

СКЛАДОВІ СИСТЕМИ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ЄС

Розглядаються питання встановлення додаткових вимог, що застосовуються до окремих видів цінних паперів та інших фінансових інструментів як об'єктів для розміщення коштів з накопичувальної пенсійної системи, з метою зниження інвестиційних та інших ризиків за операціями з пенсійними активами. Аналізуються практичні підходи до встановлення таких вимог та наводяться аргументи на користь їх запровадження. Пропонуються конкретні обмеження щодо об'єктів інвестування пенсійних коштів в умовах фінансової кризи та з урахуванням фактичного стану фондового ринку України.

Розширення спектра послуг щодо цінних паперів та зростання ролі фінансових установ у інвестиційному процесі – важливе підґрунтя економічного зростання кожної держави. У багатьох країнах світу рівень розвитку індустрії цінних паперів є індикатором зрілості ринкових відносин. Сучасна індустрія цінних паперів України за своїми інституційними та функціональними характеристиками не повною мірою відповідає тенденціям світових фінансових систем, що може завадити економічній кооперації України з іншими державами, уповільнити інвестиційні процеси та стримувати розвиток реального сектору економіки.

Глобальна економіка, як і національна економіка окремої країни, з одного боку, є системою, спроможною до саморегулювання, а з другого – потребує активного державного регулювання. Якщо раніше державне регулювання було виняткове атрибутом національної економічної системи, то зараз започатковане міждержавне регулювання, здійснюване за участю міждержавних економічних організацій. Глобальна економіка регулюється в першу чергу економічними, а не адміністративними методами. При цьому фінансова індустрія і, зокрема, індустрія цінних паперів значною мірою лише забезпечує можливість глобалізації, але інтегрується вищими темпами.

Держава в розвиненій ринковій системі покликана забезпечувати інституційно-правову структуру економіки і заповнювати так звані «провали рин-

ку», а глобалізація цю необхідність тільки підсилює. Тому без адекватної участі держави світова економічна система буде постійно схильна до кризи. Регулювання передбачає наявність цілої низки елементів, однак у кінцевому результаті його ефективність визначається якістю персоналу, що здійснює цю функцію. Ефективне регулювання вимагає від регулятора наявності персоналу з належним досвідом та навичками, достатніми для визначення і забезпечення реалізації регуляторної політики.

Багаторічний пошук оптимальної для України системи регулювання індустрії цінних паперів «методом спроб та помилок», на жаль, не дає очікуваного результату. Від емпіричного державного регулювання необхідно перейти до довгострокових структурних змін з використанням методів прогнозування результатів. Одним з ключових завдань, що сьогодні стоять перед українською державою, є встановлення розумного співвідношення між державним регулюванням і ринковим саморегулюванням учасників ринків цінних паперів.

Міжнародна інтеграція державного регулювання економічних процесів виявилася найбільш чіткою і послідовною в країнах Європейського Союзу (ЄС). Тут сформувався такий механізм регулювання господарського життя, заснований на наднаціональному втручанні в соціально-економічні процеси, аналогів в світі якому не було. Оскільки економічне життя цих країн будується тепер у рамках єдиного внутрішнього

Сергій Хоружий,
науковий консультант УІРФР, член консультативно-експертної ради ДКЦПФР і Держфінпослуг, член науково-експертної ради Комітету з питань європейської інтеграції ВР України

ринку, для них особливо важливим є, по-перше, проведення єдиної політики в сфері регулювання економічної діяльності і, по-друге, уніфікація національних систем регулювання, гармонізація законодавства і ухвалення єдиних стандартів регулювання. Правила регулювання підприємницької діяльності, затверджені в ЄС, поширюються і на іноземних підприємців, які виступають експортерами товарів і послуг.

Саме тому досвід європейських країн, які забезпечили сталий розвиток ринків цінних паперів, є важливим чинником для формування шляхів для розвитку економіки України. В рамках ЄС існують різні моделі ведення нагляду за ринками цінних паперів. Одна з них припускає зосередження наглядових повноважень в центральному банку, інша – існування спеціального єдиного державного наглядового органу, третя є поєднанням елементів першої і другої моделі. Втім, жодна з моделей не може розглядатися як теоретично переважна або оптимальна. Кожна країна повинна вибрати модель, яка буде доцільна з політичної точки зору, ефективна і дієва і яка відповідатиме фінансовій структурі цієї країни.

