

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ ПРАВОВИХ НАУК УКРАЇНИ
НАУКОВО-ДОСЛІДНИЙ ІНСТИТУТ
ПРАВОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ

С. В. Глібко, Г. М. Шовкопляс, І. О. Ониськів

**АКТУАЛЬНІ ПИТАННЯ
ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ
РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ
В УКРАЇНІ**

Монографія

Харків
«Право»
2016

УДК 346.54(477):336.77

ББК 67.9(4УКР)303.2

Г54

Рекомендовано до друку вченою радою Науково-дослідного інституту правового забезпечення інноваційного розвитку Національної академії правових наук України (протокол № 2 від 16.02.2016 р.)

Рецензенти:

М. П. Кучерявенко, доктор юридичних наук, професор, академік, перший віце-президент НАПрН України, завідувач кафедри фінансового права Національного юридичного університету імені Ярослава Мудрого;

В. Л. Яроцький, доктор юридичних наук, професор, член-кореспондент Національної академії правових наук України, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач кафедри цивільного права № 2 Національного юридичного університету імені Ярослава Мудрого

Колектив авторів:

С. В. Глібо – розд. 2, розд. 4 (підрозд. 4.1 – у співавт. з Г. М. Шовкопляс); *Г. М. Шовкопляс* – розд. 1, підрозділи 3.1, 3.2 розд. 3; підрозд. 4.1 розд. 4 (у співавт. з С. В. Глібом), *І. О. Ониськів* – підрозд. 3.3 розд. 3.

Глібо С. В.

Г54 Актуальні питання правового регулювання ринків фінансових послуг в Україні : монографія / С. В. Глібо, Г. М. Шовкопляс, І. О. Ониськів. – Х. : Право, 2016. – 186 с.

ISBN 978-966-937-003-7

Монографія присвячена дослідженню проблем господарсько-правового регулювання відносин на ринках фінансових послуг. Розглянуто теоретичні питання розмежування державного регулювання ринків фінансових послуг, контролю та нагляду за діяльністю на цих ринках. Проаналізовано компетенцію НКЦПФР та її відповідність міжнародним принципам регулювання нагляду на ринку цінних паперів. Розглянуто питання інвестування та удосконалення законодавства, що регулює діяльність на фондовому ринку, при колективному інвестуванні. Приділено увагу компенсаційним схемам як засобу захисту інтересів інвесторів.

Для юристів – наукових і практичних працівників, студентів, аспірантів, викладачів, фахівців у сфері ринків фінансових послуг, фондового та інвестиційного ринків.

УДК 346.54(477):336.77

ББК 67.9(4УКР)303.2

© Глібо С. В., Шовкопляс Г. М.,
Ониськів І. О., 2016

ISBN 978-966-937-003-7

© Видавництво «Право», 2016

Зміст

Перелік умовних позначень	5
Вступ.....	6

Розділ 1

Диференціація ринків фінансових послуг та їх правове регулювання в Україні та країнах ЄС

1.1. Засади формування ринків фінансових послуг та їх державного регулювання	7
1.2. Господарсько-правовий аспект контролю на ринках небанківських фінансових послуг	17
1.2.1. Питання теоретичного визначення поняття контролю на окремих ринках фінансових послуг України	17
1.2.2. Пруденційний нагляд як основний господарсько-правовий засіб державного регулювання на ринках небанківських фінансових послуг	27
1.3. Органи, які здійснюють державне регулювання на ринках фінансових послуг та їх повноваження.....	37
1.3.1. Загальнотеоретичні питання державного регулювання ринку фінансових послуг.....	37
1.3.2. Компетенція уповноважених органів на ринках фінансових послуг	43
1.3.3. Аналіз відповідності компетенції Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку принципам IOSCO.....	47

Розділ 2

Проблеми інвестування та формування активів при інвестуванні

2.1. Рейтингування емітентів та цінних паперів	78
2.1.1. Сучасні проблеми рейтингування емітентів та цінних паперів в ЄС.....	94
2.2. Умови та значення лістингу цінних паперів.....	100
2.2.1. Врахування лістингу при формуванні активів інститутів спільного інвестування	109
2.2.2. Правове регулювання лістингу в Європейському Союзі	112

Розділ 3

Питання застосування окремих засобів господарсько-правового регулювання компанії з управління активами

3.1. Особливості застосування засобів державного регулювання діяльності компанії з управління активами	119
3.2. Звітність компанії з управління активами щодо управління інститутами спільного інвестування	122
3.3. Відповідальність компанії з управління активами перед інвесторами інвестиційних фондів при управлінні їх активами	127
3.3.1. Проблеми формування активів інститутів спільного інвестування, пов'язані з вартістю фінансових активів та їх оцінкою	127
3.3.2. Відповідальність компанії з управління активами перед корпоративним інвестиційним фондом за збиткове управління активами та відшкодування збитків	134
3.3.3. Правові наслідки банкрутства компанії з управління активами для інвестиційних фондів	137
3.3.4. Правові проблеми усунення в окремих випадках компанії з управління активами від управління інвестиційними фондами	138

Розділ 4

Окремі засоби захисту інтересів інвесторів на ринку цінних паперів

4.1. Європейські гарантійно-компенсаційні механізми захисту прав інвесторів та впровадження таких механізмів в Україні	142
4.2. Визначення фіктивності емітентів цінних паперів як засіб захисту інтересів інвесторів	156
4.3. Маркет-мейкерство та маніпулювання на ринку цінних паперів	159
4.4. Проблемні питання оцінки цінних паперів у банківській діяльності	166

Висновки	174
-----------------------	-----

Бібліографія	178
---------------------------	-----

Перелік умовних позначень

ІСІ	– інститут спільного інвестування
КІФ	– корпоративний інвестиційний фонд
КУА	– компанія з управління активами
Нацкомфінпослуг	– Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг
НБУ	– Національний банк України
НКЦПФР	– Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
НПФ	– недержавний пенсійний фонд
ПІФ	– пайовий інвестиційний фонд
ФОН	– фонд операцій з нерухомістю
ФФБ	– фонд фінансування будівництва

Вступ

Перед Україною поставлені завдання щодо адаптації законодавства України до права ЄС відповідно до Угоди про Асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони.

Одним із напрямів, якому присвячена робота і який дозволить задовольнити вимоги економіки України та створити належне конкурентне середовище, сучасний режим інвестування, вирішити питання подолання кризи, є формування дієвого правового механізму регулювання ринків фінансових послуг. Першочерговими завданнями на цьому шляху є правове забезпечення створення належних засобів контролю та нагляду з боку уповноважених органів на ринках фінансових послуг, прозорих умов регулювання інвестиційних відносин, доступності фінансових інструментів для інвесторів, сучасного правового режиму інвестування та контролю на інвестиційному ринку. І, нарешті, невідкладним є вирішення проблеми правового захисту інтересів інвесторів.

У монографії розглядаються окремі важливі групи правовідносин, які в більшості пов'язані з контролем на ринках фінансових послуг та особливостями обігу фінансових інструментів на ринку цінних паперів. Разом з тим дослідження не вичерпує всі проблем правового регулювання ринків фінансових послуг, сприяє подальшому вивченню окреслених проблем.

Робота виконана в рамках фундаментального наукового дослідження «Правове забезпечення адаптації інвестиційної моделі розвитку економіки України та ринків фінансових послуг до права Європейського Союзу» в Науково-дослідному інституті правового забезпечення інноваційного розвитку НАПрН України.

**В. о. директора Науково-дослідного
інституту правового забезпечення
інноваційного розвитку НАПрН України,
кандидат юридичних наук, доцент**

С. В. Глібко

РОЗДІЛ 1

ДИФЕРЕНЦІАЦІЯ РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ ТА ЇХ ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ ТА КРАЇНАХ ЄС

1.1. Засади формування ринків фінансових послуг та їх державного регулювання

Наявність розвинутого ринку фінансових послуг є однією із важливіших ознак сучасної ринкової економіки. Тому, ефективне регулювання ринку фінансових послуг є однією із передумов забезпечення надійної та стабільної економічної ситуації країни.

Вивченням ринків фінансових послуг займалися І. А. Бланк, В. В. Беляєв, Т. В. Калашнікова, Н. С. Кузнецова, К. В. Масляєва, С. О. Маслова, С. В. Науменкова, Н. В. Приходько, В. П. Ходаківська та ін. Що стосується саме класифікації ринків фінансових послуг, то деякі аспекти цього питання досліджували К. В. Масляєва, С. В. Науменкова, але й досі воно залишається предметом наукових пошуків і потребує свого вирішення.

В Україні модель регулювання ринків фінансових послуг ще перебуває на етапі становлення, а ті структури, що вже створено та функціонують, потребують додаткових важелів для забезпечення інституційної, операційної та фінансової незалежності¹. Тому, на нашу думку, постає необхідність розгляду зарубіжного досвіду регулювання ринків фінансових послуг.

¹ Науменкова, С. В. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн [Текст] : навч. посіб. / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К. : Центр наук. досліджень НБУ, Ун-т банк. справи НБУ, 2010. – С. 2.

Спробуємо надати можливу класифікацію ринків фінансових послуг по різних критеріям, які дозволять застосувати відповідні заходи регулювання для досягнення цілей регулювання, що будуть найбільш адаптовані під певну класифікацію.

Залежно від визначеного законом розподілу компетенцій спеціальних органів державного регулювання ринків фінансових послуг, ринки фінансових послуг поділяються на: 1) ринок банківських послуг та діяльності з переказу коштів – НБУ; 2) ринок цінних паперів та похідних цінних паперів (деривативів) – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР); 3) інш. ринки фінансових послуг – Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (далі – Нацкомфінпослуг); 4) ринок інвестиційних послуг – Нацкомфінпослуг, НБУ, НКЦПФР.

Законодавець передбачає закріплення за кожним органом окремого напрямку (сфери) здійснення ними своєї діяльності. У дійсності ж вони взаємодіють між собою і розмежувати повноваження цих органів досить складно, тому що деякі сектори ринку фінансових послуг взаємопов'язані, і вони контролюються одночасно декількома регуляторами. Зокрема, банківські установи, є активними учасниками фондового ринку, і тому підпадають під регулювання НКЦПФР, при цьому банківські установи утворюють фінансові групи з небанківськими фінансовими установами, які підпадають під регулювання Нацкомфінпослуг. Крім того, сам НБУ є професійним учасником ринку цінних паперів, адже не лише є агентом уряду при розповсюдженні державних цінних паперів, а й сам постійно здійснює операції з купівлі-продажу цінних паперів, виступає як дилер; створює вторинний ринок цінних паперів; виконує функції депозитарію, клірингового та розрахункового центру. А НКЦПФР виконує функції основного регулятора цінних паперів в Україні, контролює операції з ними, які провадяться як банківськими так й небанківськими фінансовими установами.

Виходячи з вищевикладеного, ми бачимо, що немає чіткого розмежування функцій уповноважених органів на ринках фінансових послуг, а існуючий розподіл компетенції спеціально уповноважених органів може обґрунтуватися більш традиційним вибором системи

адміністративного регулювання фінансових ринків, ніж видами суб'єктів та їх операцій.

Для визначення належного правового механізму регулювання ринків необхідно додатково класифікувати ринки по видам фінансових послуг з урахуванням особливостей активів на кожному ринку.

