити на Лондонську фондову біржу й інші біржі, щоб отримати кращу ціну за такі акції.

*Валентина Семенюк,  
Голова ФДМУ  
22 грудня 2005 року*



<sup>1</sup> ДКЦПФР видала також ліцензії 794 торговцям, 370 незалежним реєстраторам, 143 зберігачам, 2 депозитаріям та 10 СРО, чим ще більше подрібнено розвиток організованого ринку ЦП, з огляду на поточний стан ринку.

<sup>2</sup> Маніпулювання може існувати в різних формах, штучно впливаючи на обсяги угод чи встановлення ціни. На більшості регульованих ринків така діяльність є забороненою. Чинне законодавство не виключає маніпулювання і не передбачає штрафів чи інших санкцій за таке порушення. Таке маніпулювання негативно впливає на права інвесторів, внаслідок чого зменшується довіра до цього ринку і відсутня прозорість ціноутворення.

<sup>3</sup> "ДКЦПФР розглядає реєстраційні документи нової торговельно-інформаційної системи "Перспектива" UABANKER, 28.12.2005.

Семенюк заявила про можливість продажу активів на західних ринках за вищою ціною, ніж на внутрішньому ринку.

Існує аргумент, що в разі небажання Уряду застосувати контрзаходів проти подрібнення українського ринку, на регулятора збільшиться тиск у зв'язку з необхідністю вдосконалити свою роботу згідно з міжнародними нормами, без чого він може бути ще більше відсунутий на другий план конкурентами з Євросоюзу. Втручання Уряду та неприйняття відповідних регуляторних заходів згідно з правилами фондового ринку, зрозумілих провідним ринкам і всьому світу, може призвести до того, що Україна відчуватиме ще гострішу конкуренцію з боку західних ринків, зокрема з боку країн Євросоюзу. Це ще більше послабить позицію України як на внутрішніх, так і на зовнішніх ринках, що зашкодить країні і її населенню.<sup>4</sup>

## **Оцінка технічних спроможностей**

Міжнародна організація комісій з ЦП (IOSCO) прийняла кодекс найкращої світової практики щодо створення і нагляду за біржами ЦП. Цими загальноприйнятими стандартами користується регулятор, виконуючи функцію ліцензування і нагляду, а також торговельні організації всередині країни, як точкою відліку для оцінки нормативної бази, стандартів і практики, критеріїв корпоративного управління та прозорості, що власне й створює добре організований ринок.

Найважливішими показниками є, зокрема, загальні питання фрагментації і централізації ціноутворення, ліквідність ринку, доступ до даних про результати торгів та більш технічні питання, такі як правила найкращої практики, визначення початкової і кінцевої ціни та порядок продажу великих пакетів. Ці загальноприйняті орієнтири були нами використані для оцінки регуляторного середовища в Україні, причому основна увага зверталася на посилення процедур ліцензування й нагляду з боку ДКЦПФР, роботу двох найбільших бірж, - ПФТС та УФБ, - і ролі СРО в програмі регулювання в Україні.

Дати комплексний аналіз інституційних спроможностей виявилось неможливим, однак була зроблена загальна оцінка діяльності ДКЦПФР, головних бірж та режиму СРО і запропоновано рекомендації щодо вдосконалення їх діяльності з метою посилити структуру ринку (докладніше про це дивись далі за текстом). В цілому ж загальний висновок очевидний: Україна продовжує відставати за багатьма вимірами найкращої міжнародної практики стосовно роботи фондових бірж і законодавчої та нормативної бази.

## **Ключові рекомендації**

Короткострокові і середньострокові рекомендації стосуються в основному українських бірж ЦП і не претендують на охоплення усіх проблемних питань щодо ринку ЦП. Сподіваємося, що ці рекомендації призведуть не лише до дискусій і обговорення питань політики, але й матимуть наслідком позитивні зміни в інституціях, які закладають підвалини для створення активного і справді динамічного ринку ЦП в Україні.

- ДКЦПФР повинна негайно визнати, зареєструвати і видати ліцензію ПФТС як "фондовій біржі". На ПФТС здійснюється 86% транзакцій організованого ринку України, вона знаходиться у приватному володінні і управлінні, вона користується повагою з боку професійних учасників ринку і продовжує розвивати свою спроможність справедливо і прозоро обслуговувати ринок.

---

<sup>4</sup> Звіт Світового банку «Розвиток небанківських фінансових установ в Україні: Стратегія політичної реформи та план заходів» ( Policy Reform Strategy and Action Plan, World Bank ECSFP Draft Study, October 2005).

- Міжнародним донорам слід надати допомогу ПФТС для посилення її операційної діяльності на підтримку приватизації і роботи недержавних пенсійних фондів. Головними напрямками такої технічної допомоги можуть бути такі:
  - Слід покращити стандарти лістингу стосовно компаній першого рівня з метою вдосконалення корпоративного управління та розкриття інформації згідно міжнародних стандартів, що може сприяти появі ширших можливостей для інвестування, зокрема інвестування активів недержавних пенсійних фондів.
  - Встановлення ціни повинно бути посилено за рахунок вимоги, щоб угоди з цінними паперами емітентів у лістингу здійснювалися або повідомлялися у торговій системі, що дозволить зменшити кількість угод поза межами регульованого ринку.
  - Слід запровадити і забезпечити контроль за виконанням правил найкращої практики виконання угод.
  - Перейти на проведення розрахунків по угодах в режимі реального часу щонайменш в режимі T+3, як того вимагають міжнародні норми.
  - Слід переглянути й вдосконалити, де це можливо, систему заявок з метою забезпечення ефективної роботи такої системи.
  - Слід перевірити відповідність процедур проведення торгів міжнародним нормам стосовно забезпечення прозорості ціноутворення, зокрема підчас приватизаційних торгів на цій електронній біржі.
  - Треба запровадити краще навчання брокерів-дилерів, включаючи програми постійного підвищення кваліфікації, з метою подальшої активізації біржових операцій.
  - Слід посилити роботу СРО, маючи на меті забезпечення ефективного правозастосування і контролю за роботою брокерів-дилерів та дотримання ними вимог чинного законодавства.
- Треба здійснити заходи для консолідації решти майже непрацюючих фондових бірж шляхом добровільного об'єднання або відміни ліцензій з метою забезпечення прозорості ціноутворення, що є критично важливим питанням для проведення приватизаційних торгів та для інвестування активів недержавних пенсійних фондів. У зв'язку з низькою активністю цих установ настійливо рекомендуємо анулювати їх ліцензії, щоб ліквідувати проблеми, що призводять до подрібнення ринку. Для поліпшення операцій на ринку треба консолідувати наявні обмежені ресурси.
- Слід анулювати ліцензії тих брокерів-дилерів, що не здійснюють діяльності.
- Треба докласти усіх можливих зусиль, щоб протидіяти негативним наслідкам Указу Президента від 24.11. 2005.
- ДКЦПФР слід запровадити більш зрозумілі й ефективні процедури ліцензування, нагляду за ринком ЦП, регуляторної функції та функції правозастосування.

- Для посилення регуляторної функції, ДКЦПФР слід звернутися до IOSCO з проханням оцінити інституційні спроможності та регуляторну діяльність Комісії з метою вдосконалення її діяльності і забезпечення більшої довіри та поваги до цього критично важливого регулятора.
- Уряд, ДКЦПФР і учасники ринку, за допомогою міжнародних донорських організацій, мають здійснити спільну програму, спрямовану на заохочення відкритих АТ, особливо тих, що пропонуються для приватизації, пройти процедуру лістингу і запропонувати свої акції на продаж через добре врегульовану біржу, щоб їх могли придбати портфельні інвестори, зокрема недержавні пенсійні фонди.
- Необхідно переглянути систему СРО, маючи на меті їх відповідність міжнародним нормам, включаючи посилене і постійне навчання і ліцензування професійних учасників ринку, а також функцію правозастосування для прийняття дисциплінарних санкцій до тих членів, які не виконують вимог щодо навчання і порушують етичний кодекс, завдаючи шкоди ринку.
- Міжнародна донорська спільнота має координувати свою діяльність з підготовки послідовного плану для Уряду України, спрямованого на забезпечення вільної ринкової економіки без непотрібного і зайвого втручання урядових структур в економічну діяльність учасників ринку.

## 1. Значення організованого ринку ЦП <sup>5</sup>

Організовані ринки ЦП відіграють надзвичайно важливу роль в розвитку динамічної економіки, оскільки вони дозволяють зберегти час і скоротити витрати емітентам, покупцям і продавцям та їх агентам під час виконання угод з ЦП, акціями чи облігаціями, за прозору і справедливу ціну. У країнах з ліквідним, безпечним і прозорим ринком ЦП громадяни мають можливість вкладати кошти, отримуючи прибуток на свої вкладення, що дорівнює, або навіть перевищує рівень інфляції.

Ринок ЦП є суттєвим чинником для впровадження пенсійної реформи. За умови впровадження 2-го і 3-го рівнів системи пенсійного забезпечення в Україні вимогою буде формування інвестиційного портфелю за рахунок інвестування пенсійних вкладів переважно в українські ЦП, що не лише слугуватиме локомотивом для розвитку економіки країни, а й зробить можливим пруденційне інвестування, яке гарантуватиме очікуваний рівень пенсійного забезпечення при виході на пенсію. Ринки ЦП важливі ще й тому, що пропонують необхідну “стратегію виходу” пенсійним фондам та іншим стратегічним інвесторам. Пенсійні фонди, відсліджуючи свої інвестиційні портфелі та плануючи шляхи виконання вимог по довготермінових виплатах пенсіонерам, потребують можливості швидко “вийти” з інвестицій, прибутковість яких падає, і одночасно “увійти” (тобто купити) такі цінні папери, які відповідають як довгостроковим, так і короткостроковим потребам пенсіонерів-учасників цих фондів.

На сьогодні ринок ЦП в Україні не дає можливості для такого “виходу/входу”. Крім цього, український ринок ЦП не має розмаїття інвестиційних альтернатив, скажімо інструментів, пов’язаних з хеджуванням інфляції, що потрібно для довготермінових інвестицій, необхідних для стабільної пенсійної реформи.