Курс на інтеграцію до Європейського Союзу є одним із головних пріоритетів зовнішньої політики України. Свідоме та послідовне використання нормативно-правових актів ЄС, які регулюють діяльність щодо цінних паперів, у процесі створення нормативної бази України є необхідною умовою на шляху України до ЄС. Гармонізація законодавства України щодо регулювання індустрії цінних паперів із законодавством ЄС сприятиме створенню однорідного конкурентного середовища для національної і трансграничної господарської діяльності.

Угодою про партнерство та співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами [1] (далі – Угода про партнерство та співробітництво) Україна взяла зобов'язання досягнути приблизної адекватності законів у відповідних галузях. Адаптація українського законодавства до законодавства ЄС полягає у зближенні національного законодавства зі сучасною європейською системою права та приведення його до рівня, що

склався у державах – членах ЄС. Адаптація передбачає реформування правової системи України і приведення її у відповідність з європейськими стандартами. Відповідно до статті 51 Угоди про партнерство та співробітництво Україна взяла на себе зобов'язання вживати заходів для поступового приведення національного законодавства у відповідність до законодавства ЄС у визначених секторах, зокрема, в індустрії цінних паперів. Водночас не визначено, якого ступеня відповідності належить досягти в процесі адаптації законодавства України. Отже, йдеться не про абсолютну його ідентичність з останнім, а про відповідність рівня українського законодавства законодавству ЄС. На нинішньому етапі адаптація має ґрунтуватися на принципі доцільності, тобто в процесі адаптації слід враховувати перш за все наслідки впровадження вимог, передбачених нормами *acquis communautaire*, з огляду їх впливу на економічну, соціальну та політичну ситуацію в Україні.

Законодавчі засади адаптації визначені Законом України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» [2], яким передбачені загальні ознаки механізму адаптації законодавства. Забезпечення виконання Програми покладено на Кабінет Міністрів України, який щороку має затверджувати план заходів щодо подальшого вдосконалення нормативно-правової бази України. З метою забезпечення реалізації положень зазначеної Програми Кабінетом Міністрів України прийнято Постанову [3], якою утворено Координаційну раду з адаптації законодавства України до законодавства ЄС та впорядковано процес розробки проектів законів України та інших нормативно-правових актів, визначено особливості підготовки таких проектів, а також встановлено чіткі вимоги до проведення їх обов'язкової експертизи на відповідність *acquis communautaire*.

Указом Президента України «Питання організації виконання Закону України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» [4] на Міністерство юстиції покладено виконання функцій упов-

новаженого центрального органу виконавчої влади у сфері адаптації законодавства України до *acquis communautaire*.

Acquis communautaire - французький юридичний термін (буквально – все, що напрацьоване), який означає загальний масив норм і правил, включаючи єдину нормативно-правову базу, прийняту органами Європейського Союзу. Кожна країна, яка бажає приєднатися Європейського Союзу, має додержуватися *acquis communautaire*. Адекватність структури і функціонування фінансового сектору в країнах-претендентах стандартам країн Євросоюзу стане однією з істотних проблем вступу цих країн в Євросоюз. У статті 3 Договору про Європейський Союз [6] визначено, що ЄС має єдину інституційну структуру, яка забезпечує узгодженість діяльності, спрямованої на досягнення мети ЄС, й водночас поважання та розвиток *acquis communautaire*.

Таким чином *acquis communautaire* включає, з одного боку, нормативно-правову базу ЄС, а з іншого – певні норми (принципи, правила, стандарти тощо). Це означає, що адаптуючи законодавство України тільки до законодавства Європейського Союзу, фактично не враховується друга складова *acquis* ЄС – норми. Слід зазначити, що законодавство ЄС щодо ринків цінних паперів встановлює певні загальні правові вимоги до заснування, здійснення діяльності та ліквідації установ, що здійснюють діяльність на ринках цінних паперів. Практичні або технологічні умови діяльності на ринках цінних паперів, як правило, лежать у площині саме норм ЄС.