Залежно від виду фінансових послуг та активів (як окремого критерію), які мають місце на цьому ринку, з метою деталізації та усунення ймовірних ризиків, ринки в Україні поділяються на підставі законодавства на ринки: 1) банківських послуг; 2) страхових послуг; 3) інвестиційних послуг; 4) операцій з цінними паперами; 5) кредитних послуг; 6) інших видів ринків, що забезпечують обіг фінансових активів.

Кожен виділений ринок можна розбити на окремі сектори. В основу виділення того чи іншого сектора може бути покладено конкретний вид фінансового активу або фінансової послуги, з урахуванням того, що один і той самий фінансовий актив може бути товаром декількох ринків.

Так, розглянемо це на прикладі ринку цінних паперів. В залежності від виду послуги, яка надається професійними учасниками на цьому ринку, ринок цінних паперів складається із послуг щодо: 1) торгівлі цінними паперами; 2) управління активами інституційних інвесторів; 3) депозитарної діяльності; 4) діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку. Кожна із цих послуг має свій специфічний суб'єкт та об'єкт регулювання. Інший критерій поділу ринку цінних паперів на мікросегменти (сектори) визначають В. П. Ходаківська та В. В. Беляєв, які, з точки зору організації, ринок цінних паперів поділяють на біржовий та позабіржовий¹.

Що стосується ринку інвестиційних послуг, то в його структурі також можна визначити певні сектори. Такими секторами є ринки інвестиційних послуг, які надаються через інституційних інвесторів: пайовий інвестиційний фонд (далі – ПІФ), корпоративний інвестиційний фонд (далі – КІФ), фонд операцій з нерухомістю (далі – ФОН), фонд фінансування будівництва (далі – ФФБ), недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, а також окремі інвестиційні

¹ Ходаківська, В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика [Текст] : навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К. : ЦУЛ, 2002. – С. 73–74.

послуги на ринках банківських послуг, страхових послуг та фондовому ринку. Загальна мета цих ринків – це надання фінансових послуг із розміщення капіталу інвесторів з метою отримання прибутку для останніх. Але кожний з них має свій механізм функціонування та регулювання.

Як наслідок цього постає проблема недостатньо ефективного регулювання ринку фінансових послуг, що може бути вирішена: по-перше, шляхом розподілу повноважень державних органів щодо регулювання ринків за видами послуг і ризиків, які передбачені для певного виду послуг, по-друге, шляхом закріплення в законодавстві норми, яка б передбачала, що певні послуги можуть надаватися тільки спеціальними суб'єктами і як наслідок того державні органи будуть застосовувати спеціальні засоби для «втручання» в господарську діяльність фінансових установ з метою реалізації своїх функцій.

Оцінити достатність даних класифікацій можливо з урахуванням адаптації законодавства України до законодавства ЄС і відповідно на підставі аналізу законодавства ЄС. В ЄС було сформовано Європейську систему фінансового нагляду the European System of Financial Supervisor (далі в скороченні англійською – ESFS), яка складається із: 1) Європейської ради із системних ризиків European Systemic Risk Board (далі в скороченні англійською – ESRB); 2) Європейського органу з цінних паперів та ринків the European Securities and Markets Authority (далі в скороченні англійською – ESMA); 3) Європейського банківського органу the European Banking Authority (далі в скороченні англійською – EBA); 4) Європейського органу із страхування та пенсійних фондів the European Insurance and Occupational Pensions Authority (далі в скороченні англійською – EIOPA).

ESFS була створена як з метою надійного захисту громадян, так і для відновлення довіри до фінансової системи взагалі. Документами, на підставі яких і була створена нова ESFS є Регламент Європейського Парламенту та Ради № 1092/2010 від 24.11.2010 р. «Про створення Європейського Комітету Системних Ризиків» (Regulation (EU) № 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24/11/2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial

system and establishing a European Systemic Risk Board)¹, Регламент ЄС «Про передачу Європейському центральному банку конкретних завдань, пов'язаних з функціонуванням Європейської ради із системних ризиків» (Council Regulation (EU) № 1096/2010 of 17/11/2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board)². Головною метою створення цих наглядових органів визначено запобігання ризикам, які послаблюють стабільність всієї фінансової системи. В даний час ЄС використовує структуру регулювання за секторальним принципом.

ESRB є відповідальним за макропруденційний нагляд за фінансовою системою в рамках Союзу в цілях сприяння запобіганню чи пом'якшенню наслідків системних ризиків для фінансової стабільності в Союзі розділ 10 Регламенту Європейського Парламенту та Ради «Про створення Європейського Комітету Системних Ризиків».

ЕВА є незалежним органом ЄС, який працює, щоб забезпечити ефективне та послідовне пруденційне регулювання та нагляд в рамках усього Європейського банківського сектора. Його загальним завданням є: підтримка фінансової стабільності в ЄС для захисту цілісності, ефективності і впорядкованого функціонування банківського сектора шляхом створення єдиного європейського зводу правил в банківській сфері, метою якого є надання єдиного набору узгоджених пруденційних правил для фінансових установ на всій території ЄС; розробка спільних регуляторних та наглядових стандартів, стимулювання й полегшення процесів делегування завдань і відповідальності між компетентними органами розділ 11 Регламенту Європейського Парламенту та Ради «Про створення Європейської банківського органу».

ESMA є незалежним органом ЄС, який сприяє збереженню стабільності фінансової системи ЄС щодо забезпечення цілісності, про-

¹ COUNCIL REGULATION (EU) No 1092/2010 of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board Board [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRB-en.pdf?aa560e12d90f1c1456c76f429ba5b05e>.

² COUNCIL REGULATION (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRBen.pdf?aa560e12d90f1c1456c76f429ba5b05e>.

зорості, ефективності та впорядкованості функціонування ринків цінних паперів, а також посилення захисту інвесторів.

ЕІОРА створений для покращення функціонування внутрішнього ринку, включаючи, зокрема, належне та ефективне регулювання та нагляд; забезпечення стабільного, прозорого, ефективного та належного функціонування фінансових ринків; посилення міжнародної координації у сфері нагляду за діяльністю страховиків та пенсійних фондів; захист прав споживачів фінансових послуг у цій сфері. З урахуванням повноважень органів в ЄС, фінансові ринки поділяються наступним чином: по уповноваженим органам, по виду фінансових послуг та по суб'єктам.

Побудова органів системи фінансового нагляду в ЄС має наддержавний характер, який є одним із факторів побудови системи з декількома регуляторами і відсутність мегарегулятора. Але для того щоб зробити висновок про доцільність в сучасних умовах існування мегарегулятора чи декількох регуляторів на рівні окремих держав, необхідно проаналізувати сучасний стан побудови системи контролю та нагляду за ринками фінансових послуг в окремих провідних державах ЄС.

В Німеччині контролюючі функції на ринку фінансових послуг покладено на Федеральне управління фінансового нагляду Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (далі в скороченні німецькою – BaFin). Згідно зі ст. 1 (1) Закону «Про Федеральне управління фінансового нагляду» (Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)¹ в травні 2001 року відбулося злиття певних державних органів і цей новий орган отримав назву Федеральне управління фінансового нагляду Німеччини. BaFin здійснює свою контролюючу діяльність за трьома напрямками: банківська справа, страхування, а також операції з цінними паперами. Відповідно до §6 Закону «Про кредитну справу» (Gesetz über das Kreditwesen)², BaFin

¹ Act Establishing the Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG of 22 April 2002 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/findag_en.html?nn=2821360#Start.

² Gesetz über das Kreditwesen [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Gesetz/KWG_ba.html?nn=2696482.

є адміністративним органом, відповідальним за нагляд за кредитними та іншими установами. Співпраця BaFin і the Deutsche Bundesbank (Бундесбанку – Федерального Банку) щодо постійного нагляду установ регулюється §7 цього Закону. Також, за ринками фінансових послуг контроль визначається на підставі Закону «Про цінні папери» (Gesetz über den Wertpapierhandel)¹ та Закону «Про страховий нагляд» (Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen)². Серед безлічі обов'язків і цілей BaFin, до основних можна віднести наступні: (а) забезпечення стабільної, цілісної та надійної роботи німецької фінансової системи; (б) ліцензування фінансової діяльності; (в) контроль над банками та іншими фінансовими організаціями, що припускає нагляд за платоспроможністю – тобто можливістю дотримання банками, фінансовими установами та страховими компаніями взятих на себе платіжних зобов'язань та нагляд за ліквідністю фінансових установ; (г) збереження довіри інвесторів до фінансових ринків, яке забезпечується за допомогою функції ринкового нагляду – контролю над тим, як виконуються стандарти професійної поведінки; (д) контроль за дотриманням організаційних вимог; (є) спостереження за фінансовою звітністю компаній. Таким чином, за видами фінансових послуг до сфери регулювання цього органу відповідно до Закону «Про банківську діяльність» відноситься застосування певних господарських засобів при наданні фінансовими установами наступного переліку послуг (банками та іншими небанківськими установами). Банками: 1) діяльність пов'язана з депозитами; 2) кредитування; 3) купівля векселів та чеків; 4) купівля-продаж фінансових інструментів від свого імені та від імені інших; 5) зберігання і управління цінними паперами; 6) діяльність щодо гарантування; 7) андеррайтинг та ін. Небанківськими фінансовими установами: 1) інвестиційні брокери; 2) купівля і продаж фінансових інструментів; 3) управління фінансовими інвестиціями; 4) зберігання та управління цінними паперами та

¹ Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wphg_101119_en.html?nn=2821360.

² Act on the Supervision of Insurance Undertakings (Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/vag_010512_va_en.html?nn=2690284.

ін. VaFin здійснює державне регулювання: банків, страхових організацій, пенсійних фондів, ринку цінних паперів, компаній з управління активами, інвестиційних фондів та вітчизняних компаній з управління.

Підсумовуючи викладене, ми бачимо, що для Німеччини характерна модель єдиного нагляду, незважаючи на те, що ця країна є членом ЄС, який дотримується секторної наглядової системи. Орган VaFin він є і єдиним пруденційним органом і органом який здійснює легалізацію всіх фінансових установ, який включає в себе в загальній складності близько 14 департаментів, що в своїх рамках контролюють кредитні організації, компанії з управління активами, страхові організації та інші установи які надають фінансові послуги.

Що стосується іншої країни Великобританії, то система регулювання ринку фінансових послуг в цій країні бачить створення трьох нових органів: Комітет з фінансової політики the Financial Policy Committee (далі в скороченні англійською – FPC), який відповідальний за пруденційне регулювання на макрорівні і стійкість системи в цілому; Управління пруденційного нагляду the Prudential Regulation Authority (далі в скороченні англійською – PRA) незалежний у своїй діяльності підрозділ Банку Англії з питань пруденційного регулювання на мікрорівні, що здійснює нагляд за банками, будівельними організаціями, кредитними спілками, страховими та інвестиційними компаніями; Управління з забезпечення належної поведінки на фінансових ринках the Financial Conduct Authority (далі в скороченні англійською – FCA), яке відповідальне за належне функціонування ринків, захист прав споживачів та створення умов для розвитку конкуренції.

FPC складається з керівництва Банку Англії і відповідає за макропруденційне регулювання. Тобто, його основне завдання – пруденційне регулювання фінансової системи Великобританії. У цьому виявляється відмінність комітету від органу пруденційного нагляду, який регулює адміністративно- господарську діяльність компаній. Тим не менш, у FPC немає прямих регулюючих функцій. Серед його завдань – сприяння досягненню фінансової стабільності, за допомогою відстеження та своєчасного попередження системних ризиків, які можуть загрожувати як всій системі в цілому, так і її частини. FPC є дочірньою

компанією банку Англії. Положення щодо цього органу містяться в part 1 sect. 4 9 В Закону «Про фінансові послуги 2012» (Financial Services Act 2012)¹.