Таким чином, ринок ЦП здійснює дві суттєві функції: виявлення ціни фінансового інструменту у процесі вільних біржових торгів та забезпечення ліквідності ринку. Ринки ЦП надають механізм для визначення “справедливої і об’єктивної ціни” ЦП на базі точки зору сотень чи навіть тисяч інвесторів, що впливає на транзакції на ринку ЦП. Ринок допомагає звести разом багато “охочих покупців” і “охочих продавців” для визначення справедливої ціни.

Ліквідність ринку дозволяє інвесторам бути впевненим, що, *купивши* цінний папір, вони завжди можуть його легко *продати* – тобто це й є можливість швидкого “*входу й виходу*” з їх інвестиції. Ліквідність ринку включає загалом три основні характеристики:

- глибина ринку – наявність заявок за цінами вище й нижче поточної врівноваженої ціни;
- ширина ринку – ринок справляється з значним обсягом заявок без значних коливань ціни на ЦП;
- еластичність ціни – ринок швидко отримує нові заявки після зміни ціни через дисбаланс на ринку.

Для того, щоб створити й підтримувати ліквідність ринку, потрібна постійна увага з боку учасників ринку, Уряду і регулятора, ДКЦПФР. Державна політика, зрозуміло, впливає на ліквідність ринку. Наприклад, від податкового режиму великою мірою залежить, будуть інвестори активно працювати на ринку ЦП чи триматимуть кошти на банківських депозитах. Сьогодні податкова політика в Україні

<sup>5</sup> Див. Charles M. Seeger and Hugh C. Patton, Background for Financial Markets Development in Ukraine (“Основні питання розвитку фінансових ринків в Україні”) 1.01.2000 р. та Charles M. Seeger, Securities Exchange Essentials (“Основи діяльності бірж ЦП”) 1996 р., публікація Світового банку, з докладним аналізом значення ринків ЦП на нових ринках, з особливим наголосом на ринок ЦП в Україні.

є сприятливою для банківських депозитів, оскільки доход по депозитах не обкладається податком, а відсотковий доход від облігацій - оподатковується.

Ліквідність залежить також від прозорості угод. Інвестори хочуть знати в режимі реального часу ціну й обсяг проданих і придбаних ЦП. Цю інформацію можна отримати через комп'ютерні мережі, тикери з біржовими котируваннями, або її можна підготувати й оприлюднити в кінці кожної торгової сесії на веб сайтах чи/або у ЗМІ.

Крім цього, на ліквідність впливають зміни лістингових умов. Лістингові умови повинні мати на меті залучення на ринок ЦП різних емітентів. Однак їх не можна використовувати як критерії "відбору", тобто вони повинні ґрунтуватися на аналізі їх сильних сторін та інвестиційної якості. Природно, умовою включення до лістингу повинна бути наявність постійного потоку ділової і фінансової, але неупередженої, інформації для ринку. Якщо критерії лістингу будуть надто високими, емітенти, особливо ж на нових ринках, не зможуть відповідати їм. Справедливо також і протилежне твердження. Якщо лістингові вимоги будуть заниженими, до лістингу потраплять багато маргінальних компаній, і тоді не може бути й мови про довіру інвесторів до такого ринку.

Одна з ефективних лістингових стратегій, вживана на багатьох нових ринках, полягає у впровадженні "дворівневої" програми лістингу. Компанії першого, тобто найвищого рівня, які є найсильнішими компаніями, зобов'язані дотримуватися міжнародних стандартів розкриття фінансової звітності, підготованої за міжнародними стандартами бухгалтерського обліку й аудиту, а також, можливо, повинні протягом трьох років показувати прибутки у звітах. Компанії другого рівня виконують менш жорсткі вимоги, маючи, однак, можливість отримати перевагу ринку ЦП, тобто маючи можливість залучити недорогий капітал.

Для того, щоб виконати вимоги щодо прозорості ціни й розрахунків у реальному часі, фондовим біржам довелося піти на серйозні зміни своєї структури. За кілька останніх років технологія й глобалізація змінили визначення терміну "біржа ЦП." Якщо раніше були власне біржі й електронні біржі, то сьогодні більшість бірж ЦП існують у формі електронної системи. Тепер брокери сидять в кімнаті чи своєму офісі і проводять операції на екрані комп'ютера, причому цей "віртуальний торговельний майданчик" під'єднаний через Інтернет з брокерами і дилерами в різних регіонах країни, що забезпечує таку важливу прозорість ціноутворення і найкращу ціну за угодою для усіх учасників ринку, де б вони не були розташовані.

Торонтська фондова біржа, Болгарська біржа і Бухарестська біржа – це електронні "фондові біржі." 20 квітня 2005 року Archipelago Exchange (ArcaEx), найбільша у світі електронна торговельна система, що має ліцензію біржі і статус СРО в США, та Нью-Йоркська фондова біржа, найбільша фондова біржа у світі, оголосили про злиття і створення у майбутньому єдиної юридичної особи, NYSE Group Inc. В результаті цього злиття об'єднуються найбільший в світі ринок акцій і найуспішніша, повністю відкрита й повністю електронна біржа. Найкращою міжнародною практикою визнана і інкорпорована сучасна технологія для подальшого вирішення питань щодо виконання угод в режимі реального часу та відповідності вимогам глобалізації.

...Дебати про те, що краще – торги на біржі чи через електронну систему, - відійшли вже, здається, в історію. Практично скрізь біржі перейшли на електронну торгівлю... А там, де ще залишаються торгові площадки, це свідчить про спротив брокерів, які не бажають залишати свій притулок ....

*Звіт "Ціноутворення і конкурентоспроможність торговельних систем" 3.10.2000<sup>6</sup>*

<sup>6</sup> "Ціноутворення і конкурентоспроможність торговельних систем", звіт FIBV (Міжнародної федерації бірж) Річні збори, Брисбейн –3 жовтня 2000 року, автор Стефен Уеллс.

## 2. Загальна інформація про розвиток фондового ринку України

Невдовзі після набуття незалежності Україна звернула увагу на розвиток свого ринку ЦП. Були прийняті закони, що стали правовою базою для розвитку цього ринку. Ця законодавча база була розширена Указами Президента, якими доповнювалася правова основа для швидкого реформування як завдання, що стоїть перед незалежною державою. Перші закони постійно змінювалися для запобігання виявленим недолікам та сприяння подальшому розвитку ринку. Перша біржа, Українська фондова біржа, була створена у 1991 році за допомогою гранту в 5 млн. доларів, наданого французьким урядом Уряду України.

Пізніше, у 1996 році, було створено електронну торговельну систему ПФТС, якою володіють і управляють учасники ринку.

В 1997 році приватним сектором підтримано створення ще одного критично важливого інституту ринків капіталу, депозитарію “Міжрегіональний фондовий союз” (МФС), яким теж володіють і управляють учасники ринку.

Уряд України здійснює кроки у законодавчому та інших напрямках для розвитку свого ринку капіталів, однак уважний аналіз таких заходів свідчить про наявність багатьох непослідовностей і суперечливостей у цих заходах. Наприклад, плани сприяння розвитку ринків капіталу за рахунок переходу на необхідні міжнародні норми для підтримки економічного розвитку вступають у протиріччя з бажанням держави закріпити підприємства у своїй власності, що призводить до затримок приватизації. Так само неприйняття закону про акціонерні товариства, який захищав би права міноритарних акціонерів, стримує притік інвестицій. Відсутність цілісної стратегії для останнього етапу регуляторної реформи суттєво впливає на розвиток небанківського сектору економіки. Зокрема:

- В країні понад 30 тисяч акціонерних товариств, де працюють мільйони незахищених акціонерів через відсутність належного законодавства з корпоративного управління, яке багато років блокують депутати ВР, що мають особливі інтереси;
- Уряд залишає державну частку в статутних фондах АТ, тим самим ще більше закріплюючи регіональні інтереси і негативно впливаючи на зміцнення ліквідності ринку;
- Регулювання ринку ЦП в Україні є застарілим, що призводить до надмірного регулювання, а отже й до непослідовної і слабкої культури дотримання законодавчих і нормативних вимог і правозастосування;

1991	• Закон “Про цінні папери і фондову біржу” • Закон “Про господарські товариства”
1992	• Закон “Про приватизацію державного майна”
1994	• Указ Президента “Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії”
1995	• Указ Президента “Про Державну комісію з ЦП і фондового ринку,” яким створено ДКЦПФР як державну установу України, яка регулює ринок ЦП.
1996	• Верховна Рада України (ВР) ухвалила “Концепцію функціонування і розвитку ринку ЦП України” • Закон “Про Державне регулювання ринку ЦП України”
1997	• Закон “Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу ЦП”.
1999	• Указ Президента “Про загальні принципи функціонування Національного депозитарію України”
2001	• Закон “Про інститути спільного інвестування (корпоративні і паєві інвестиційні фонди)”
2002	• Указ Президента “Про заходи щодо розвитку корпоративного управління”
2005	• Указ Президента “Про покращення інвестиційного клімату в Україні” • Указом затверджено План заходів щодо покращення інвестиційного клімату в Україні. • Указом затверджено Основні напрямки розвитку фондового ринку в Україні на 2005-2010 рр.

- ДКЦПФР і Держфінпослуг не мають достатньої правової і інституційної незалежності. Це призводить до політичного втручання в процес прийняття рішень, який і без того гальмується у зв'язку з недофінансуванням та політичними призначеннями посадових осіб на вищому рівні (топ менеджерів);
- Масштабна пенсійна реформа використовується як політичний інструмент. Це політичне втручання шкодить не лише пенсійній реформі, а й зростанню економіки; та
- Неприйняття урядом цілісної стратегії приватизації негативно впливає на український ринок ЦП, де мало підприємств – блакитних фішок, і існує висока ймовірність того, що ключові підприємства будуть продані через закордонні біржі, що ще більше погіршить ситуацію з нестачею якісних інвестицій, необхідних для ринків капіталу і потреб страхових компаній та недержавних пенсійних фондів.