Нормативно-правова база ЄС щодо ринків цінних паперів поділяється за юридичною природою і включає:

- установчі договори: Договір про заснування Європейського Співтовариства [5]; Договір про Європейський Союз [6];
- міжнародне (первинне) право - міжнародні угоди щодо ринків цінних паперів, учасниками яких є держави-члени ЄС;
- наднаціональне (вторинне) право - акти вторинного права ЄС із загальних і спеціальних питань регулювання ринків цінних паперів, а також нормативні акти Європейського Центрального Банку;

- національне законодавство держав-членів, що регулює діяльність фінансових установ включаючи національні нормативно - правові акти, у тому числі акти національних центральних банків і акти спеціалізованих органів пруденційного нагляду, які регулюють діяльність фінансових установ-резидентів і нерезидентів на відповідній території.

Повноваження ЄС щодо регулювання ринків цінних паперів представлені в Договорі про заснування Європейського Співтовариства [5], відповідно до якого економічне право ЄС базується на чотирьох свободах:

- руху товарів (статті 23-38);
- руху послуг (статті 49-55);
- руху осіб, включаючи свободу заснування (статті 39-48);
- руху капіталів та платежів (статті 56-60).

Враховуючи специфіку надання послуг щодо цінних паперів, для їх регулювання в ЄС найбільше значення мають останні три із чотирьох свобод, а саме свободи заснування, надання послуг і руху капіталів та платежів.

Створення Єдиного ринку цінних паперів стало можливим на засадах, встановлених правом ЄС:

- мінімізації правових гарантій та гармонізації національного законодавства;
- контролю державою реєстрації;
- взаємного визнання достатності правового регулювання іншої держави-члена ЄС;
- єдиної ліцензії.

Для виконання своїх завдань та відповідно до положень Договору про заснування Європейського Співтовариства [5] (Стаття 249), Європейський Парламент спільно з Радою, Радою і Комісією приймає: **регламенти (Regulations)** (регламенти мають загальне застосування. Вони є обов'язковими у всіх своїх елементах і мають пряму дію в усіх державах-членах), **директиви (Directives)** (директива є обов'язковою для кожної держави-члена щодо результатів, які мають бути досягнуті, залишаючи при цьому право вибору форм і методів національним владним органам) та **рішення (Decisions)** (рішення є обов'язковим у всіх своїх частинах для тих, кому воно адресоване), а також надає **рекомендації**

(Recommendations) та **висновки (Opinions)** (рекомендації та висновки не мають обов'язкової сили).

Створення нормативно-правової бази ЄС щодо регулювання ринків цінних паперів відбувалось поступово і послідовно. Норми нових директив мали спадкоємний характер і були спрямовані на формування підґрунтя для ефективною і надійною діяльності інвестиційних установ. Виявлення проблемних питань у процесі впровадження вимог законодавства ЄС в національне законодавство держав-членів супроводжувалось внесенням змін і доповнень в прийняті директиви, які поліпшували умови створення єдиного ринку ЄС.

У сфері регулювання ринків цінних паперів право ЄС є широко розвиненим і певною мірою повноцінним. Європейська Комісія підходить до регулювання ринків цінних паперів системно, застосовуючи при цьому White Paper on Financial Services 2005-2010 (Біла книга політики щодо фінансових послуг) [7]. Комісія встановила в цьому документі головні завдання у сфері політики щодо ринків цінних паперів за період до 2010, які спрямовані на досягнення об'єднаного, відкритого, конкурентного і економічно ефективного фінансового ринку в Європі. Цей документ окреслює основні напрями діяльності в сфері обігу цінних паперів і надання інвестиційних послуг. Законотворча діяльність Європейської Комісії щодо внутрішнього ринку відбувається в руслі ідей, закладених у цьому документі, і спрямована на консолідацію існуючого законодавства і підтримку нових законодавчих ініціатив у тісній співпраці із наглядовими органами, учасниками ринків та їх об'єднаннями. Для такого діалогу Європейська Комісія веде так звану Зелену книгу.

Вторинне законодавство щодо регулювання ринку цінних паперів є динамічним. Європейською Комісією здійснюється повномасштабна робота над впровадженням нового Плану дій в сфері фінансових послуг до 2010 року, який має на меті досягти еволюційних змін у регулюванні ринку цінних паперів.