Що стосується таких двох органів як PRA та FCA ці органи є органами на ринку фінансових послуг, які здійснюють його державне регулювання, співпрацюють один з одним, але при цьому мають суттєві відмінності. Так, PRA підпорядковується Банку Англії, є його частиною і відповідає за пруденційний нагляд та регулювання діяльності банків, будівельних товариств, кредитних спілок, страхових компаній та інвестиційних фірм. Всі ці організації мають подвійне регулювання: в той час, як орган пруденційного нагляду (PRA) контролює адміністративно-господарські питання, служба фінансової діяльності (FCA) здійснює керівне регулювання. Для того щоб зазначені вище установи мали можливість функціонувати на ринку Великобританії, вони повинні отримати дозвіл від PRA на виконання своїх обов'язків. Загальні зобов'язання PRA містяться в частині 2 глави 2 The Prudential regulation authority (пруденційний орган) Financial Services Act 2012. Види фінансових послуг, які підлягають пруденційному регулюванню з боку PRA містяться у статті 2 Regulated activities which are PRA-regulated activities (види діяльності, які регулюються пруденційним органом) The Financial Services and Markets Act 2000 (PRA-regulated Activities) Order 2013², до яких відносяться діяльність пов'язана з: прийомом вкладів, з укладенням договорів страхування, інвестиціями, а також діяльність страхових синдикатів корпорації «Ллойда» та інші види діяльності, які здійснюються товариством для цілей передбачених параграфом (f).

FCA, в свою чергу, здійснює реєстрацію фінансових установ, які підпорядковуються як PRA так і FCA. Цей орган здійснює такі функції: контроль над фінансовими компаніями, включаючи також ті, які з адміністративно-господарської частини регулюються органом пруденційного нагляду; здійснює пруденційний нагляд за тими компані-

¹ Financial Services Act 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents>.

² The Financial Services and Markets Act 2000 (PRA-regulated Activities) Order 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/556/contents/made>.

ями, які не регулюються органом пруденційного нагляду. FCA є окремим органом державного регулювання ринку фінансових послуг Великобританії, який є самостійним органом влади. FCA окрім здійснення пруденційного нагляду за фінансовими компаніями, (окрім тих, за якими даний нагляд здійснюється з боку PRA) контролює поведінку всіх компаній на ринку фінансових послуг, навіть тих, які підпадають під пруденційний нагляд PRA, та забезпечує реєстрацію всіх суб'єктів даного ринку. Перелік фінансових послуг на здійснення яких необхідно отримання дозволу від FCA передбачені в частинами 2, 3 The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001¹ та ч. 2 гл. 1 1H The Financial Conduct Authority Financial Services Act 2012.

Тобто, виходячи з вищевикладеного, ми бачимо, що для ринку фінансових послуг Великобританії характерно наявність двох регулюючих органів – це PRA та FCA. Обидва ці органи здійснюють пруденційний нагляд за різними фінансовими установами, а FCA в свою чергу також здійснює контроль за тим, яким чином ці фінансові установи ведуть свій бізнес, тобто «dual-regulated firms» (фірми подвійного регулювання) – так звана модель «Твін Пікс». Тобто, як ми бачимо для Англії як і для Німеччини не є характерною система фінансового нагляду ЄС, а вона використовує модель за завданнями, так звана модель двох вершин.

Підсумовуючи викладене, можливо визначити такі висновки. При побудові системи господарського управління ринків фінансових послуг, слід враховувати моделі побудови ринків фінансових послуг в тих державах, до яких найбільш наближена правова система України. У зв'язку з тим, що найбільшого впливу законодавство України зазнає з боку консолідованих норм ЄС, а також держав континентального права, на нашу думку, уніфікацію ринків фінансових послуг бажано здійснювати відповідно до норм ЄС, а також використовувати досвід, наприклад, Німеччини.

Враховуючи особливості діяльності окремих суб'єктів на поділених по видам фінансових послуг ринках, при визначенні засобів

¹ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/ukSI/2001/544/contents/made>.

регулювання їх поділ доцільно пов'язувати з класифікацією суб'єктів фінансових послуг залежно від виду суб'єкта, який надає фінансові послуги або є учасником на ринку, де послуги надаються. Такими суб'єктами є: 1) банки; 2) небанківські та/або нефінансові кредитні установи (лізингові компанії, факторингові компанії, кредитні спілки, ломбарди); 3) небанківські фінансові установи (страхові компанії, інститути спільного інвестування, установи накопичувального пенсійного забезпечення, компанії з довірчого управління, компанії з управління майном при ФФБ, професійні учасники фондового ринку). На нашу думку, даний вид класифікації надасть можливість урегулювати діяльність суб'єктів на ринку фінансових послуг, що має ризиковий характер, з застосуванням різних видів заходів впливу та принципів регулювання спеціалізованими державними органами.

В країнах ЄС традиційно систему ринків фінансових послуг складають: ринок банківських послуг, фондовий ринок, страховий ринок, інвестиційний ринок. Тобто, як ми бачимо він є аналогічним ринку фінансових послуг нашої країни. Як наслідок цього, вважаємо за доцільним запозичувати принципи з законодавства країн ЄС щодо реформування національного ринку фінансових послуг, бо система регулювання в ЄС, Німеччині, Великобританії найбільше відповідає законодавчій меті побудови в Україні системи фінансових послуг і відповідних їм ринків, що і тягне удосконалення відповідних регуляторів.

1.2. Господарсько-правовий аспект контролю на ринках небанківських фінансових послуг

1.2.1. Питання теоретичного визначення поняття контролю на окремих ринках фінансових послуг України

Проблема контролю як форми державного регулювання ринку фінансових послуг належить до групи найважливіших, вирішення якої

в сучасних умовах існування економічної кризи є необхідним і актуальним. Дослідження форм і засобів цього різновиду державного контролю, на нашу думку, вирішить низку питань, що виникають при застосування норм законодавства відповідними органами державної влади.

Вивченням державного контролю займалися В. Б. Авер'янов, В. М. Гарашук, В. М. Горшен'єв, Ю. А. Тихомиров. Питання присвячені контролю у сфері господарювання знайшли своє відображення у наукових працях таких вчених, як О. М. Вінник, Д. В. Задихайло, І. М. Кравець, І. С. Орехова, В. В. Поєдинок, В. В. Тимошин, В. С. Щербина. Що стосується саме контролю на ринку фінансових послуг, то деякі аспекти цього питання досліджували К. В. Масляєва, В. І. Полюхович, але й досі воно залишається предметом наукових пошуків і потребує свого вирішення.

На даний момент у правовій науці існує декілька поглядів щодо визначення контролю й виокремлення тих чи інших його форм, але бракує чіткого розмежування між його засобами, формами й методами. А від правильного вибору тієї чи іншої категорії, того чи іншого засобу залежить і дієвість органів державної влади, що здійснюють контроль на ринку фінансових послуг.

На жаль, чинне законодавство не наводить визначення поняття «контролю» на ринку фінансових послуг та й серед науковців немає єдності думок із цього питання. Як загальну категорію можна врахувати закріплену в ч. 1 ст. 1 Закону України «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності» від 5 квітня 2007 р. № 877-V¹ дефініцію державного нагляду (контролю): це діяльність уповноважених законом центральних органів виконавчої влади, їх територіальних органів, державних колегіальних органів, органів виконавчої влади АРК, органів місцевого самоврядування в межах повноважень, передбачених законом, щодо виявлення й запобігання порушенням вимог законодавства суб'єктами господарювання й забезпечення інтересів суспільства, зокрема, належної якості продукції, робіт і послуг, прийняттого рівня безпеки для населення, навколишнього природного середовища. Але у ч. 2 ст. 2 цього ж Закону зазначається,

¹ Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності [Текст] : Закон України від 05.04.2007 № 877-V // Відом. Верхов. Ради України. – 2007. – № 29. – Ст. 389.

що його дія не поширюється на відносини, що виникають у процесі контролю за діяльністю суб'єктів господарювання на ринку фінансових послуг. Ми бачимо, що законодавиць навіть ототожнює терміни «контроль» і «нагляд». Доречно відмітити трактування, яке надає Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. №2755-VI¹ податковому контролю, відповідно до п. 61.1. якого – це система заходів, що вживаються контролюючими органами з метою контролю правильності нарахування, повноти і своєчасності сплати податків і зборів, а також дотримання законодавства з питань регулювання обігу готівки, проведення розрахункових і касових операцій, патентування, ліцензування та іншого законодавства, контроль за дотриманням якого покладено на контролюючі органи. Спільні риси названих дефініцій поняття «контроль» частково можуть використовуватись і при трактуванні господарського контролю на ринку фінансових послуг.

Перейдемо до наукового й законодавчого визначення змісту контролю. Як уже підкреслювалося, серед науковців бракує одностайності поглядів на термін «контроль». Так, В. Б. Авер'янов, спираючись на адміністративно-правову доктрину, тлумачить його як функцію, яку держава здійснює з метою перевірки дотримання й виконання поставлених завдань, прийнятих рішень та їх правомірності. Зміст державного контролю включає спостереження, аналіз і перевірку діяльності відповідних органів та їх посадових осіб щодо виконання поставлених перед ними завдань, дотримання установлених державою правил, норм і стандартів².

В. М. Гаращук, вивчаючи контроль як особливу функцію державного управління й засіб забезпечення законності в державному управлінні, зазначає, що правова категорія «контроль» окрім перевірки або нагляду з метою перевірки має ще один зміст, який іноді не береться до уваги, – протидію чомусь небажаному. На його думку, правильніше цей термін інтерпретувати як перевірку і спостереження з метою перевірки для протидії чомусь небажаному, виявлення, попередження і припинення протиправної поведінки з боку когонебудь. Важливо також звернути увагу й на таку функцію контролю,

¹ Податковий кодекс України [Текст] : Закон України від 02.12.2010 №2755-VI // Відом. Верхов. Ради України. – 2011. – №13. – Ст. 112.

² Виконавча влада і адміністративне право [Текст] : монографія / за заг. ред. В. Б. Авер'янова. – К. : Вид. дім «Ін-Юре», 2002. – С. 431.

як надання допомоги підконтрольній структурі в наведенні порядку на об'єкті¹. І. С. Орехова розглядає контроль у широкому й вузькому значенні як одну із функцій державного управління (широке розуміння) і як правову форму діяльності органів виконавчої влади, їх посадових осіб (вузьке розуміння)². О. М. Вінник трактує цей термін як сукупність організаційно-технічних і правових заходів, спрямованих на з'ясування компетентними органами ступеня відповідності фактичних напрямків і результатів діяльності суб'єктів господарського життя встановленим державою правилам, нормам і нормативам, а також виявлення порушень у діяльності цих суб'єктів і вжиття заходів щодо їх усунення, в тому числі і шляхом застосування господарсько-правових санкцій³. Д. В. Задихайло підкреслює, що контроль у сфері господарювання – це сукупність організаційно-технічних і правових заходів, спрямованих на визначення компетентними органами ступеня відповідності фактичних напрямків і результатів діяльності суб'єктів господарювання встановленим державою правилам, нормам і нормативам, а також виявлення порушень у діяльності цих суб'єктів і вжиття заходів щодо їх усунення, в тому числі застосування господарсько-правових санкцій⁴.