Як засвідчує досвід інших ринків, приватизація і пенсійна реформа може суттєво впливати на розвиток ринків капіталу, що призводить до реального економічного зростання і покращення стандартів життя населення. Однак через відсутність чіткої і цільної стратегії уряду щодо такої діяльності це може призвести до подальшої корупції у процесі приватизації та відсутності якісних інструментів для інвестування активів недержавних пенсійних фондів. Короткотерміновим наслідком є розміщення цих активів на банківських депозитах, але в довготерміновому плані наслідком може бути криза пенсійної реформи через неможливість виплати пенсій пенсіонерам.

**Приватизація.** Уряд оприлюднив амбіційну приватизаційну програму на 2006 рік, куди увійшли 518 підприємств, та список з 25 підприємств, які будуть приватизовані у 2007 році. На жаль, цей перелік не включає найбільші підприємства, такі як “Укртелеком”, “Одеський портовий завод”, “Азот” або “Дніпропетровський агрегатний завод” та головні готелі Києва “Дніпро”, “Спорт” і “Україна”. Однак у пресі продовжуються розмови про можливу приватизацію “Укртелекому” в 2006 році, і серед можливих учасників у цих приватизаційних торгах називають компанії з Франції, Німеччини, Росії і, можливо, деякі українські компанії. План уряду не містить фактичного способу продажу підприємств за цією програмою, тому, враховуючи останні події на ринку, а також прийнятий у листопаді 2005 року Указ Президента, не виключено, що багато підприємств будуть виставлені на продаж через кишенькові біржі, разом з усіма пов'язаними з цим проблемами, наприклад, відсутність реальної ціни на державні підприємства, неможливість розміщення активів недержавних пенсійних фондів у якісні цінні папери тощо.

**Пенсійна реформа.** Пенсійна реформа почалася в Україні у 2003 році з прийняттям законодавчої бази для реформування обов'язкової державної системи пенсійного забезпечення та впровадження II і III рівня (недержавних пенсійних фондів, НПФ). Ця законодавча база включає кілька умов для впровадження II рівня, зокрема створення і ефективна робота фондів III рівня. За станом на жовтень 2005 року зареєстровано 48 НПФ, включаючи 38 загальних фондів, учасниками яких можуть бути різні вкладники, 7 корпоративних фондів та 3 професійні фонди. На кінець 2005 року ДКЦПФР видала ліцензії 78 компаніям з управління активами і 86 зберігачам для підтримки діяльності НПФ.

Дотепер ці фонди зібрали 21 мільйон гривень і залучили 40 тисяч учасників. Внаслідок нерозвинутого ринку ЦП, більша частина цих активів розміщена на банківських депозитах.

Нещодавньою постановою Кабінету міністрів №525 від 15.12.2005 визначено, що найкраще впроваджувати II рівень у 2008-2009 роках. На основі елементарних

актуарних розрахунків для впровадження II рівня пенсійної системи можна зробити висновок, що за умови максимального розміру внесків у 7%, дозволеним законом для жінок віком до 35 років і чоловіків до 40 років, II рівнем буде накопичено 9 мільярдів гривень у 2008 році і ще 12 млрд. грн. у 2009 році. Критично важливим запитанням для керівництва країни буде - "Куди і як інвестувати ці кошти в інтересах пенсіонерів?"

На сьогоднішній день пенсійне законодавство вимагає, щоб НПФ інвестували кошти в акції і облігації українських підприємств, які пройшли лістинг і торгуються на ліцензованих організаторах торгів, - біржах або електронних торговельних системах. Крім цього, законодавством передбачено, що на таких організаторів торгів повинно припадати не менше 25% загального обсягу торгів усього ринку ЦП України. Сьогодні лише ПФТС як організатор торгів відповідає цій вимозі. Однак листопадовий Указ Президента 2005 року матиме негативний вплив на таку інвестиційну стратегію, що зашкодить пенсійній реформі.

На додаток до цього, на розгляді у ВР зараз знаходиться законопроект, прийнятий у першому читанні в грудні 2005 року, яким вносяться зміни до існуючого закону і дозволяється інвестувати кошти в корпоративні облігації, що лише "розміщені" на організаторів торгів. Запропонована зміна дозволить емітентам облігацій обійти усі "лістингові" вимоги дрібних організаторів торгів. А це означає, що в разі, якщо такі облігації не пройдуть процедуру лістингу, то такі облігації не будуть ліквідними.

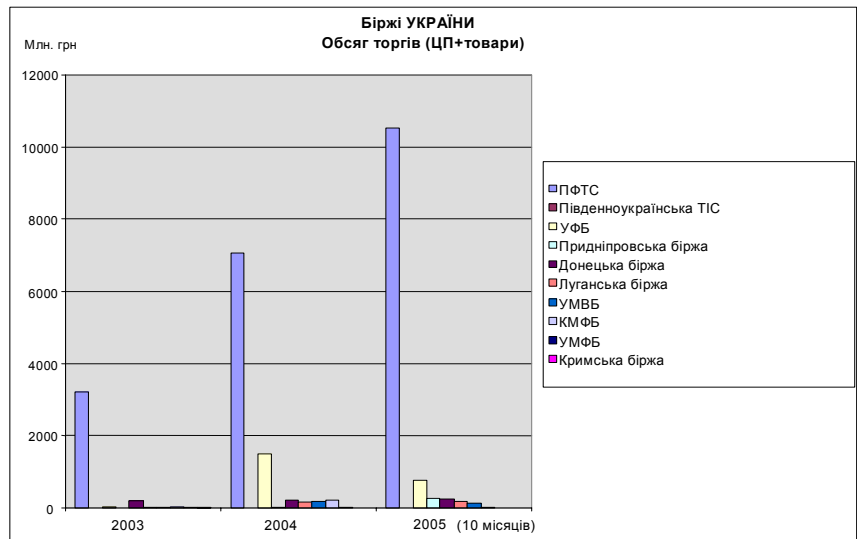
Підсумовуючи, слід сказати, що існує багато проблем, і проблем гострих. Це: відсутність фінансових інструментів; відсутність розкриття інформації, яке відповідає міжнародним стандартам, та відсутність прозорості й ліквідності на фрагментованому ринку ЦП. Внаслідок слабого регулювання ринку ЦП нормою стане маніпулювання ринком. Як уже згадувалося вище, на розвиток високоякісних фінансових інструментів для інвестування негативно впливатиме реалізація положень листопадового Указу Президента 2005 року, якими інвестування активів НПФ обмежується лише фондовими біржами. Як зауважив один відомий експерт з ринків ЦП, такі події ще більше інституціоналізують непрозорий ринок паперів і лише сприятимуть фінансовій безпеці слабких "кишенькових" бірж та зацікавлених осіб.

Ще одним чинником стримування розвитку національного ринку є те, що багато успішних українських підприємств вдаються до запозичень на зовнішньому ринку через відсутність мотивації для розміщення своїх емісій на внутрішньому ринку, який є надзвичайно фрагментованим і не дає можливості визначити реальну ринкову вартість підприємства. Протягом останнього року на західних ринках котирувалися цінні папери чотирьох українських підприємств. Наприклад, 11.02. 2005 Група "Укрпродукт", велика українська компанія-виробник молочної продукції, розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі, одній з найліквідніших і найвідоміших бірж світу. Ця компанія продала близько 27,2 % акцій, отримавши 11,3 мільйонів доларів США. За нею, в грудні 2005 року, цим шляхом пішла компанія "XXI Століття", київська компанія-девелопер, розмістивши 32% акцій на Лондонській фондовій біржі по ціні 10,4 долари США за акцію, що означає, що ринкова вартість цієї компанії становить близько 370 мільйонів доларів США.

Якщо уряд не застосує термінових заходів для вирішення цих проблем, Україна матиме справу з дедалі потужнішою конкуренцією з боку ліквідних західних ринків, що матиме далекосяжні наслідки для розвитку її ринку ЦП і економіки. Протекціоністська ментальність уряду, присутня в багатьох його програмних документах, не сприятиме досягненню визначеної цілі, а навпаки призведе до переорієнтації компаній і транзакцій в офшорні зони, де є безпечніші й краще регульовані ринки.

### 3. Огляд поточного стану українських фондових бірж

ДКЦПФР видала ліцензії 10 організаціям, 8 з яких як біржам і двом торгово - інформаційним системам. Це надто багато для такого ринку. Більшість країн світу перейшли на електронну систему торгівлі, однак процес ліцензування в Україні ще досі ґрунтується на застарілому протиставленні способу проведення торгів — у формі електронної торгівлі чи з голосу. П'ять з цих організаторів торгів розташовані у Києві, чотири



Джерело: ДКЦПФР, ПФТС, УФБ – 2005 (10 місяців)

в різних регіонах України і одна в АР Крим. Загалом організатори торгів є суттєвою основою сучасного ринку ЦП, однак дублювання та існування “кишенькових” бірж призводять до практики виживання за рахунок отримання ренти, фрагментованості ринку і поганого корпоративного управління.

У нещодавній газетній статті<sup>7</sup> повідомляється, що в Україні невдовзі з'явиться новий торговельний майданчик. Зараз ДКЦПФР розглядає реєстраційні документи, подані новою торговельно-інформаційною системою “Перспектива”. Ці документи подав “Регіональний фондовий союз”, асоціація, що включає п'ять дніпропетровських

“Існує багато майданчиків, де відбуваються торги, як у Києві, так і в регіонах. Немає потреби створювати на ринку новий майданчик. Ми маємо багато бірж, де торги проводяться в інтересах певних осіб, тому завжди існує можливість використання таких майданчиків у таких цілях.”

Євген Григоренко, Генеральний директор  
Української асоціації інвестиційного бізнесу  
28 грудня 2005 року

брокерів-дилерів, серед яких один банк. Передбачається, що “Перспектива” торгуватиме низкою ЦП, які користуються попитом на ринку будівництва житла. Серед них спеціальні облігації, випущені з метою фінансування будівництва, акції, інвестиційні сертифікати фондів нерухомості, а також закладні як новий тип іпотечних ЦП. На думку кількох скептично налаштованих учасників

ринку, цей новий організатор торгів у формі електронної торговельної системи може бути просто ще однією “кишеньковою” структурою.