Регуляторні контролюючі структури ЄС, усвідомлюючи, що інтеграція фінансового ринку Європи прискочується завдяки розвитку інформаційних технологій, спрямовують свою політику на застосування ефективних і гнучких методів регулювання і контролю, а також забезпечують кооперацію між національними наглядовими органами, для гарантування стабільного і не надмірно дорогого функціонування.

Глобалізація фінансових ринків висуває нові завдання перед фінансовою індустрією на міжнародному рівні. Їх вирішення вимагало впровадити низку міжнародних норм, які іноді називають стандартами. Однак зазначені норми не доцільно розглядати як технічні стандарти. Такі норми мають більш загальний характер домовленостей, є результатом переговорів, що йдуть між командою експертів, представниками регулюючих і наглядових органів та представниками учасників ринку. Фінансові установи вимушені додержуватися цих норм для успішної діяльності. Такі норми повністю підпадають під поняття «Acquis communautaire».

Прийняття певних правил і норм стимулювалося документами Європейської Комісії. Приватний сектор через свої асоціації і об'єднання приймає норми, що є обов'язковими для їх учасників. Вони не є обов'язковими до виконання з погляду законодавства будь-якої країни, однак умова додержання цих норм для учасників є запорукою їх допуску і стабільної роботи на ринках цінних паперів. Крім того, додержання таких правил є певною мірою умовою доступу до ринків капіталів, торгових, розрахункових та клірингових систем.

Основними розробниками міжнародних норм (стандартів), що регулюють ринки цінних паперів, є:

- Базельський Комітет з питань банківського нагляду Банку Міжнародних Розрахунків (BIS - Bank for International Settlements);
- Комітет по Системах Оплати і Розрахунків BIS;
- Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності (IASB);
- Міжнародний валютний фонд (IMF) і Всесвітній банк (WB);
- Форум фінансової стабільності (FSF);
- Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР);
- Міжнародна організація комісій

з цінних паперів (IOSCO - International Organization of Securities Commissions);

- Група розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF);

- Співтовариство Всесвітньої Міжбанківської Фінансової Телекомунікації (S.W.I.F.T. - Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication);

- Міжнародна організація зі стандартизації (ISO);

- Європейська Асоціація Центральних Депозитаріїв Цінних Паперів (ECSDA - European Central Securities Depositories Association);

- Міжнародна асоціація індустрії цінних паперів (ISSA - International Securities Services Association);

- Група тридцяти G30 і т.д.

На жаль, переклад документів, що прийняті такими організаціями, в Україні або не проводиться, або здійснюється хаотично, що не дає можливості українським фахівцям системно формувати підходи до адаптації українського законодавства до *acquis* ЄС.

Таким чином можливо дійти висновку, що в Україні має бути виконана досить суттєва робота для досягнення того рівня, що розуміється під поняттям *acquis* ЄС стосовно індустрії цінних паперів. Має бути сформована ефективна інфраструктура і система пруденційного нагляду, які функціонуватимуть відповідно до норм ЄС. Цього можливо досягти за умови наявності всебічно підготовлених спеціалістів, здатних впровадити в Україні найкращий досвід країн ЄС. Важливо провести ґрунтовні дослідження, які б дозволили сформуванню системних підходів, розробити стратегію і тактику законодавчої і технологічної інтеграції установ української індустрії цінних паперів у світові ринки капіталу.

Література

1. Угода про партнерство та співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами, яку ратифіковано Законом №237/94-вр від 10 листопада 1994 року;

2. Закон України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» від 18 березня 2004 року №1629;

3. Постанова Кабінету Міністрів України від 15 жовтня 2004 року № 1365 «Деякі питання адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»;

4. Указ Президента України від 21 серпня 2004 року № 965 «Питання організації виконання Закону України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»;

5. Договір про заснування Європейського економічного Співтовариства від 25 березня 1957 року, «Європейський Союз: консолідовані договори», Київ, «Пор-Рояль», 1999, ISBN 966-7068-17-X, - 208 с.;

6. Договір про Європейський Союз від 07 лютого 1992 року, «Європейський Союз: консолідовані договори», Київ, «Пор-Рояль», 1999, ISBN 966-7068-17-X, - 208 с.;

7. White Paper on Financial Services 2005-2010, COM(2005) 629, December 2005.

РІСНУ