У той же час правознавці мало звертали уваги на контроль у сфері господарювання саме на ринку фінансових послуг. Під державним контролем за фінансовими установами, вважає М. І. Саєнко, слід розуміти контрольну діяльність відповідних органів за надавачами фінансових послуг, у той час як під контроль у сфері фінансових послуг підпадають як надавачі, так і споживачі останніх⁵.

¹ Гарашук, В. М. Контроль та нагляд у державному управлінні [Текст] : монографія / В. М. Гарашук. – Х. : Фоліо, 2002. – С. 36–37.

² Орехова, І. С. Державний контроль у сфері господарської діяльності: адміністративно-правові засади [Текст] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / І. С. Орехова. – О., 2009. – С. 9.

³ Вінник, О. М. Господарське право [Текст] : курс лекцій / О. М. Вінник. – К. : Атіка, 2005. – С. 21.

⁴ Задихайло, Д. В. Господарсько-правове забезпечення економічної політики держави [Текст] : монографія / Д. В. Задихайло. – Х. : Юрайт, 2012. – С. 94.

⁵ Саєнко, М. І. Правове регулювання державного контролю у сфері фінансових послуг в Україні [Електронний ресурс] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / М. І. Саєнко. – 2010. – 20 с. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pis/2010_1/Sayenko.pdf.

З урахуванням поглядів учених, можемо констатувати, що представники адміністративно-правової науки інтерпретують контроль як функцію державного управління, представники господарського права – як застосування компетентними органами певних заходів з метою забезпечення господарського правопорядку. При власному дослідженні контролю ми будемо використовувати погляди обох груп фахівців, тому що контроль на ринку фінансових послуг, як форма державного регулювання, включає в себе елементи як адміністративного, так і господарського права, бо існує у формі перевірок і ревізій і при цьому має свій вузькоспеціалізований предмет відносини, які складаються між суб'єктами в цій сфері відносин.

З нашого погляду, важливо в досліджуваному понятті відобразити його певний прикладний характер, а тому контроль на ринку фінансових послуг можна розглядати у вузькому значенні як господарсько-правовий засіб, який складається з певних елементів і здійснюється відповідною системою державних органів для досягнення наміченої мети. Безпосередньою метою державного регулювання ринку фінансових послуг, на яку спрямовані дії названих нами органів, є забезпечення й захист прав його учасників і нормальне функціонування ринку в цілому. Саме за допомогою контролю забезпечується наближення діяльності до мети регулювання.

У широкому значенні контроль можна вивчати як форму державного регулювання через його функціональну спрямованість, що дасть змогу розглянути його саме як форму державного регулювання ринку фінансових послуг. За допомогою аналізу функцій органів державної влади, які здійснюють контроль на цьому ринку, з'ясуємо що ж становлять собою форми й засоби такого контролю, в яких і реалізуються необхідні функції.

Розглянемо форми контролю. Взагалі під формою мається на увазі вираження будь-якого змісту або чого-небудь іншого¹. Форма, як філософська категорія, означає зовнішнє вираження внутрішнього змісту. Таким чином, під нею варто розуміти той чи інший спосіб такого вираження. Законодавець оперує поняттям «форми контролю», але не зазначає, що вони охоплюють. На думку І. С. Орехової, основними

¹ Советский энциклопедический словарь [Текст] / ред. А. М. Прохорова. – [Изд. 4-е]. – М. : Сов. энцикл., 1987. – С. 1427.

формами державного контролю у сфері господарської діяльності виступають правові форми, що враховують юридичну значимість дій, зовнішній прояв яких характеризує певна форма, що виявляється у правових наслідках їх здійснення. До них вона відносить ревізії й перевірки¹, а Ю. П. Битяк і В. В. Зуй до форм контролю відносять ревізію, перевірку й аудит². Г. М. Остапович пропонує визначати правову форму державного контролю як передбачену нормами права й віднесену законом до компетенції суб'єктів державного контролю цілісну сукупність пов'язаних підставою й поставленою метою заходів, спрямованих на одержання, збирання, перевірку, аналіз, оцінку, оброблення і зберігання відомостей для встановлення відповідності об'єкта контролю заданим параметрам, виявлення й усунення відхилень від них, а також підстави й порядок (процедури) здійснення цих заходів³. Отже, формою контролю є спосіб вираження й організації дій контролюючих органів на ринку фінансових послуг.

Посилаючись на погляди науковців, проаналізувавши норми чинного законодавства, що закріплюють повноваження органів державної влади, наведемо власну думку щодо форм контролю на ринку фінансових послуг, до яких можна віднести перевірки, що здійснюються відповідними державними регуляторами, ревізії, аудит і фінансовий моніторинг. Згідно з п. 1.5 Інструкції з підготовки, проведення контрольних заходів з питань фінансово-господарської діяльності та реалізації їх матеріалів у митній службі України перевірка – це обстеження й вивчення окремого напрямку фінансово-господарської діяльності об'єкта контролю. А за ст. 5 Закону України «Про основні засади здійснення державного фінансового контролю в Україні» від 26 січня 1993 р. № 2939-ХІІ⁴ перевірка державних закупівель полягає

¹ Орехова, І. С. Державний контроль у сфері господарської діяльності: адміністративно-правові засади [Текст] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / І. С. Орехова. – О., 2009. – С. 9.

² Адміністративне право [Текст] : підручник / Ю. П. Битяк, В. М. Гаращук, В. В. Богущкий та ін. – Х. : Право, 2010. – С. 258.

³ Остапович, Г. М. Державний контроль на ринку цінних паперів України [Текст] : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / Остапович Ганна Михайлівна. – К., 2006. – С. 7.

⁴ Про основні засади здійснення державного фінансового контролю в Україні [Текст] : Закон України від 26.01.1993 № 2939-ХІІ // Відом. Верхов. Ради України. – 1993. – № 13. – Ст. 110.

в документальному й фактичному аналізі дотримання підконтрольними установами законодавства про державні закупівлі, яка проводиться органом державного фінансового контролю на всіх стадіях закупівель. Результати перевірки останніх викладаються в акті. Як вважає В. С. Шестак, перевірка, як оціночна діяльність, припускає встановлення відповідності (або невідповідності) об'єкта контролю певним критеріям¹. Відповідно до ст. 4 цього Закону ревізія є формою інспектування й полягає в документальній і фактичній перевірці певного комплексу або окремих питань фінансово-господарської діяльності підконтрольної установи. Вона повинна забезпечувати виявлення наявних фактів порушення законодавства, встановлення винних у їх допущенні посадових і матеріально відповідальних осіб.

Аудит за ч. 1 ст. 363 ГК України – це перевірка публічної бухгалтерської звітності, обліку, первинних документів та іншої інформації щодо фінансово-господарської діяльності суб'єктів господарювання з метою з'ясування достовірності їх звітності, обліку, його повноти й відповідності законодавству і встановленим нормативам. Фактично ж контроль є процесом діяльності органів державної влади на ринку фінансових послуг. Окреме місце займає спеціальна форма контролю фінансовий моніторинг. Пункт 5 ч. 1 ст. 1 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» від 14 жовтня 2014 р. № 1702-VII пропонує таке визначення: фінансовий моніторинг – це сукупність заходів, які здійснюються суб'єктами фінансового моніторингу у сфері запобігання і протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення, що включають проведення державного фінансового моніторингу та первинного фінансового моніторингу².

¹ Шестак, В. С. Державний контроль в сучасній Україні (теоретико-правові питання) [Текст] : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.01 / Шестак Валентин Сергійович. – Х., 2002. – С. 75.

² Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення [Текст] : Закон України від 14.10.2014 № 1702-VII // Відом. Верхов. Ради України. – 2014. – № 50–51. – Ст. 2057.

Перейдемо далі до засобів контролю. Необхідно відмітити, що контроль забезпечується насамперед шляхом застосування певних засобів. Під засобами державного регулювання розуміють конкретний варіант впливу на суб'єкт підприємництва для досягнення тієї чи іншої мети¹. Як зазначає В. І. Полюхович, засоби державного регулювання фондового ринку є, по суті, видами регулюючого впливу держави, кожен з яких спрямований на регулювання окремих складників господарської діяльності суб'єкта господарювання². Стаття 12 ГК України до засобів державного регулювання господарської діяльності відносить: державне замовлення, ліцензування, патентування і квотування, сертифікацію і стандартизацію, застосування нормативів і лімітів, регулювання цін і тарифів, надання інвестиційних, податкових та інших пільг, дотацій, компенсацій, цільових інновацій і субсидій. Наведені засоби є загальними для всіх сфер господарської діяльності, але не всі з них можуть бути застосовані на ринку фінансових послуг.

Із перелічених не всі належать і до засобів контролю на ринку фінансових послуг. Іноді законодавець такі засоби прирівнює до форм і методів контролю; як наслідок – у деяких випадках можна зустріти норми права що ототожнюють ці поняття. Із цього приводу треба проаналізувати погляди науковців. Як зазначає М. І. Саєнко, до контрольних засобів можна віднести реєстрацію й ліцензування діяльності з надання фінансових послуг, нагляд за діяльністю фінансових установ і застосування до них заходів впливу уповноваженими державними органами³. І. С. Орехова ототожнює ці засоби з методами контролю. Вона переконує, що статистичні спостереження, бухгалтерська звітність і бухгалтерський облік, інвентаризація, депутатський запит, звітність, експертиза, аудит, ліцензування, реєстрація, атестація,

¹ Нилов, К. Н. Государственное регулирование предпринимательской деятельности [Текст] : учеб. пособие / К. Н. Нилов. – Калининград : Изд-во КГУ, 2001. – С. 19.

² Полюхович, В. І. Державне регулювання фондового ринку України: господарсько-правовий механізм [Текст] : монографія / В. І. Полюхович. – К. : [б. в.], 2012. – С. 62.

³ Саєнко, М. І. Правове регулювання державного контролю у сфері фінансових послуг в Україні [Електронний ресурс] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / М. І. Саєнко. – 2010. – 20 с. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pis/2010_1/Sayenko.pdf.

сертифікація, огляд, обстеження, витребування документів, отримання пояснень, вивчення документації тощо слід віднести до методів державного контролю у сфері господарської діяльності¹, більшість із яких фактично, як вбачається, є засобами регулювання ринку фінансових послуг.

Як видно з наведеного, існує декілька позицій учених щодо визначення понять «засоби» і «методи контролю». Це дає підстави для формування власної думки, згідно з якою до засобів, за допомогою яких здійснюється контроль на ринку фінансових послуг, треба віднести ліцензування й реєстрацію фінансових установ й нагляд за ними, що відповідатиме легальним інструментам в основних законах, які впорядковуюють господарську діяльність на цьому ринку.

Найбільш чітко реалізація функцій державного контролю на ринку фінансових послуг виявляється в окремих засобах. Так, реєстрація розглядається як загальний засіб державного регулювання і як спеціальний засіб контролю на ринку фінансових послуг. У першому випадку вона становить собою засвідчення факту створення самої юридичної особи, тобто первинний етап. У другому набуває особливого статусу суб'єкта господарювання фінансової установи і є засвідченням спеціально уповноваженими органами регулювання на ринку фінансових послуг факту створення й легалізації фінансової установи шляхом включення її до реєстрів фінансових установ з різним ступенем статусу таких реєстрів. НБУ веде реєстр банківських установ, Нацкомфінпослуг реєструє небанківські фінансові установи, НКЦПФР вносить запис щодо професійних учасників фондового ринку й інститутів спільного інвестування.