На основі даних за 2003-2005 роки<sup>8</sup>, на ПФТС припадає близько 86% угод на ринку України. Друга за цим показником найактивніша біржа має менше 13%. Решта 8 бірж діяльності практично не ведуть, сподіваючись лише на участь в майбутніх приватизаційних торгах ФДМУ, отримуючи комісійні в розмірі 1% з продажу державних часток.

<sup>7</sup> ДКЦПФР розглядає реєстраційні документи нової торговельно-інформаційної системи “Перспектива”, UABanker.net, 28.12. 2005.

<sup>8</sup> Дані за перші 10 місяців 2005 року.

## Обсяг торгів на організаторах торгів України у 2004-2005 роках

	2004		2005 (січень-травень)*	
	млрд. грн.	% усього обсягу	млрд. грн.	% усього обсягу
<b>Біржі</b>				
1 КМФБ	0,32	2,45%	0,00	0,07%
2 ДФБ	0,29	2,21%	0,01	0,15%
3 Придніпровська	0,04	0,34%	0,27	4,66%
4 УМВБ	0,27	2,03%	0,07	1,15%
5 УМФБ	0,04	0,27%	0,01	0,09%
6 УФБ	2,11	16,02%	0,73	12,87%
7 Кримська	0,03	0,22%	0,00	0,01%
8 Луганська	0,23	1,75%	0,05	0,88%
<b>Загальний обсяг, біржі</b>	<b>3,34</b>	<b>25,29%</b>	<b>1,13</b>	<b>19,88%</b>
<b>ТІС</b>				
9 ПФТС	9,9	74,66%	4,56	80,10%
10 Південноукраїнська ТІС	0,00	0,04%	0,00	0,02%
<b>Загальний обсяг, ТІС</b>	<b>9,86</b>	<b>74,70%</b>	<b>4,56</b>	<b>80,12%</b>
<b>Загальний обсяг, біржі і ТІС</b>	<b>13,20</b>	<b>100,00%</b>	<b>5,69</b>	<b>100,00%</b>

Джерело: ДКЦПФР, CASE Україна. Дані за 2005 – останні офіційні дані.

Аналітики і експерти ринку зауважують, що такі нерегулярні торгові сесії на цих організаторах торгів проводяться переважно для штучного підвищення (маніпулювання) ціни відповідної емісії. Неофіційне порівняння цін на цінні папери шести компаній свідчить про значні коливання цін на восьми ліцензованих організаторах торгів протягом місяця без очевидних причин для таких різких перепадів ціни. Наприклад, ціни на акції однієї з будівельних компаній піднялись з 1,15 грн. до 43,47 грн. Акції іншої компанії коливались на восьми біржах від мінімальної 1,010 грн. до максимальної 5,005 грн.

У місцевих ділових і фінансових ЗМІ оприлюднено такі приклади щодо ринку ЦП, які свідчать про фрагментованість ринку:<sup>9</sup>

- *Обсяг торгів УФБ і Придніпровської ТІС навіть не варто аналізувати (відповідно 734,16 млн. і 265,3 млн.). Головним інструментом, що торгуються на цих майданчиках, є опціони на сталеві окатиші. Щось явно сумнівне відбувається на цих сесіях, оскільки торгівля цими опціонами вельми активна, але на торги допускаються не всі. (Примітка: Щоб вижити, ця біржа торгує товарними опціонами, а сесії з торгівлі акціями і облігаціями відбуваються нерегулярно).*
- *Активність УМВБ також досить низька. Там торгують незначними пакетами “опціонів” “Укртелекому”, з обсягом торгів усього лише 79,7 млн. грн.! (Примітка: Ці опціони не є фінансовими інструментами, вони лише мають право на встановлення телефону).*

“Ви, мабуть, скажете, що це наукова фантастика. Зовсім ні. Це усього лише реалії фондових бірж в Україні та українського ринку ЦП. “

“Економические известия»,  
Україна  
15 серпня 2005 р.

<sup>9</sup> Дані про українські фондові біржі, «Економические известия», 15 серпня 2005 р.

- Ще менш вражають результати роботи Київської міжнародної фондової біржі (КМФБ), обсяг торгів якої складає 10,2 млн. грн. Акції деяких компаній торгуються за такими захмарними цінами, що в буквальному сенсі волосся встає дибки. Наприклад, акції ВАТ “Розважально-торговельний центр” пропонуються по 800 грн. за штуку, тобто у 16 тисяч разів вище номіналу. Акції ВАТ “Укрнафтопереробка” продаються по 371,96 грн., тобто у 1400 разів вище за номінал. Усього ж у цьому діапазоні співвідношення номінальної вартості до продажної ціни на КМФБ торгуються акції п’яťох (!) компаній. Очевидно, їх просто випадково не помітили українці, коли визначали блакитні фішки України!
- Лідером за обсягами торгів Донецької біржі є акції ВАТ “Спецхіммашинобудування”, які можна вважати кандидатом на звання кращої компанії за ринковою капіталізацією. При статутному фонді компанії у 77,564 млн. грн., ЛФБ вдалось продати пакет акцій цього підприємства за 247,5 млн. грн., або по 34 грн. за акцію, номінальна вартість якої складає 0,25 копійок за штуку. Це вище навіть за оцінку деякими експертами 1,74% пакету акцій “Криворіжсталі” (200 млн. грн.)! То, може, варто уряду України уважніше придивитися до цього коштовного “діаманту”? Мабуть що ні. На жаль, на Міжбанківській валютній біржі акції цього підприємства пропонуються по ціні 1,25 грн. за штуку.

За класифікацією Standard & Poor’s, ринок ЦП України визначено як франтір-риннок, тобто це найнижча класифікація індексу бірж цієї рейтингової агенції, що трохи нижче за категорію нових ринків. До цієї категорії входять понад 20 країн, згрупованих за географічним принципом на країни Європи, Африки, Азії й Латинської Америки. Група європейських франтір-ринків включає Україну та її сусідів: Румунію, Словенію, Словаччину, Хорватію, Болгарію, Естонію, Литву і Латвію. Standard & Poor’s вважає ПФТС провідною українською біржею в розрахунку індексу S&P.

### Європейська група франтір-ринків 2004

Показник/ Країна	Україна	Румунія	Хорватія	Словенія	Литва	Естонія	Словач- чина	Болгарія	Латвія
Капіталізація млн. USD	11778,4	11786,0	10958,6	9676,8	6462,8	6202,6	4410,2	2804,0	1655,0
Капіталізація у % ВВП	18,76	16,73	32,23	30,24	29,38	58,76	10,76	11,40	12,73
Сер. місяч. обсяг торгів ЦП, млн. USD	16,73	78,62	41,18	97,49	38,65	68,97	13,59	42,58	9,16
Місцевий індекс	260,13	4364,7	1565,8	4904,5	293,4	448,8	326,6	--	413,6
- зміна в % до 2004/2003	204,60	100,96	32,12	24,75	68,16	57,09	---	---	81,09

Джерело: Standard & Poor’s і ПФТС

Як франтір-риннок, Україна має один з найменших ринків акцій у своїй групі як за капіталізацією, так і за середньомісячним обсягом торгів. Середньомісячні обсяги торгів на українському ринку є порівняно скромними порівняно до цього показника в решті країн цієї групи. Як підкреслюється нижче, пояснюється це частково тим, що понад 90% обсягу угод виконуються поза межами регульованого ринку, а поточними нормами регулювання в Україні не передбачається проведення таких угод на регульованому ринку або щоб інформацію про такі угоди повідомляли регульованому ринку. Значне зростання українського індексу ЦП у 2004 році пояснюється

позитивними наслідками Помаранчевої революції. Ринкова капіталізація українського ринку як відсоток від ВВП у 2004 році складає 18,76%, що значно нижче, ніж у Естонії (58,76%) і поступається Хорватії (32,23%) і Словенії (30%).

Разом з цим, український ринок зріс з одного з найменших в регіоні за ринковою капіталізацією до показника у 10% ВВП в 2003 році і до 18,76% у 2004 році, а за останніми прогнозами складе по результатах 2005 року до 35% ВВП.<sup>10</sup> За оцінкою провідного українського інвестиційного банку, до кінця 2006 року капіталізація ринку ЦП України може досягти 35-40 млрд. доларів США при торговому обороті на день від 20 до 30 млн. доларів США. Концентрація ринку дуже велика: цінні папери 10 найбільших компаній складають приблизно 57% усього обсягу угод.

Ліквідність ринку дуже низька, причому більшість угод з цінними паперами здійснюється поза межами організованих бірж чи ТІС. За підрахунками експертів, 90% угод укладається на нерегульованому ринку. У 2005 році і в попередні роки вільний обіг акцій публічних компаній, без врахування контрольних пакетів, складає приблизно 4% ринкової капіталізації, що ще більше знижує ліквідність ринку.

З числа ЦП, що котируються на біржовому ринку, лише 40, вважається, торгуються регулярно, а на провідному організаторі торгів, ПФТС, акції п'яти найбільших компаній складають понад 75% усіх угод. Більша частина найкрупніших підприємств України, на більшості з яких після масової приватизації працюють тисячі акціонерів, існують у формі закритих акціонерних товариств (ЗАТ). Акції ЗАТ не можуть бути в лістингу і не можуть публічно торгуватися. При виході з ЗАТ, акціонери повинні спершу запропонувати свої акції іншим акціонерам своєї компанії за непрозорою ціною, яку часто визначає керівництво підприємства.

Більшість додаткових випусків акцій розподіляються або між існуючими акціонерами, або за наперед визначеними умовами, щоб не виходити на публічний ринок. За останній час декілька українських підприємств здійснили первинне розміщення акцій (ІРО) на іноземних біржах, визначивши свою ринкову вартість, і окрім того, отримали менш дорогий позиковий капітал.

### **3.1 Розрахунки за транзакціями**

Розрахунки є невіддільним і ключовим елементом торгівлі цінними паперами. Процедури розрахунків включають технічне виконання укладених транзакцій у відповідності до чинного законодавства і нормативно-правових актів. Розрахунки за транзакціями вимагають взаємодії з контрагентами та іншими учасниками розрахунків (зберігачами, реєстраторами і банками).