Після державної реєстрації здійснюється ліцензування фінансової установи відповідними державними органами залежно від виду останньої, завдяки чому установа набуває право надавати лише визначені в ліцензії види фінансових послуг і відповідно до спеціальних для кожного їх виду ліцензійних умов.

Що стосується нагляду як окремого засобу контролю, то В. М. Гарашук, наприклад, при вивченні окремої сфери правозастосування

¹ Орехова, І. С. Державний контроль у сфері господарської діяльності: адміністративно-правові засади [Текст] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / І. С. Орехова. – О., 2009. – С. 9.

наводить загальне його визначення як юридичного аналізу стану справ щодо додержання законності й дисципліни в суспільстві, що здійснюється прокуратурою із застосуванням наданих їй законодавством відповідних форм, але без безпосереднього втручання в оперативну та іншу діяльність юридичної або посадової особи чи громадянина¹. На думку Ю. Б. Фогельсона, нагляд на фінансових ринках полягає в контролі не тільки за тим, як фінансові організації, професійні учасники відповідного сектора виконують установлені правила, але і яких ризиків зазначають вони, їх клієнти, а також фінансова система країни².

Особливим на ринку фінансових послуг відповідно до ч. 1 ст. 16–1 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг» від 12 липня 2001 р. №2664-III³ (далі – Закон №2664) є нагляд на консолідованій основі за фінансовими групами з метою забезпечення стабільності фінансової системи й обмеження ризиків, на які наражається фінансова установа внаслідок участі у фінансовій групі, шляхом регулювання, моніторингу й контролю ризиків останньої. Отже, нагляд на ринку фінансових послуг є одним з характерних засобів контролю, який здійснюється спеціально уповноваженими на те державними органами зі спостереження за станом законності шляхом фіксації його порушень і вжиття заходів для притягнення порушників до відповідальності.

Як самостійні засоби державного регулювання, реєстрація, ліцензування і нагляд реалізують не тільки функції, а е одночасно за своїми методами формами контролю.

Таким чином, зважаючи на названі поняття, відповідно до перелічених форм та засобів контролю на ринку фінансових послуг контроль можна співвіднести як господарсько-правовий засіб державного регулювання з його такими елементами – формами, як-то: перевірка (обстеження й вивчення окремих напрямків фі-

¹ Гарашук, В. М. Контроль та нагляд у державному управлінні [Текст] : монографія / В. М. Гарашук. – Х. : Фоліо, 2002. – С. 54.

² Фогельсон, Ю. Правовые проблемы государственного надзора на рынках финансовых услуг [Текст] / Ю. Фогельсон // Хоз-во и право. – 2010. – № 7. – С. 78.

³ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Текст] : Закон України від 12.07.2001 №2664-III // Відом. Верхов. Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.

нансово-господарської діяльності, за результатами яких складається довідка або доповідна записка), ревізія (документальний контроль фінансово-господарської діяльності, за наслідками якого складається акт), аудит, фінансовий моніторинг і з загальними і спеціальними засобами, а саме державна реєстрація фінансових установ, надання ліцензій та інших дозволів, нагляд за діяльністю фінансових установ, а також застосування заходів впливу уповноваженими державними органами, спрямованих на припинення правопорушення, ліквідацію його наслідків і покарання винного за протиправну поведінку.

1.2.2. Пруденційний нагляд як основний господарсько-правовий засіб державного регулювання на ринках небанківських фінансових послуг

Проблема пруденційного нагляду посідає центральне місце на законодавчому та практичному рівні при дослідженні ринку фінансових послуг. Впровадження пруденційного нагляду як складової частини загальної системи нагляду на ринку фінансових послуг, на жаль, не урегульовано належним чином.

Вивченням пруденційного нагляду на ринку фінансових послуг займалися Н. Ю. Ерпилова, О. П. Лебедєв, В. П. Левченко, О. І. Полюхович, Л. А. Савченко, І. Б. Чайкін та ін.

Відповідно до статі 29 Закону № 2664 пруденційний нагляд є складовою частиною загальної системи нагляду, що проводиться органами, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану фінансової установи, результатів діяльності системи та якості управління нею, дотриманні обов'язкових нормативів та інших показників і вимог, що обмежують ризики за операціями з фінансовими активами. З теоретичної точки зору О. А. Ненада розглядає пруденційний нагляд як систему нагляду та контролю за фінансовим станом професійних учасників ринку цінних паперів, що здійсню-

ються НКЦПФР) метою захисту прав як інвесторів, так і інтересів самих профучасників¹.

В 2010 році Нацкомфінпослуг прийняла Рішення про затвердження Концепції запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами від 15 липня 2010 р. № 585² (далі – Концепція № 585). Згідно з документом засоби передбаченого нагляду сприятимуть оздоровленню та зміцненню вітчизняного ринку небанківських фінансових послуг за рахунок запобігання системних ризиків. Ця Концепція розроблена з метою впровадження пруденційного нагляду за страховими компаніями, недержавними пенсійними фондами та кредитними спілками. Орієнтиром для страхових компаній обрано систему Solvency II, для кредитних установ – рекомендації Міжнародної асоціації кредитних спілок (WOCCU), а для пенсійних фондів – рекомендації Міжнародної асоціації органів нагляду за недержавними пенсійним фондами (IOPS). Внаслідок пропозицій щодо пруденційного нагляду до Закону № 2664 в 2001 році були внесені зміни шляхом прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання ринків фінансових послуг» від 02.06.2011 року № 3462³, які передбачили закріплення пруденційного нагляду на законодавчому рівні.

Відповідно до цієї Концепції пруденційний нагляд – це система наглядових процедур Нацкомфінпослуг за дотриманням фінансовою установою пруденційних правил, яка дозволяє зменшити наглядове навантаження на фінансові установи, діяльність яких не несе загрози невиконання зобов'язань перед існуючими клієнтами, і посилити наглядові зусилля за установами, діяльність яких є чи може бути загрозою для виконання таких зобов'язань.

¹ Ненада, О. А. Пруденційний нагляд на фондовому ринку України. Мета, завдання, перспективи [Текст] / О. А. Ненада // Економіка. Фінанси. Право. – 2002. – № 11. – С. 32.

² Концепція запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами від 15 липня 2010 р. № 585 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/1_doc2.nsf/link1/FIN56870.html.

³ Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання ринків фінансових послуг [Текст] : Закон України від 02.06.2011 № 3462 // Відом. Верхов. Ради України. – 2011. – № 52. – Ст. 591.

Так, ч. 2 ст. 29 Закону №2664 передбачає, що основними напрямками пруденційного нагляду є додержання встановлених критеріїв та нормативів щодо: (а) ліквідності; (б) капіталу та платоспроможності; (в) прибутковості; (г) якості активів та ризиковості операцій; (д) якості систем управління та управлінського персоналу; (є) додержання правил надання фінансових послуг.

В зазначеній вище нами Концепції ці критерії та нормативи є більш чіткими та деталізованими і залежно від специфіки кожного окремого сегмента ринку небанківських фінансових передбачають, що при здійсненні страхової діяльності контролюються: а) належний рівень статутного фонду та інших резервних фондів; б) дотримання відповідного рівня чистих активів та вимога щодо їх розрахунку на підставі справедливої вартості активів; в) перевищення фактичного запасу платоспроможності над розрахунковим нормативним; г) розміщення коштів страхових резервів в активи визначених категорій, що відповідають вимогам якості та диверсифікації; д) правильність застосування методики розрахунку всіх видів страхових резервів відповідно до облікової політики страхової компанії; є) максимальний розмір ризику, який може утримувати страховик щодо одного об'єкту страхування; ж) належний рівень фінансової стійкості (надійності) перестраховиків шляхом встановлення вимог до наявності відповідного рейтингу, присвоєного міжнародними рейтинговими агентствами. При здійсненні діяльності на ринку кредитної кооперації контролюються: а) дотримання критеріїв та нормативів платоспроможності, якості активів, ризиковості операцій та ліквідності для забезпечення стабільної діяльності фінансових установ; б) належний рівень всіх видів капіталу, продуктивних і непродуктивних активів кредитної спілки; в) дотримання порядку формування резерву забезпечення покриття втрат від неповернених позичок; г) дотримання критеріїв якості системи управління кредитної спілки. В системі недержавного пенсійного забезпечення контролюються: а) дотримання належного рівня власного капіталу адміністратора недержавного пенсійного фонду (далі – НПФ); б) дотримання вимог щодо диверсифікації активів НПФ; г) вимоги щодо якості активів НПФ; д) дотримання правильності розрахунку чистої вартості активів НПФ; є) дотримання правильності розрахунку кількості та чистої вартості одиниці пенсійних

внесків. При здійсненні діяльності компаній з управління активами та осіб, які провадять діяльність з управління пенсійними активами, відповідно до Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку контролюються: а) належний рівень статутного капіталу та власного капіталу компанії з управління активами (далі – КУА); б) дотримання відповідних вимог щодо складу та структури активів інституту спільного інвестування (далі – ІСІ) та НПФ; в) дотримання вимог досягнення нормативів діяльності ПФФ під час розміщення цінних паперів ІСІ; г) вимоги, що стосуються наявності в КУА резервного фонду; вартість чистих активів ІСІ; д) вартість активів НПФ; е) дотримання вимог, що стосуються мінімального обсягу активів ПФФ; ж) дотримання вимог, що стосуються обсягу статутного капіталу КІФ.

На нашу думку, введенню пруденційного нагляду на ринку фінансових послуг передувало запровадження та виправдання в певних аспектах такого нагляду за банківською діяльністю. Така точка зору поряд з іншими обумовлена тим, що основне джерело пруденційного регулювання банківської діяльності – Інструкція «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28 серпня 2001 р. була прийнята раніше на відміну від статті 29 «Пруденційний нагляд» Закону № 2664, яка з’явилася в редакції закону в червні 2011 року.

Як було зазначено раніше, на сьогоднішній день пруденційне регулювання здійснюється в усіх секторах фінансових ринків нашої країни. Так, на сайті Нацкомфінпослуг та НКЦПФР систему органів (далі – наглядові органи), які безпосередньо забезпечують реалізацію пруденційного нагляду в центральних апаратах складають: (1) Департамент методології, стандартів регулювання та нагляду за фінансовими установами (відділ стандартів оцінки ризиків, пруденційного та консолідованого нагляду); (2) Департамент страхового регулювання та нагляду (відділ пруденційного нагляду на ринку страхування); (3) Департамент регулювання та нагляду за установами накопичувального пенсійного забезпечення (відділ пруденційного нагляду за установами накопичувального пенсійного забезпечення); (4) Департамент регулювання та нагляду за кредитними установами та бюро кредитних історій (відділ пруденційного нагляду за кредитними установами та бюро кредитних історій); (5) Департамент регулюван-

ня та нагляду за наданням фінансових послуг фінансовими компаніями (відділ пруденційного нагляду за фінансовими компаніями); (6) Комітет з питань моніторингу, пруденційного та консолідованого нагляду й інформаційної політики на фондовому ринку.