Автоматичні розрахунки за транзакціями ще не повністю впроваджені на основному ринку, ПФТС, через низьку ліквідність місцевого фондового ринку. У даний час усі транзакції оформляються у вигляді угод купівлі-продажу. За законом принаймні одна сторона транзакції має бути ліцензованим торговцем цінними паперами, розрахунковий підрозділ якого відповідає за виконання транзакції. Виконання транзакцій вимагає підписання договорів, своєчасного виконання їх умов (включаючи поставку/прийняття ЦП і переказ/отримання коштів), надання інформації іншим учасникам розрахунків (зберігачам, реєстраторам і кліринговому депозитарію). Окрім виконання транзакцій, розрахункові підрозділи здійснюють моніторинг портфелів клієнтів, виплати дивідендів тощо.

Система розрахунків в Україні регулюється правилами, встановленими ДКЦПФР, і має трирівневу структуру. На нижньому рівні знаходяться реєстратори. Кожен емітент має обраховувати свої акції у реєстратора, який веде реєстр усіх його

<sup>10</sup> Оцінка на базі даних, представлених CASE Ukraine, ДКЦПФР і ПФТС.

акціонерів. Зберігачі, які є ліцензованими брокерами, зберігають акції інвесторів і часто виступають від їх імені, репрезентують другий рівень. Зберігачі вносяться реєстраторами до реєстру як номінальні власники. На верхньому рівні знаходиться депозитарій, Міжрегіональний Фондовий Союз (МФС), який виступає у якості номінального власника для зберігачів.

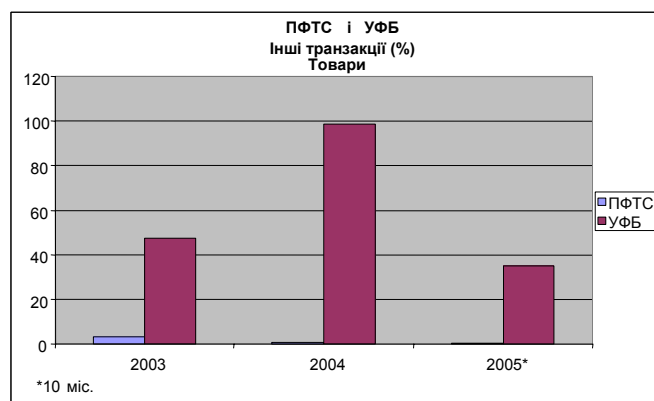
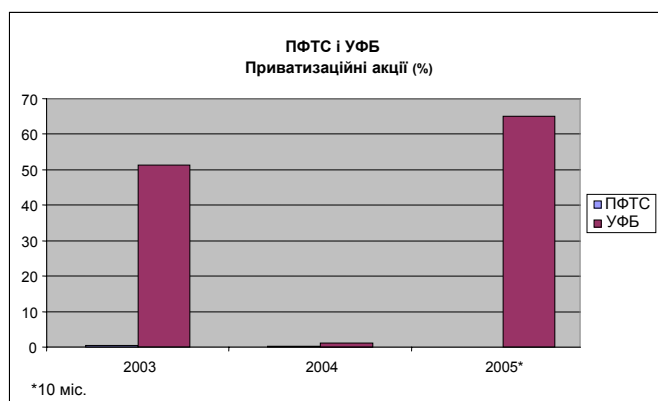
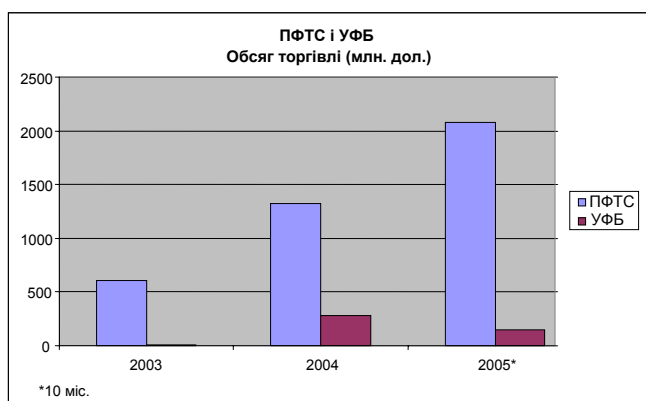
Якщо інвестор придбаває акції компанії, він стає акціонером і має бути включений до реєстру компанії. Якщо покупець і продавець акцій репрезентуються одним і тим же зберігачем (який зареєстрований як номінальний власник акцій), перехід права власності відбувається лише на рівні зберігача. В інших випадках зберігач, або зберігачі, має направити звіт про транзакцію депозитарію МФС і реєстратору, який потім вносить зміни до реєстру. Іноземні інвестори також можуть зберігати свої акції в місцевих брокерських фірмах, що виступають у якості зберігача у цьому випадку.

Хоч основна частина акцій, що торгуються в Україні, була емітована у процесі масової приватизації у документарній формі, як вимагалось законодавством з приватизації, законодавством з ЦП також дозволяється випуск акцій в електронній формі. У цьому випадку компанія-емітент оформляє весь випуск акцій глобальним сертифікатом, який депонується в МФС як у номінального власника.

Використання договорів купівлі-продажу є дорогим і неефективним процесом з точки зору дотримання міжнародних стандартів T+0 або T+3 щодо розрахунків за транзакціями. Цими стандартами вимагається, щоб поставка цінного паперу і переказ коштів відбувалися одночасно або у строк T+0, але у жодному разі не пізніше, ніж через 3 дні. Важливо, щоб біржі і депозитарії дотримувалися цих міжнародних стандартів з метою уникнення системного ризику неспроможності будь-якої із сторін транзакції швидко виконати своє зобов'язання. Україна має швидко впровадити цей стандарт.

#### 4. Порівняння операційної діяльності ПФТС і Української фондової біржі (УФБ)

Як зазначалося вище, ПФТС є основним організатором торгівлі в Україні, і її частка у загальному обсязі торговельних транзакцій на регульованому ринку у 2005 році становила 86%. На другому місці по активності серед організаторів торгівлі стоїть Українська фондова біржа (УФБ), частка якої в обсязі торговельних транзакцій на регульованому ринку становить приблизно 13%. Для створення основи для надання рекомендацій щодо того, як у найкращий спосіб вирішити проблеми фрагментованого ринку ЦП в Україні, важливо зрозуміти розвиток і поточний стан операцій цих двох основних організаторів торгівлі.



Джерела: ДКЦПФР, ПФТС і Українська фондова біржа.

## 4.1 Розвиток і операційна діяльність ПФТС

**Асоціація “ПФТС”** є саморегулювальною організацією (СРО), яка відповідно до наданого свідоцтва ДКЦПФР є однією з СРО торговців цінними паперами в Україні. У даний час вона має 188 членів, які мають ліцензію торговців ЦП, включаючи банки, інвестиційні компанії і місцеві брокерські фірми. Ці торговці ЦП репрезентують 17 міст і 14 регіонів України. Відповідно до статуту Асоціації, представленого для широкого загалу на Інтернет-сторінці ПФТС, кожен член має один голос з усіх питань, що стосуються її діяльності.

У Раді Асоціації, що складається з п'ятнадцяти членів, представлені деякі з найбільш впливових учасників ринку ЦП. Асоціація проводить щорічні загальні збори, а її робота забезпечується Адміністрацією, яку очолює Президент Асоціації Ірина Заря, чотирма комітетами і двома експертними радами.

Асоціація вважається одним із найбільш активних лідерів на ринку ЦП. Вона сприяє впровадженню найкращої міжнародної практики з метою розвитку ринку і економіки. Її річний календар подій містить не лише загальні збори членів асоціації, регулярні засідання Ради і засідання комітетів, а й програми і обговорення за круглим столом нагальних проблем і питань ринку. Наприклад, вона організувала обговорення за круглим столом на тему “Розвиток ринку євробондів українських емітентів”, а у співпраці з Державним департаментом фінансового моніторингу США ПФТС провела “Конференцію з питань боротьби з корупцією і відмиванням коштів”. Вона організовує щорічний Міжнародний Форум учасників ринку капіталів України, в якому беруть участь українські урядовці, міжнародні експерти та інші особи для обговорення проблемних питань, з якими стикається український ринок ЦП. Восьмий Міжнародний Форум учасників ринку капіталів України було проведено у вересні 2005 року.

На додаток до таких суспільних заходів ПФТС продовжує модернізувати свої внутрішні операції. Наприклад, за результатами Конференції з питань боротьби з корупцією і відмиванням коштів ПФТС оновила своє програмне забезпечення з метою сприяння виявленню випадків відмивання коштів та іншої підозрілої діяльності на ринку. У 2004 році ПФТС внесла зміни до свого Торгового Кодексу від 2002 року, яким регулюється поведінка торговців, допущених до користування її торговельною системою.

ПФТС продовжує оновлювати методику розрахунку Індексу ПФТС, що почав розраховуватися у 1997 році, з метою задоволення змінюваних потреб ринку. Індекс ПФТС розраховується за принципом ринкового зважування, що використовує метод арифметичної середньої, і відображує динаміку курсів ліквідних акцій, що входять до складу індексу. Індекс розраховується щоденно на основі цін на час закриття торгової сесії у гривнях. Значення індексу на певний день дорівнює загальній капіталізації індексу, поділеній на капіталізацію 1 жовтня 1997 року і помноженій на 100 (базове значення індексу). Склад індексу переглядається кожного місяця з метою представлення найбільш ліквідних акцій. Станом на 30 грудня 2005 року Індекс ПФТС містив 10 компаній, з яких “Укртелеком” і “Нижньодніпровський трубопрокатний завод” мали найвищий ваговий коефіцієнт 16, а “Укрнафта” була на третьому місці з ваговим коефіцієнтом 15%. Індекс ПФТС закотився на рівні 353 на дату 30 грудня

### Представництва Асоціації “ПФТС” в регіонах

- Київ
- Дніпропетровськ
- Донецьк
- Харків
- Львів
- Запоріжжя
- Одеса
- Вінниця
- Херсон
- Луганськ
- Крим
- Івано-Франківськ
- Полтава
- Хмельницький

2005 року, в останній торговий день року. Його найвищого рівня 365 було досягнуто у вересні 2005 року, а його історичний мінімум 16,52 був зареєстрований у 1998 році.

Крім цього, кілька місцевих брокерських компаній ведуть свої власні індекси фондового ринку. Це такі індекси як KAC-20, KP-Dragon і Сократ. Ці брокерські компанії використовують офіційні ціни, оприлюднені ПФТС, але коригують їх у разі очевидної аномалії (що впливає з незрілості українського ринку). На відміну від Індексу ПФТС, індекс KP-Dragon номінується у доларах США, що робить його популярним орієнтиром українського ринку для міжнародних інвесторів, які моніторять свої портфелі у доларах. Оскільки російські індекси також номінуються у доларах, індекс KP-Dragon забезпечує зручну базу для порівняння.

У 2004 році ПФТС разом з агентством новин Cbonds створили нові індекси українського ринку корпоративних облігацій: ПФТС-Cbonds і ПФТС-Cbonds/TR. Ці індекси базуються на основних принципах Європейської Комісії з Облігацій.

ПФТС створила Інтернет-портал "IStock," який забезпечує вільний доступ до інформації про фінансову діяльність українських емітентів. Інформація, що надається на IStock, є звітністю, що подається відкритими акціонерними товариствами до ДКЦПФР. З метою сприяння вдосконаленню розкриття інформації відкритими акціонерними товариствами ПФТС організувала щорічний конкурс звітності серед українських банків і промислових емітентів.

Асоціація є власником **Торговельної системи ПФТС**. Вона зареєстрована як торгово-інформаційна система (ТІС) і має ліцензію організатора торгів відповідно до чинного українського законодавства. Ця електронна торговельна система, розроблена у 1996 році за технічної підтримки USAID, дозволяє брокерам ЦП торгувати цінними паперами, включеними до лістингу ПФТС, зі своїх офісів у різних регіонах у режимі реального часу через орендовані лінії зв'язку. Торговельна система працює у Києві і тринадцяти інших регіонах країни. Вона працює як багатофункціональна система, що дозволяє використовувати різні технології проведення транзакцій і розрахунків за ними, які задовольняють найвищим діловим потребам учасників ринку.

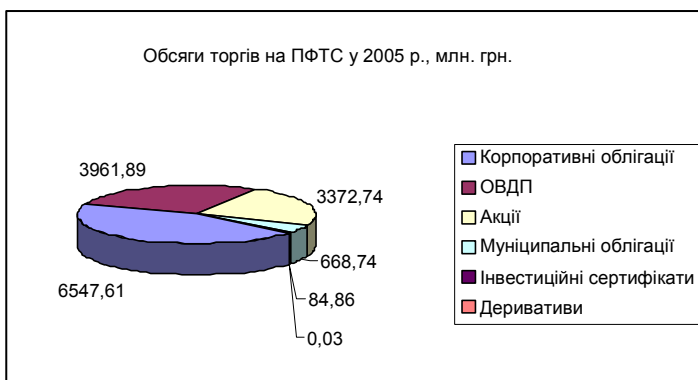
У даний час, завдяки ІТ-підтримці Технічного Центру ПФТС, Торговельна система складається з кількох підсистем: ринок котирувань, ринок аукціонів, система DATEX або ринок заявок і ринок ОВДП, оснований на принципах "ринку заявок".

Ринок котирувань є ринком дилерів, на якому транзакції проводяться на основі щоденних твердих котирувань вторинного ринку. Продавець і покупець можуть провести транзакцію відповідно до міжнародних норм *поставки проти оплати* (DVP) або провести транзакцію на основі угоди між сторонами. Ринок DATEX або ринок заявок, що у даний час випробовується за пілотною програмою, базується на конкурентних заявках. Коли цей ринок стане повністю функціональним, транзакції на ньому проводитимуться у відповідності до міжнародних стандартів *поставки проти оплати* (T+0). Транзакції на цьому ринку не будуть виконуватися, якщо покупець не зарезервував кошти на спеціальному блокованому рахунку, а продавець не іммобілізував відповідну кількість ЦП на спеціальному депозитному рахунку у депозитарії МФС. На ринку заявок торгуватимуться лише ті цінні папери, які включені до лістингу і внесені до Першого Рівня котирувань ПФТС.

Система ПФТС для торгівлі ОВДП є ринком заявок і має зв'язок у режимі онлайн з Національним банком України (НБУ). Надійність системи та її зручний для користувачів інтерфейс дозволяють ПФТС проводити всі вторинні транзакції з державними цінними паперами. Крім цього, ПФТС створила ринок аукціонів, на якому подаються конкурентні пропозиції від учасників аукціону на основі спеціальних умов аукціону.

Через Торговельну систему регулярно і безперервно проходить широке коло ЦП, наявних для торгівлі на українському ринку ЦП. У даний час тут торгуються такі цінні папери: акції, державні облігації, муніципальні облігації, корпоративні облігації, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, інвестиційні сертифікати та інші цінні папери, емітовані у відповідності до українського законодавства.

Цінні папери, включені до лістингу ПФТС, діляться на три рівні лістингу на основі їх ліквідності. У 2005 році до першого рівня входило дванадцять найбільш ліквідних акцій і облігацій, у другому рівні було 95 компаній, третій рівень включав 419 компаній. Компанії першого рівня мають найбільшу капіталізацію, частка якої у загальній капіталізації ринку у 2005 році становила понад 40%.



Джерело: ПФТС

#### 10 найбільших компаній, цінні папери яких були включені до лістингу і торгувалися в ПФТС у 2005 році

№	Назва компанії	Капіталізація, млрд. грн.	Капіталізація, млрд. дол.
1	Криворіжсталь	16,02	3,17
2	Укртелеком	12,98	2,57
3	Укрнафта	11,21	2,22
4	Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча	9,12	1,81
5	Північний ГЗК	7,76	1,54
6	Азовсталь	7,46	1,48
7	Аваль	5,80	1,15
8	Полтавський ГЗК	4,49	0,89
9	Запоріжсталь	4,37	0,86
10	Авдіївський коксохімічний завод	4,14	0,82
Частка в загальній капіталізації		56,7%	

Джерело: ПФТС

У розрізі галузей металургійні компанії були лідером минулого року. Їх частка у загальній капіталізації фондового ринку становила 53%. Далі йдуть телекомунікаційні компанії.

Криворіжсталь і Укртелеком були двома найбільшими компаніями на основі ринкової капіталізації, що становила 3,17 млрд. дол. і 2,57 млрд. дол., відповідно, за рік, що закінчився у грудні 2005 року. Показники діяльності “блакитних фішок” є важливими не лише тому, що вони є найбільшими компаніями, цінні папери яких торгуються, а й тому, що вони є основним компонентом індексу фондового ринку ПФТС, який є найбільш використовуваним індикатором роботи фондового ринку України.

Інтернет-портал ПФТС містить дані у режимі реального часу про торговельні транзакції на ринку як українською, так і англійською мовами. Підсумкова інформація надається у кінці торгового дня, включаючи оновлений Індекс ПФТС. Інформація про загальний попит та пропозицію і капіталізацію також надається щоденно. Крім цього, публікується щоденний бюлетень *ПФТС-Інформ*, у якому міститься інформація про

торговельні транзакції на ПФТС, про діяльність Асоціації, рішення Ради і комітетів ПФТС, а також про перспективи ринку ЦП України.

30 грудня 2005 року ПФТС оголосила, що Асоціація ПФТС першою серед організаторів торгівлі на ринку ЦП України була прийнята до Світової федерації бірж (СФБ). СФБ є міжнародною галузевою асоціацією біржових організацій. Її членами є 56 регульованих бірж з усіх регіонів світу. Разом частка цих бірж у капіталізації світового фондового ринку становить понад 97%.

## ПФТС потребує статусу фондової біржі

Хоча ПФТС заслужила визнання як в Україні, так і закордоном, як українська “фондова біржа”, їй не вдається отримати реєстрацію і ліцензію “фондової біржі” від ДКЦПФР. Як негативний фактор для ПФТС і для розвитку ринку ЦП, відмова ДКЦПФР надати ПФТС статус “фондової біржі” продовжує додатково послаблювати ринок і суперечить нормам конкурентної ринкової економіки. Як зазначалося вище, ПФТС обігнала як свого найближчого конкурента – Українську фондову біржу, так і інших 8 організаторів торгівлі.

7 липня 2005 року засновники ВАТ “Фондова біржа ПФТС” у складі 22 торговців цінними паперами і Асоціації ПФТС подали заяву з проханням надати статус “фондової біржі” до ДКЦПФР. ДКЦПФР відхилила заяву 9 вересня 2005 року.

Питанням високого пріоритету є ліцензування Урядом ПФТС як офіційної біржі і закріплення її як основного функціонального українського ринку у міжнародних органах.

*Світовий Банк  
Жовтень 2005 року<sup>11</sup>*

У Законі України “Про цінні папери і фондову біржу” 1991 року містяться наступні вимоги щодо створення “фондової біржі”: (1) претендент має бути **зареєстрований** як акціонерне товариство; (2) акціонерне товариство повинно мати серед своїх засновників принаймні 20 торговців цінними паперами, які мають дозвіл на здійснення комерційної і комісійної діяльності з цінними паперами; і (3) засновники мають внести не менш ніж 10000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян (170000 грн.) у статутний капітал акціонерного товариства. Після заснування акціонерного товариства наступним етапом процесу є подання заяви до ДКЦПФР на отримання ліцензії на ведення діяльності фондової біржі.

В офіційній відмові ДКЦПФР зазначалися чотири порушення чинного законодавства у якості підстави для відхилення заяви “Фондової біржі ПФТС” про отримання дозволу на створення акціонерного товариства. Перше зазначене порушення полягало у начебто недотриманні положень щодо випуску акцій, передбачених Законом України “Про господарські товариства” і Господарським кодексом України. Другим зазначеним порушенням була невідповідність документів про сплату гербового збору нормативним документам ДПА щодо сплати гербового збору у разі випуску акцій. Третім начебто порушенням було те, що Асоціація ПФТС як один із засновників акціонерного товариства передала свої майнові права на Торговельну систему у якості оплати за акції. Четвертим начебто порушенням було недотримання “Фондовою біржею ПФТС” положень законодавчих норм щодо заснування фондової біржі.