Відповідно до Концепції № 585 основними цілями здійснення пруденційного нагляду є: захист інтересів споживачів фінансових послуг, запобігання настанню неплатоспроможності та забезпечення фінансової стійкості фінансових установ через застосування відповідних корегуючих заходів. Згідно з Концепцією запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку від 12 квітня 2012 р. основними цілями пруденційного нагляду є: забезпечення реалізації єдиної державної політики, захист активів інвесторів і, як наслідок, посилення довіри інвесторів до фондового ринку України, запобігання настанню неплатоспроможності професійних учасників фондового ринку через застосування відповідних заходів. Із аналізу цих двох документів видно, що основними завданнями при впровадженні пруденційного нагляду на ринку небанківських послуг та фондовому ринку на підготовчому етапі є: 1) удосконалення існуючих форм звітності, які забезпечать надходження даних, необхідних для ефективного здійснення пруденційного нагляду (мається на увазі впровадження фінансової звітності у відповідності до Міжнародних стандартів фінансової звітності. Їх застосування дозволить уніфікувати фінансову звітність учасників ринку та зробить її більш прозорою, зрозумілою, взаємопов'язаною, що в свою чергу передбачає підвищені вимоги до повноти розкриття інформації щодо фінансових показників); 2) посилення ролі та відповідальності аудиторів (необхідність підвищення вимог до аудиторів учасників фондового ринку та небанківських фінансових установ); 3) гармонізація облікової політики (для гармонізації та співставності інформації, яка міститься в фінансових звітах учасників ринків фінансових послуг, що використовуються для складання узагальнених звітів регулятора, Нацкомфінпослуг планує провести огляд застосованих облікових механізмів та надати рекомендації щодо їх коригування. Для небанківських фінансових установ повинні бути розроблені методичні рекомендації щодо розкриття в фінансовій звітності інформації щодо загальних положень облікової політики); 4) розвиток

національної системи підготовки актуаріїв та запровадження відповідальності актуарія; 5) створення комплексної інформаційної системи Нацкомфінпослуг та НКЦПФР. Побудова ефективної автоматизованої системи прийому, обробки та аналізу даних на всіх рівнях нагляду; 6) удосконалення інституційної спроможності регулятора, підготовка кадрів, залучення фахівців іноземних регуляторів, проведення навчальних заходів в рамках проектів міжнародної технічної допомоги. На основних етапах реалізації: 1) розробка та затвердження певних пруденційних правил для страхових компаній, пенсійних фондів, кредитних спілок та професійної діяльності на фондовому ринку; 2) встановлення вимог щодо системи управління в фінансовій установі; 3) розкриття інформації небанківськими фінансовими установами; 4) виокремлення установ для здійснення індивідуального нагляду; 5) запровадження інституту рекомендацій та висвітлення найкращих практик на ринку; 6) оцінка ефективності впровадження пруденційних заходів на фондовому ринку; 7) аналіз діяльності емітентів цінних паперів.

Але на нашу думку, перелік цих завдань необхідно доповнити певними пунктами. Так, потрібно не забувати, що сучасна система ринку фінансових послуг характеризується дворівневою системою органів регулювання. Перший рівень становлять вищезазначені нами органи державного регулювання, другий рівень утворюють саморегульовані організації, створені шляхом об'єднання фінансових установ та професійних учасників ринку цінних паперів. Тому, ми вважаємо, що не можна не врахувати цей аспект і додатково пропонуємо власні завдання впровадження пруденційного нагляду, які повинні бути зазначені в концепції. До них відносяться: 1) забезпечення достатності капіталу фінансових установ; 2) уникнення створення системних ризиків при здійсненні операцій учасниками ринку фінансових послуг; 3) недопущення загрози активів клієнтів небанківських фінансових установ; 4) забезпечення ефективної взаємодії державних органів з саморегулювальними організаціями, бо норми і правила, розроблені саморегулювальними організаціями, потрібні для доповнення та деталізації норм державного регулювання; 5) необхідність розробки комплексу заходів, спрямованих на зміцнення ролі об'єднання професійних учасників фондового ринку у здійсненні контролю на рин-

ку цінних паперів і зниження інвестиційних ризиків; б) уніфікація принципів та стандартів діяльності учасників ринку фінансових послуг; 7) створення системи публічного розкриття інформації професійними учасниками фондового ринку.

Вищезазначені нами завдання пруденційного нагляду визначаються функціями, які в кінцевому рахунку виступають їх формами реалізації і реалізуються через прийняття нормативних актів. Так, до основних функцій пруденційного нагляду відносяться: (1) мінімізація ризиків в діяльності небанківських фінансових установ; (2) захисна функція, яка забезпечує інтереси вкладників (інвесторів – фізичних та юридичних осіб) у разі банкрутства фінансової установи; (3) забезпечення підтримки для фінансових установ у разі виникнення кризових ситуацій¹.

Виходячи з вищевикладеного, пруденційний нагляд, на нашу думку, можна визначити як захід впливу на діяльність суб'єктів ринку фінансових послуг, що реалізується органами, які здійснюють державне регулювання, та має на меті забезпечення стабільного та належного функціонування ринку фінансових послуг в цілому, а також захист прав споживачів фінансових послуг шляхом встановлення звітності, моніторингу та реагування відповідних органів влади на порушення норм законодавства та надання звітності.

Пруденційний нагляд передбачає обов'язкове звітування учасників ринку перед регулятором про дотримання ними необхідних показників. На нашу думку, несвоєчасне відображення та можливість подання обов'язкової фінансової звітності, приховування істотних даних, неповнота звітності та інформативна закритість є причинами для накладання адміністративно-господарських санкцій та як ознака наявності у установи більш серйозних проблем. На сьогодні рівень розкриття інформації небанківськими фінансовими установами перед споживачами та наглядовими органами не дозволяє приймати зважені рішення про користування фінансовими послугами та здійснювати ефективний. Інформація, яка міститься у звітності і розкривається суб'єктами нагляду повинна бути повною для визначення фінансового стану таких установ. Фінансова обізнаність населення щодо стану

¹ Кротюк, В.Л. Національний банк – центр банківської системи України. Організаційно-правовий аналіз [Текст] / В.Л. Кротюк. – К. : Видав. дім «Ін Юре», 2000. – С. 131.

небанківського фінансового сектора та перспектив його розвитку, діяльності фінансових установ, ризиків та переваг, пов'язаних із наданням ними фінансових послуг недостатня для прийняття обґрунтованих рішень щодо вибору фінансової послуги, оцінки рівня власних ризиків і своїх майбутніх зобов'язань. Фінансова звітність є структурованим відображенням фінансового стану та фінансових результатів діяльності суб'єкта господарювання. Метою такої звітності є надання інформації про фінансовий стан, фінансові результати діяльності та грошові потоки суб'єкта господарювання, яка є корисною для широкого кола користувачів при прийнятті ними економічних рішень. І тому, виходячи з вищевикладеного пропонуємо наступне. Встановити вимоги до фінансових установ, піднаглядних Нацкомфінпослуг, розкривати інформацію про себе та про послуги, які ними надаються, шляхом розміщення такої інформації в єдиній загальнодоступній інформаційній базі даних на сайті наглядового органу та на власних веб-сайтах у мережі інтернет з певним змістом, який необхідно визначити в законі та в порядку встановленим наглядовим органом, а саме: а) повне найменування та місцезнаходження фінансової установи; б) перелік фінпослуг, які вона надає із визначенням їх вартості; в) порядок сплати податків та зборів за рахунок споживачів та інвесторів; г) правові наслідки та порядок здійснення розрахунків з споживачами внаслідок дострокового припинення надання фінансової послуги; д) інформація про засновників установи, склад наглядової ради та виконавчого органу; е) відомості про ліцензії та отримані дозволи; ж) річна фінансова звітність; з) порушення провадження у справі про банкрутство, введення процедури санації та рішення про ліквідацію фінансової установ; і) додержання нормативів. Така інформація повинна подаватися як кожного року, так і в менший період часу, і в разі відсутності оприлюднення відомостей або несвочасного їх подання, до суб'єктів ринку фінансових послуг Нацкомфінпослуг застосовуються певні заходи впливу, а саме: адміністративно-господарський штраф, зупинення дії установи або анулювання ліцензії. Звітність як основний елемент нагляду є обов'язковою для всіх фінансових установ і урегульовується певною системою нормативно-правових актів. А саме, для страховиків – Порядок складання звітних даних страховиків (далі – Порядок № 39) від

3 лютого 2004 р., для недержавних пенсійних фондів – Порядок складання, формування та подання адміністратором недержавного пенсійного фонду звітності з недержавного пенсійного забезпечення (далі – Порядок № 674) від 27 жовтня 2011 р. для кредитних спілок – Порядок складання та подання звітності кредитними спілками та об'єднаними кредитними спілками до Нацкомфінпослуг (далі – Порядок № 177) від 25 січня 2003 р. Розглянемо окремі аспекти щодо інформації, яку містить звіт окремих суб'єктів ринку фінансових послуг. Так, Порядок № 39 визначає процедуру складання, термін подання до Нацкомфінпослуг звітних даних щодо здійснення страхової діяльності. Форми звітних даних складаються у вигляді документів, у електронній та паперовій формах. Електронна форма звітності складається та подається страховиками через веб-інтерфейс на офіційному сайті Нацкомфінпослуг в режимі он-лайн. Звітні дані страховика, що надаються у паперовій та електронній формах, повинні бути достовірними та повними (п. 2.1.). За строками складання звітність поділяється на: проміжну та річну (п. 2.2.). Проміжна складається щоквартально наростаючим підсумком із початку звітного періоду за станом на останній день кварталу. Щокварталу страховик складає такі форми звітності: а) загальні відомості про страховика; б) звіт про доходи та витрати страховика; в) звіт про страхові платежі та виплати за структурними підрозділами страховика; г) пояснювальну записку до звітних даних страховика; г) проміжну фінансову звітність (п. 2.3.). Річна звітність складається страховиком за станом на 31 грудня року, за який подаються дані. Весь цей пакет документів подається до Нацкомфінпослуг. Що стосується кредитних спілок, то відповідно до Порядку № 177, звітність, яку подає кредитна спілка до Нацкомфінпослуг, включає: річну фінансову звітність та звітні дані (п. 2). Річна звітність включає: баланс, звіт про фінансові результати, про рух грошових коштів, про власний капітал (п. 2.1.). Звітні дані включають: загальну інформацію про кредитну спілку, звітні дані про фінансову діяльність, про склад активів та пасивів, про доходи та витрати, розрахунок необхідної суми резерву покриття втрат від неповернених кредитів кредитної спілки, звітні дані про кредитну діяльність кредитної спілки, про залучені кошти від юридичних осіб (п. 2.2.1.). Звітні дані подаються в електронній та паперовій формах

(п. 2.2.3.). Звітність недержавних пенсійних фондів здійснюється на підставі Порядку № 674, яку адміністратор складає та подає до Нацкомфінпослуг в електронній та паперовій формах (п.2.5.). Електронна форма звітності складається та подається адміністратором через веб-інтерфейс на офіційному сайті Нацкомфінпослуг у режимі онлайн (п.2.6.). Звітність в паперовій формі формується у вигляді друкованих таблиць, які за складом інформації відповідають електронній формі цієї звітності (п.2.7.). До складу звітності про діяльність недержавного пенсійного фонду входять: фінансова звітність, загальні відомості про недержавний пенсійний фонд, звіт про склад, структуру та чисту вартість активів фонду, звіт про зміну чистої вартості пенсійних активів фонду, звітні дані персоніфікованого обліку учасників фонду, звітні дані про реалізацію пенсійної схеми, про результати діяльності корпоративних і професійних НПФ, звіт про склад та структуру активів НПФ, про договори, що були укладені за цінними паперами українських емітентів, які входять до складу активів НПФ, інформація щодо зміни чистої вартості одиниці пенсійних внесків (п. 3.1.). Адміністратор оприлюднює інформацію про діяльність НПФ в порядку та згідно з вимогами до складу інформації, яка підлягає оприлюдненню, встановленими Нацкомфінпослуг.