Кілька юридичних експертів розглянули офіційну відмову ДКЦПФР і прийшли до висновку, що такі начебто порушення посилаються лише на загальні положення законодавчих норм без конкретного порушення таких норм. Як зазначалося вище, Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” 1991 року вимагає, щоб було принаймні 20 ліцензованих торговців серед засновників акціонерного товариства, що

<sup>11</sup> Див. дослідження Світового Банку “Розвиток небанківських фінансових установ в Україні: Стратегія реформування і план заходів”, жовтень 2005 року.

претендує на реєстрацію і отримання ліцензії фондової біржі, але “залишає двері відкритими” для інших структур як засновників фондової біржі, наприклад, для Асоціації ПФТС, яка репрезентує 188 членів, що мають майнові права на Торговельну систему ПФТС. Отже, здається, що ДКЦПФР не мала правових підстав відхилити заяву на основі суто формального читання положень, на які є посилання у відмові. Крім цього, один юридичний експерт зазначив, що, здається, рішення ДКЦПФР про відмову, яке містить загальні формулювання, не відповідає процедурам ДКЦПФР, встановленим законодавством, за якими регулятор має надавати “юридичне обґрунтування” своєї відмови.

Те, як називається ПФТС - торгово-інформаційна системи чи фондова біржа, може здаватися простою семантикою. Але ніщо не може бути далі від правди. Неспроможність Торговельної системи ПФТС і Асоціації ПФТС у складі 188 торговців цінними паперами отримати ліцензію “фондової біржі” і використовувати цей термін у своїй назві і рекламі лише продовжуватиме тримати статус і діяльність ПФТС у невідповідному положенні відносно інших українських “бірж”. Як зазначалося вище, така штучна відмінність суперечить міжнародно-визнаній практиці.

Ще більш шкідливими для ПФТС є конкретні розпорядження, включені до Плану заходів Уряду, що містяться в Указі Президента від 24 листопада 2005 року.<sup>12</sup> До Плану заходів включено такі розпорядження, що негативно впливають на ПФТС, сектор недержавних пенсійних фондів і процес приватизації:

- Внесення змін до законів України стосовно формування пенсійними фондами активів у цінних паперах **виключно** за рахунок ЦП, які пройшли лістинг чи перебувають в обігу на **фондових біржах** (спеціальний акцент) або кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за національною шкалою, визначеною законодавством України;
- Розробка і подання пропозицій до Кабінету міністрів, включаючи, у разі необхідності, відповідні проекти нормативних актів, стосовно наступних питань:
  - 1) Відчуження належних державі пакетів акцій (часток, паїв) підприємств, державна частка у статутному фонді яких становить 25 та менше відсотків, шляхом їх продажу **виключно** на **фондових біржах**;
  - 2) Запровадження попередніх котирувань та продажу 5-10 відсотків належних державі акцій підприємств, що приватизуються, на **фондових біржах** з метою визначення реальної вартості таких акцій;
- Обов'язкове проходження на фондових біржах процедури лістингу акціонерними товариствами, державна частка в статутному фонді яких перевищує 60 відсотків, та залучення до проходження такої процедури акціонерних товариств, державна частка у статутному фонді яких є меншою від 60 відсотків.

Причини таких обмежувальних положень у Плані заходів Уряду не є очевидними, *але наслідки цих положень є зрозумілими. По-перше*, торгівля цінними паперами і продаж усіх державних підприємств буде проходити після проходження лістингу і котирування на “кишенькових” біржах, що не забезпечуватимуть жодної або лише незначну цінову прозорість на шкоду процесу приватизації. **По-друге**, загальмується пенсійна реформа, оскільки інвестиційні стратегії будуть диктуватися впливом Уряду, який створить такі умови, в яких пенсійні фонди будуть змушені займати інвестиційні позиції “входу/виходу” на погано регульованих ринках ЦП, яким бракуватиме цінової прозорості й ліквідності. **По-третє**, статус-кво фрагментованого

---

<sup>12</sup> План заходів щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні, затверджений Указом Президента України від 24 листопада 2005 року

ринку залишиться нормою для українського ринку ЦП. **По-четверте**, ПФТС, торговельна система, що перебуває у власності й управлінні учасників ринку, яка заслужила визнання як в Україні, так і за кордоном, як єдина справжня українська “біржа”, стане операційно й економічно ослабленою. **По-п’яте**, український ринок ЦП, економіка і програма реформ все більше відставатимуть.

## Останні події навколо спроб ПФТС отримати статус біржі

Кілька тривалих процесів створили додаткові виклики для української біржової системи, які призвели до додаткової дестабілізації розвитку динамічного і прозорого ринку ЦП.

Провідні учасники фондового ринку, які створили неофіційну асоціацію “Український фондовий союз” у 2003 році з метою подальшого розвитку ринку ЦП, оголосили 12 грудня 2005 року, що вони мають намір заснувати нову фондову біржу через неспроможність ПФТС отримати статус “фондової біржі”. Вони висловили занепокоєння пасивністю ПФТС щодо захисту їх інтересів і намір провести злиття з ПФТС для створення цієї нової біржі. Пізніше у газетних статтях зазначалося, що ця організація має бажання бути задіяною у приватизаційних аукціонах, на що, як зазначається вище, було нещодавно накладено обмеження Указом Президента, відповідно до якого такою діяльністю можуть займатися лише організації, що мають статус фондової біржі.<sup>13</sup>

Останні новини про цей процес такі: за результатами переговорів з ПФТС прийняття рішення про створення нової фондової біржі відкладено до 1 лютого 2006 року. Протягом цього часу ПФТС має визначити, чи має вона обґрунтовані підстави отримати статус біржі і далі розвивати ринок заявок Торговельної системи ПФТС.

Відповіддю Асоціації ПФТС на такі ініціативи стала енергійніша незгода щодо підстав для відмови з боку ДКЦПФР надати їй статус біржі. На прес-конференції 28 грудня 2005 року Голова Ради Асоціації ПФТС Борис Тімонькін заявив, що ДКЦПФР чинить перепони ПФТС для участі в приватизаційних торгах. Керівник апарату ДКЦПФР Михайло Непран заперечує це. На думку учасників фондового ринку, ця криза між ПФТС і ДКЦПФР призведе до чергового відхилення заяви ПФТС про надання статусу біржі.

“Поки що ПФТС – це єдина регулярно діюча структура, що виконує біржові функції. Ніхто не зможе її швидко замінити.”<sup>14</sup>

*Олександр Панченко  
Заступник Генерального директора  
Компанія Millennium Capital*

Здається, що дії Українського фондового союзу здійснюються у відповідь на дії шести майже непрацюючих фондових бірж, спрямовані на об’єднання їх фондів і діяльності у відповідності до угоди про спільну діяльність без створення юридичної особи з метою створення нової міжбіржової системи.<sup>15</sup>

Важливо, щоб міжнародні донори продовжували моніторинг цього процесу у межах програм технічної допомоги, щоб побачити реакцію ДКЦПФР як регулятора на цей процес і прослідкувати за тим, чи здійснить вона прозорі кроки щодо створення справедливого і прозорого ринку (не лише для приватизації, а й для пенсійної

<sup>13</sup> Інтерфакс-Україна, 12 грудня 2005 р., інтерв’ю з Президентом інвестиційно-фінансової групи “Сократ” Романом Сазоновим і Президентом ІК “Текст” Вадимом Грибом, “Наші прохання розуміють, але не завжди виконують. Наприклад, ПФТС так і не отримала статус біржі”

<sup>14</sup> “ПФТС відмовляється увійти в частку і звинувачує ДКЦПФР у корупції” Комерсант-Україна, 28 грудня 2005 року.

<sup>15</sup> Угода про спільну діяльність від 9 грудня 2005 року між Київською міжнародною фондовою біржею, Донецькою фондовою біржею, Українською міжнародною фондовою біржею, Придніпровською фондовою біржею, Луганською фондовою біржею і Кримською фондовою біржею.

реформи), який би найкращим чином задовольняв потребам української економіки. У зв'язку з цим, у відповідності до найкращої міжнародної практики, реакція ДКЦПФР як регулятора має включати визначення того, чи мають майже непрацюючі біржі технічні можливості для виконання угоди про спільну діяльність, і чи може ця "нова міжбіржова система" вести пропоновану діяльність без отримання ліцензії від регулятора. Реакція регулятора на такі дії відіграє важливу роль у зміцненні довіри до його функцій регулювання.

#### **4.2 Розвиток і операційна діяльність Української фондової біржі**

Українська фондова біржа була створена у 1991 році відповідно до постанови Кабінету міністрів.<sup>16</sup> Вона отримувала фінансування по лінії французького гранту українському уряду у розмірі 5 млн. дол. Розпочала операції у січні 1992 року як фондова біржа на основі традиційної "голосової системи" щоденного котирування цін на цінні папери. На час її створення Уряд України і Уряд Франції підписали угоду, що передбачала передачу електронної торговельної платформи, включаючи IBM комп'ютерне і відповідне програмне забезпечення. Здається, що у даний час ця електронна система не використовується, і учасники ринку повідомляють, що програмне забезпечення є застарілим. ДКЦПФР надала УФБ статус СРО у червні 1998 року.

За статутом УФБ є неприбутковим некомерційним закритим акціонерним товариством. Цього не було можливості перевірити, але повідомляється, що її статутний капітал розділений на 222 прості акції, з яких Голова Правління п. Оскольський та члени його сім'ї володіють великим пакетом, а інші юридичні особи та торговці цінними паперами володіють рештою.

На жаль, існує мало інформації або прозорих даних щодо операційної діяльності цієї біржі. На основі обмежених даних про її торговельні операції можна зробити висновок, що торгівля головним чином обмежується транзакціями з товарами, інколи проводяться приватизаційні транзакції і ще рідше транзакції з іншими цінними паперами.