Виходячи з вищевикладеного, на нашу думку, перелік інформації, який міститься у звіті вищезазначених фінансових установ, необхідно також доповнити ще інформацією про скарги та заходи впливу, які застосовувалися до установ, про систему ризиків, які пов'язані з тим чи іншим видом діяльності, а також оприлюднення інформації щодо показників втрати коштів споживачів ринку фінансових послуг.

Підбиваючи підсумки питання пруденційного нагляду, необхідно обов'язково зазначити той факт, що при реалізації пруденційного нагляду необхідно застосовувати принцип пропорційності, що сприймається та полягає в необхідності застосування наглядових вимог до учасників ринку фінансових послуг виходячи з їх розміру, сфери діяльності, характеру проведених операцій та ризиків, притаманних цим операціям. Також при впровадженні системи пруденційного нагляду, повинна бути передбачена можливість індивідуального підходу до оцінки ризиків окремих учасників ринку або їх активів. А основним висновком необхідно ввести встановлення вимоги до

фінансових установ, піднаглядних Нацкомфінпослуг розкривати інформацію про себе та про послуги, які ними надаються, шляхом розміщення такої інформації в єдиній загальнодоступній інформаційній базі даних на сайті наглядового органу та на власних веб-сайтах у мережі інтернет з певним змістом, який необхідно визначити в законі та в порядку встановленим наглядовим органом для забезпечення захисту прав споживачів ринку фінансових послуг.

1.3. Органи, які здійснюють державне регулювання на ринках фінансових послуг та їх повноваження

1.3.1. Загальнотеоретичні питання державного регулювання ринку фінансових послуг

Наслідки виникнення фінансової кризи в Україні засвідчили той факт, що рівень державного регулювання на ринку фінансових послуг виявився недостатньо ефективним та надійним. Незважаючи на тривалий період часу, який пройшов з того моменту, питання щодо створення та розбудови системного та якісного регулювання з боку держави за фінансовим сектором України залишається і досі актуальним та проблематичним.

Перш ніж ми розглядати державне регулювання ринку фінансових послуг, з'ясуємо що ж є державне регулювання взагалі та державне регулювання господарської діяльності.

Взагалі державне регулювання з економічної точки зору визначають як система знань про сутність, закономірності дії та правила застосування типових методів та засобів впливу держави на хід соціально-економічного розвитку, спрямованих на досягнення цілей державної економічної політики¹. Деякі науковці розглядають державне регулювання як управління соціально-економічним розвитком країни, тобто

¹ Державне регулювання економіки [Текст] : навч. посіб. / С. М. Чистов, А. Є. Никифоров, Т. В. Куценко та ін. – К. : КНЕУ, 2000. – С. 14.

сукупність заходів державного впливу на об'єкти і процеси з метою певного спрямування господарської діяльності суб'єктів національної економіки, узгодження їхніх інтересів і дій для реалізації певних цілей¹. Державне регулювання – це система заходів держави задля забезпечення виконання своїх функцій². Що стосується правових поглядів, то на думку Н. Саніахметової, державне регулювання – це заснована на законодавстві одна з форм державного впливу на економіку шляхом встановлення та застосування державними органами правил, спрямованих на коригування економічної діяльності фізичних та юридичних осіб, що підтримується можливістю застосування правових санкцій при їх порушенні³. Що стосується державного регулювання господарської діяльності як лише одного із напрямів державного регулювання, то на думку І. М. Кравець регулювання господарської діяльності – це встановлення уповноваженими органами господарського керівництва умов здійснення цієї діяльності суб'єктами господарювання всіх форм власності з метою гарантування свободи підприємництва, обмеження монополізму з захисту економічної конкуренції, з одночасним здійсненням контролю за дотриманням встановлених правил, норм і застосування відповідальності за їх порушення. У свою чергу, контроль є необхідною складовою регулювання⁴. На думку О. В. Гарагонич державне регулювання господарської діяльності в ринковому господарстві можна визначити як систему типових заходів законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру, які здійснюються уповноваженими державними установами і спрямовані на скерування суб'єктів господарської діяльності в напрямі, необхідному для досягнення необхідного соціально-економічного результату⁵.

¹ Дідківська, Л. І. Державне регулювання економіки [Текст] : навч. посіб. / Л. І. Дідківська, Л. С. Головка. – 4-те вид., випр. – К. : Знання, 2004. – С. 25.

² Кундицький, О. О. До питання про сутність державного регулювання економіки [Текст] / О. О. Кундицький // Наук. вісн. НЛТУ України. Зб. наук.-техн. пр. – 2006. – Вип. 16.2. – С. 304.

³ Саніахметова, Н. Поняття державного регулювання підприємництва [Текст] / Н. Саніахметова // Укр. комерц. право. – 2005. – № 6. – С. 17.

⁴ Кравець, І. М. Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень [Текст] : монографія / І. М. Кравець. – К. : Юрінком Інтер, 2010. – С. 40–41.

⁵ Гарагонич, О. В. Теоретичні питання державного регулювання господарської діяльності [Електронний ресурс] / О. В. Гарагонич. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Yurmpo/2010_1/141-147.pdf.

Все сказане дає змогу зробити висновок, що поняття «державне регулювання» розглядається авторами через методи, засоби або заходи та мету регулювання, але, як правило, не акцентується увага на співвідношенні категорій між собою.

Розглянувши погляди науковців з економічних та правових наук щодо визначення державного регулювання та державного регулювання господарської діяльності, звернемося до законодавчого закріплення державного регулювання ринку фінансових послуг як одного із секторів державного регулювання господарської діяльності. Законодавець визначає згідно з підпунктом 10 п. 1 ст. 1 Закону № 2664¹ державне регулювання ринків фінансових послуг як здійснення державою комплексу заходів щодо регулювання та нагляду за ринками фінансових послуг з метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг та запобігання кризовим явищам.

Для більш детального та конкретного визначення поняття державного регулювання ринку фінансових послуг необхідно проаналізувати функції державних органів, які безпосередньо є регуляторами на цьому ринку. Такими органами є Нацкомфінпослуг, НКЦПФР та НБУ. Тобто, як ми бачимо, для України характерна децентралізована система державного регулювання. Функції регулятора банківської системи покладаються на НБУ, а регулювання небанківських фінансових установ здійснюється такими регуляторами як НКЦПФР та Нацкомфінпослуг.

Необхідно відмітити, що виконання зазначених нами вище функцій органів державних влади, насамперед, здійснюється шляхом реалізації певних засобів. Взагалі під засобами державного регулювання розуміють конкретний варіант впливу на суб'єкт підприємництва для досягнення тієї чи іншої мети². Стаття 12 ГК України до засобів державного регулювання господарської діяльності відносить: державне замовлення, ліцензування, патентування і квотування, сертифікація та стандартизація, застосування нормативів та лімітів, регулювання цін і тарифів, надання інвестиційних, податкових та інших

¹ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Текст] : Закон України від 12.07.2001 № 2664-III // Відом. Верхов. Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.

² Нилов, К. Н. Государственное регулирование предпринимательской деятельности [Текст] : учеб. пособие / К. Н. Нилов. – Калининград : Изд-во КГУ, 2001. – С. 19.

пільг, надання дотацій, компенсацій, цільових інновацій та субсидій. На нашу думку, сучасне державне регулювання фінансового ринку являє собою один із найскладніших процесів, який забезпечується державою шляхом виконання певних функцій і завдань із застосуванням відповідних засобів. Також, ми вважаємо, що було б доречним зазначити, що оптимальною моделлю за допомогою якої здійснювалося б належне державне регулювання за небанківськими фінансовими установами в Україні є запровадження в країні єдиного мегарегулятора, який контролює на фінансовому ринку всі операції (окрім банківських) – зі страхування, з цінними паперами та ін. та декількох регуляторів, які підпорядковуються безпосередньо основному мегарегулятору.

Також, для більш детального дослідження поняття державного регулювання ринку фінансових послуг необхідно з'ясувати, що є формами такого регулювання.

Взагалі, під формою розуміється вираження будь-якого змісту або чого-небудь іншого¹. Форма – це філософська категорія, яка означає зовнішнє вираження внутрішнього змісту. На нашу думку, під формою варто розуміти той або інший спосіб зовнішнього вираження внутрішнього змісту. Для прикладу, ми можемо здійснити порівняння системи форм і засобів регулювання ринку фінансових послуг та як окремого сегменту господарської діяльності, який в деяких аспектах перехрещуються з ринком фінансових послуг, ринок інвестиційних послуг.

Відповідно до ч. 1 ст. 12 Закону України «Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 р. № 1560-XII² формами державного регулювання інвестиційної діяльності є: а) управління державними інвестиціями; б) регулювання умов інвестиційної діяльності; в) контроль за її здійсненням усіма інвесторами та учасниками інвестиційної діяльності. В. В. Поєдинок пропонує розрізняти такі форми державного регулювання інвестиційної діяльності:

- 1) встановлення умов здійснення інвестиційної діяльності;
- 2) нагляд/контроль у сфері інвестиційної діяльності;

¹ Советский энциклопедический словарь [Текст] / гл. ред. А. М. Прохорова. – Изд. 4-е. – М. : Сов. энцикл., 1987. – С. 1427.

² Про інвестиційну діяльність [Текст] : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII // Відом. Верхов. Ради України. – 1991. – № 47. – Ст. 646.

3) гарантування прав та законних інтересів суб'єктів інвестиційної діяльності¹.

На думку О. М. Вінник, зазначені положення закону не віддзеркалюють усі форми та засоби, що застосовує держава у сфері інвестиційної діяльності взагалі і щодо державного інвестування зокрема. Як організатор господарського життя в суспільстві, в т. ч. його складової – сфери інвестування, держава застосовує такі правові форми, як:

1) нормативне регулювання (тобто встановлення правил організації та здійснення інвестування в Україні за участю суб'єктів, що функціонують на базі будь-яких форм власності – державній, комунальній; приватно-колективній);

2) поточне управління сферою інвестування (видача дозволів, ліцензій, реєстрація іноземних інвестицій, окремих видів договорів інвестиційного характеру, інвестиційних та інноваційних проєктів, проведення комплексної державної експертизи інвестиційних проєктів будівництва, створення державних приймальних комісій тощо);

3) контроль (перевірка відповідності діяльності інвесторів, виконавців та інших учасників інвестиційних відносин встановленим правилам, нормам і нормативам, виявлення правопорушень та застосування до порушників заходів впливу з метою усунення негативних наслідків неправомірної поведінки та відновлення попереднього – до вчинення правопорушення – стану інвестиційних відносин).

Застосування такої правової форми державного регулювання, як програмування та прогнозування, залежить від сфери інвестування – державний сектор економіки чи інші сектори. Щодо першого застосовується директивне планування, щодо інших секторів економіки – індикативне планування (заохочує виконавців до інвестування за пріоритетними напрямками інвестиційної діяльності)².