Торговельні сесії проводяться рідко. Відповідно до останніх оприлюднених даних за перше півріччя 2005 року кількість торговельних сесій була 36 у порівнянні з 149 у 2004 році. За шість місяців, що закінчилися у червні 2005 року, було укладено загалом 104 угоди, 95 з яких були угодами з деривативами або опціонами на придбання товарів. Отже, як можна побачити з наступної таблиці, на жаль, Українська фондова біржа не спромоглася розвинути до такого рівня, щоб задовольняти потребам ринку сьогодні і у майбутньому.

---

<sup>16</sup> Слід зазначити, що ДКЦПФР була створена відповідно до Указу Президента лише у 1995 році.

### Порівняння ПФТС та Української фондової біржі

	Основні характеристики	Асоціація ПФТС Електронна торговельна система ПФТС	Українська фондова біржа (УФБ)
1	Початкове фінансування	Проект технічної допомоги USAID, включаючи надання комп'ютерного обладнання і програмного забезпечення.	У 1991 році Уряд України надав УФБ приміщення в оренду. У 1992 році Уряд України отримав французький грант на створення УФБ.
2	Форма власності програмного забезпечення, комп'ютерного обладнання і приміщення біржі	Власність учасників ринку	Чіткої інформації немає, але здається, що власність приватна.
3	Структура власності	188 членів, один член – один голос.	Чіткої інформації немає. ЗАТ з 222 акціями. Розподіл акцій серед власників не розкривається.
4	Члени	188 торговців цінними паперами	122 торговців цінними паперами
5	Перехресне членство	31 (16,5%)	31(26,5%)
6	Статус СРО	Так, 188 членів	Так, 117 членів
7	Середня кількість ЦП у лістингу у 2003-2005 р.р.	367	84
8	Середній обсяг торгівлі у 2003-2005 р.р., млн. дол.	1157	147
9	Середня частка ринку у 2003-2005 р.р., %	84,16%	7,79%
10	Середній обсяг торгівлі акціями і облігаціями у 2003-2005 р.р., % від обсягу торгівлі	<b>98,45%</b>	<b>0,53%</b>
11	Середній обсяг приватизаційних транзакцій у 2003-2005 р.р., % від обсягу торгівлі	<b>0,20%</b>	<b>39,20%</b>
12	Середній обсяг транзакцій з товарами та іншими активами у 2003-2005 р.р., % від обсягу торгівлі	<b>1,35%</b>	<b>60,27%</b>
13	Основні джерела доходів	Комісійні за послуги з організації торгівлі цінними паперами	Комісійні за товарні транзакції, приватизаційні транзакції і плата за здачу приміщень в оренду комерційному банку і навчальному закладу

## 5. Значення ефективного нагляду з боку регулятора

Міжнародна організація комісій з ЦП (IOSCO) встановила стандарти для регуляторів щодо всіх ключових аспектів ринку ЦП, включаючи ефективну діяльність фондових бірж та електронних торговельних систем. У документі *“Цілі та принципи регулювання ЦП”*, який був оновлений у травні 2003 року, встановлюються основні принципи, яких мають дотримуватися регулятори як на розвинутих ринках, так і на ринках, що розвиваються. IOSCO також опублікувала інші документи, в яких розглядаються ключові елементи нагляду регуляторів за ринком ЦП, у тому числі *“Основні принципи нагляду за ринками”*, травень 1999 року, та *“Вплив маркетмейкерів на створення ліквідності”*, травень 1999 року.

Важливо, щоб ДКЦПФР негайно здійснила кроки для вирішення багатьох із вищезазначених проблем з метою забезпечення того, щоб українські інвестори, зокрема, пенсійні фонди, мали доступ до справедливого, чесного і впорядкованого ринку, який сприяє розвитку економіки. Для цього потрібно, щоб регулятор створив регуляторну базу для нагляду за ринком у відповідності до найкращої міжнародної практики. Така база має встановлювати: цілі, механізми для їх досягнення, моніторинг досягнення цілей та ефективні заходи правозастосування в разі порушень. Неспроможність здійснити необхідні кроки додатково послабить фронтіринг, який існує в Україні у даний час.

- По-перше, з метою усунення існуючої фрагментованості ринку, на якому є вісім - дев'ять майже непрацюючих бірж, ДКЦПФР має припинити реєстрацію і ліцензування нових організаторів торгівлі і переглянути або відкликати ліцензії у існуючих організаторів торгівлі, які неспроможні дотримуватися умов ліцензії або вести діяльність у відповідності до неї. У такий спосіб буде ліквідовано багато “кишенькових” бірж, які спричинюють падіння довіри до ринку.
- По-друге, регулятор має заборонити маніпулювання ринком, введення в оману та іншу шахрайську й обманливу практику, яка спотворює процес формування ціни, спотворює ціни і у нечесний спосіб ставить окремих інвесторів у не вигідне положення. Цілісність ринку залежить від чесності і є важливим елементом захисту інвесторів.
- По-третє, регулятор має впровадити чесний і прозорий процес ліцензування, який усуне фрагментованість ринку і створить ринкове середовище, що задовольнятиме потребам ринку. Можливо, необхідним є незалежний розгляд цього питання.
- По-четверте, регулятор має прийняти і слідкувати за виконанням нормативних актів, що передбачатимуть розкриття обґрунтованої ціни як до початку, так і після закінчення, торгової сесії і вимагатимуть оприлюднення інформації у режимі реального часу.
- По-п'яте, регулятор має створити систему розкриття інформації у відповідності до міжнародних норм, встановлених IOSCO, якими відкриті акціонерні товариства зобов'язуються своєчасно надавати ринку ділову й фінансову інформацію. Регулятор повинен мати повноваження для ефективного правозастосування з метою забезпечення дотримання цих стандартів.
- По-шосте, регулятор має переглянути види ЦП, що можуть торгуватися. У даний час торгівлі продукти й інструменти, які не є цінними паперами, наприклад, опціони “Укртелекому” на телефонні номери, а також товари, торгуються на багатьох біржах головним чином як джерело доходів. Такі різні інструменти, які не є цінними паперами, просто спантеличують інвесторів і перешкоджають розвитку справжнього ринку ЦП.

## Висновки

З метою розвитку ринку капіталів, який здатен сприяти економічному росту, приватизації й пенсійній реформі, необхідно, щоб Уряд України здійснив кроки щодо впровадження ефективної програми для регулятора ринку капіталів і створив основні інститути, необхідні для ефективного функціонування цього ринку на основі міжнародних норм. Без послідовної програми, вільної від некоректного і непотрібного політичного втручання, Україна буде “пасти задніх” у сфері здійснення реформ і залучення як українських, так й іноземних інвестицій. У наступних рекомендаціях містяться пропозиції щодо короткострокової і проміжної стратегії досягнення цієї мети.

- ДКЦПФР має негайно визнати, зареєструвати і ліцензувати ПФТС як “фондову біржу”. Її частка становить 86% в обсягах торгівлі на українському ринку, вона знаходиться у приватній власності й управлінні, користується повагою учасників ринку і продовжує розвивати свої потужності для обслуговування ринку у чесний і прозорий спосіб.
- Необхідно надати підтримку міжнародних донорів для зміцнення діяльності ПФТС з метою сприяння процесам приватизації і діяльності недержавних пенсійних фондів. До основних сфер надання технічної допомоги належать наступні:
  - Необхідно підвищити стандарти включення компаній до лістингу Першого Рівня, передбачивши поліпшення корпоративного управління і розкриття інформації на основі міжнародних норм з метою забезпечення інвестиційних можливостей, зокрема, для недержавних пенсійних фондів.
  - Необхідно удосконалити процес формування ціни, встановивши вимогу, за якою транзакції з цінними паперами компаній, що включені до лістингу, мають проводитися або звітуватися через торговельну систему, виключивши позаринкові транзакції.
  - Необхідно впровадити і слідкувати за виконанням правил виконання транзакцій на основі «найкращого виконання».
  - Перехід до розрахунків за транзакціями у режимі реального часу, не пізніше, ніж T+3, що вимагається міжнародними нормами.
  - Система “ринку заявок” має бути переглянута і, у разі необхідності, удосконалена з метою забезпечення ефективної роботи цієї системи.
  - Аукціонні процедури мають бути переглянуті з точки зору відповідності міжнародним нормам для сприяння прозорості цін, зокрема, для приватизаційних транзакцій на цій електронній біржі.
  - Необхідно впровадити якісне навчання брокерів/дилерів, включаючи програми безперервного навчання для поліпшення біржових операцій.
  - Має бути зміцнена діяльність СРО для забезпечення ефективного правозастосування і обов’язкового виконання операцій брокерів/дилерів.
- Необхідно здійснити кроки щодо консолідації існуючих здебільшого малоактивних фондових бірж шляхом добровільного злиття або відкликання ліцензії, що поліпшить прозорість цін, яка є критичною для

приватизаційних процесів та інвестицій недержавних пенсійних фондів. Зважаючи на малоактивний стан діяльності таких установ, настійно рекомендується відкликати у них ліцензії з метою усунення проблем, що впливають із фрагментованості ринку. Обмежені ресурси необхідно консолідувати з метою поліпшення операцій на ринку.

- Ліцензії недіючих брокерів/дилерів мають бути відкликані.
- Слід докласти всіх зусиль для запобігання негативним наслідкам Указу Президента від 24 листопада 2005 року на розвиток ринку капіталів, який базується на найкращій міжнародній практиці.
- ДКЦПФР має впровадити більш зрозумілі й ефективні процедури ліцензування, нагляду та регулювання ринку ЦП і застосування заходів впливу.
- З метою вдосконалення своєї регуляторної функції ДКЦПФР має звернутися до IOSCO з проханням про проведення оцінки її інституційних можливостей і регуляторної діяльності, маючи на меті поліпшення своєї діяльності і посилення довіри та поваги до себе як до важливого регулятора.
- Уряд України, ДКЦПФР та учасники ринку з допомогою міжнародних донорських організацій мають реалізувати спільну програму, спрямовану на те, щоб відкриті акціонерні товариства, зокрема, підприємства, запропоновані для приватизації, включалися до лістингу, і їх цінні папери торгувалися на добре регульованій біржі і були доступні для портфельних інвесторів, у тому числі недержавних пенсійних фондів.