Виходячи з вищевикладеного, ми бачимо, що деякі науковці не завжди розмежують поняття форми та засоби, а навіть їх ототожнюють. На нашу думку, форма є зовнішнім вираженням діяльності ор-

¹ Поєдинок, В. В. Форми та засоби державного регулювання інвестиційної діяльності [Електронний ресурс] / В. В. Поєдинок. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ppip/2011_10/Poedinok.pdf. – С. 141.

² Вінник, О. М. Інвестиційне право [Текст] : навч. посіб. / О. М. Вінник. – К. : Прав. єдність, 2009. – С. 69.

ганів державної влади, які реалізують її за допомогою сукупності певних засобів та застосовуючи при цьому певні методи державного регулювання.

Відповідно до ст. 20 Закону № 2664 державне регулювання діяльності з надання фінансових послуг здійснюється шляхом:

1) ведення державних реєстрів фінансових установ і реєстрів осіб, які не є фінансовими установами, але мають право надавати окремі фінансові послуги, та ліцензування діяльності з надання фінансових послуг;

2) нормативно-правового регулювання діяльності фінансових установ;

3) нагляду за діяльністю учасників ринків фінансових послуг (крім споживачів фінансових послуг);

4) застосування уповноваженими державними органами заходів впливу;

5) проведення інших заходів з державного регулювання ринків фінансових послуг.

Згідно п. 2 ст. 12 ГК України ліцензування є одним із основних засобів регулюючого впливу держави на діяльність суб'єктів господарювання.

З аналізу норм Закону № 2664 та норм ГК України ми бачимо, що між цими двома нормами є певні протиріччя. Норма Закону визначає ліцензування як форму, а Кодекс як засіб державного регулювання. Так, на думку Д. В. Задихайло, проблема співвідношення Кодексу і підгалузевого законодавства в частині забезпечення системного та ефективного державного регулювання потребує доопрацювання¹.

Як наслідок дослідження норм діючого законодавства та поглядів науковців, можна зробити висновок, що до форм державного регулювання ринку фінансових послуг можна віднести:

1) нормативне регулювання ринку фінансових послуг (прийняття нормативних актів, визначення загальних правил здійснення та організації діяльності споживачів та учасників ринку фінансових послуг);

2) контроль (у широкому розумінні);

¹ Задихайло, Д. В. Державне регулювання ринкових відносин як актуальна юридична проблема [Текст] / Д. В. Задихайло // Укр. комерц. право. – 2005. – № 6. – С. 22.

3) управління на ринку фінансових послуг як функція державних органів (державна реєстрація фінансових установ, надання ліцензій та інших дозволів) та притягнення до відповідальності.

Виходячи з аналізу норм діючого законодавства та поглядів науковців, можна зробити висновок, що державне регулювання ринку фінансових послуг є система форм, методів державного впливу на учасників ринку фінансових послуг, заснована на принципах (засадах) господарського правопорядку, основною метою застосування яких є задоволення соціально-економічних потреб споживачів фінансових послуг та реалізація господарської діяльності учасників ринку, яка реалізуються за допомогою сукупності засобів регулювання, заснованих на діючому законодавстві та виконання функцій державних регуляторів.

Розглянуті нами вище теоретичні погляди науковців щодо форм та засобів державного регулювання, надають можливість диференціювати повноваження державних органів на ринку фінансових послуг з метою чіткого розмежування їх функцій для усунення дублювання повноважень національних регуляторів.

1.3.2. Компетенція уповноважених органів на ринках фінансових послуг

Повноваження Нацкомфінпослуг на ринках фінансових послуг. Сучасне державне регулювання ринку фінансових послуг забезпечується шляхом реалізації Нацкомфінпослуг наступних функцій відповідно до Закону № 2664 та Положення «Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг», затверджене Указом Президента України від 23 листопада 2011 р. (далі – Положення «Про Нацкомфінпослуг»)¹, а саме Нацкомфінпослуг:

¹ Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Текст] : Положення від 23.11.2011 № 1070/2011 // Офіц. вісн. України. – 2011. – № 94. – Ст. 3419.

1) розробляє і затверджує нормативно-правові акти (п. 1 ст. 28 Закону №2664 та підпункт 7 п. 3 Положення «Про Нацкомфінпослуг»);

2) здійснює реєстрацію та веде Державний реєстр фінансових установ (п. 2 ст. 28 Закону №2664 та підпункти 8, 9 п. 4 Положення «Про Нацкомфінпослуг»);

3) видає фінансовим установам відповідні дозволи, а також ліцензії на провадження діяльності з надання фінансових послуг (п. 3 ст. 28 Закону №2664 та підпункт 12 п. 4 Положення «Про Нацкомфінпослуг»);

4) установлює обов'язкові критерії і нормативи достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій, додержання правил надання фінансових послуг та інші показники і вимоги (п. 4 ст. 28 Закону №2664 та підпункт 18 п. 4 Положення «Про Нацкомфінпослуг»);

5) проводить самостійно чи разом з іншими державними органами перевірку діяльності учасників ринків фінансових послуг (п. 9 ст. 28 Закону №2664 та підпункт 36 п. 4 Положення «Про Нацкомфінпослуг»);

6) застосовує заходи впливу та накладає адміністративні стягнення у разі порушення законодавства про фінансові послуги (п. 10 ст. 28 Закону №2664 та підпункти 39, 40 п. 4 Положення «Про Нацкомфінпослуг»);

7) а також, здійснює пруденційний нагляд та інспектування (за небанківськими фінансовими установами) (ст. 29, 30 Закону №2664).

Повноваження НКЦПФР на ринках фінансових послуг. Що стоюється іншого державного органа, який здійснює регулювання на ринку цінних паперів, а саме НКЦПФР. На жаль, в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» на відміну від Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» відсутня норма яка б визначала повноваження державного регулятора на ринку цінних паперів. Чіткий перелік функцій НКЦПФР передбачається лише нормами Положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» затвердженого Указом Президента України від 23 листопада 2011 р. (далі – Положення «Про НКЦПФР»)¹. Відповідно до цього положення НКЦПФР:

¹ Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку [Текст] : Положення від 23.11.2011 № 1063/2011 // Офіц. вісн. України. – 2011. – № 94. – Ст. 3415.

1) контролює відповідно до законодавства системи ціноутворення на ринку цінних паперів (підпункт 26 п. 4);

2) встановлює ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку (підпункт 34 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

3) у встановленому нею порядку видає, переоформлює, зупиняє дію або анулює ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів та видає дублікати і копії таких ліцензій (підпункт 35 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

4) веде державний реєстр фінансових установ, що здійснюють діяльність на ринку цінних паперів (підпункт 38 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

5) встановлює правила та стандарти здійснення учасниками депозитарної системи України операцій на ринку цінних паперів та контролює їх дотримання (підпункт 52 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

6) веде єдиний державний реєстр інститутів спільного інвестування, здійснює реєстрацію цих інститутів, їх регламентів та змін до них (підпункт 57 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

7) здійснює у порядку, передбаченому законодавством, державне регулювання та нагляд за діяльністю компаній з управління активами (підпункт 112 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

8) здійснює реєстрацію випуску цінних паперів та проспектів емісії цінних паперів (підпункт 129 п. 4 Положення «Про НКЦПФР»);

9) проводить перевірки та ревізії фінансово-господарської діяльності професійних учасників ринку цінних паперів (підпункт 51 п. 6 Положення «Про НКЦПФР»);

10) вносить в разі порушення законодавства про цінні папери попередження, зупиняє на строк до одного року розміщення (продаж) та обіг цінних паперів того чи іншого емітента, дію виданих НКЦПФР ліцензій, анулює дію таких ліцензій (підпункт 61 п. 6 Положення «Про НКЦПФР»);

11) накладає на осіб, винних у порушенні вимог законодавства про цінні папери, адміністративні стягнення, а також штрафні та інші санкції аж до анулювання ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів (підпункт 64 п. 6 Положення «Про НКЦПФР»).

Повноваження НБУ на ринках фінансових послуг. Третім органом, який безпосередньо здійснює регулювання на ринку фінансових послуг (за банківськими фінансовими установами) є НБУ. До основних регулюючих функцій НБУ за банками є:

1) встановлення для банків правил проведення банківських операцій, бухгалтерського обліку і звітності, захисту інформації, коштів та майна (п. 4 ч. 1 ст. 7 Закону України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 р. № 679 (далі – Закон № 679)¹);

2) здійснення банківського регулювання та нагляду (п. 8 ч.1 ст.7 Закону № 679) у формі (ст. 66 Закону України «Про банки та банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121 (далі – Закон № 2121)²):

Адміністративне регулювання:

а) реєстрація банків і ліцензування їх діяльності;
б) встановлення вимог та обмежень щодо діяльності банків;
в) застосування санкцій адміністративного чи фінансового характеру;

г) нагляд за діяльністю банків.

II. Індикативне регулювання:

а) встановлення обов'язкових економічних нормативів;
б) визначення норм обов'язкових резервів для банків;
в) здійснює погодження статутів банків і змін до них, ліцензування банківської діяльності та операцій у передбачених законом випадках, веде державний реєстр банків;

3) видача та відкликання ліцензій, здійснення контролю, у тому числі шляхом здійснення планових і позапланових перевірок за діяльністю банків (п. 2 ч. 2 ст. 44 Закону № 679);

4) застосовування мір відповідальності до банків, юридичних за порушення правил валютного регулювання і валютного контролю (п. 4 ч. 2 ст. 44 закону № 679);

5) встановлення звітності банків перед НБУ щодо фінансової і статистичної роботи банку, його операцій, ліквідності, платоспроможності, прибутковості.

¹ Про Національний банк України [Текст] : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV // Відом. Верхов. Ради України. – 1999. – № 29. – Ст. 238.

² Про банки та банківську діяльність [Текст] : Закон України від 07.12.2000 № 2121-III // Відом. Верхов. Ради України. – 2001. – № 5. – Ст. 30.

Система державного регулювання діяльності небанківських фінансових установ та інших суб'єктів нагляду на ринках небанківських фінансових послуг на даний час знаходиться в стані постійного реформування. Прикладом того є законопроекти відповідного змісту, які зареєстровані у Верховній Раді України. А саме, це Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг № 2413а від 20.07.2015 р. та Проект Закону про внесення змін до Податкового кодексу України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг № 2414а від 20.07.2015 р. Метою даних законопроектів є скорочення кількості регуляторних та контролюючих органів на ринках небанківських фінансових послуг шляхом розподілу функцій Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, між іншими органами, що здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг.

Зміни до зазначених вище законодавчих актів передбачають передачу повноважень Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, у частині регулювання та нагляду у системі накопичувального пенсійного забезпечення, регулювання та нагляду за функціонуванням фінансово-кредитних механізмів і управлінні майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Решту повноважень Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, пропонується передати до Національного банку України. Але, поки що, ці законопроекти знаходяться на розгляді відповідного комітету.

1.3.3. Аналіз відповідності компетенції Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку принципам IOSCO

З метою формування необхідних шляхів щодо регулювання фондового ринку здійснено аналіз компетенції НКЦПФР в порівнянні

з Принципами IOSCO¹, підтриманих НКЦПФР (далі – Принципи 2010). Перелік повноважень, що порівнюються, побудовано шляхом виокремлення принципів IOSCO 2010 р., та викладення відповідного тлумачення цих принципів в Публікації IOSCO 2015 *Credible deterrence in the enforcement of securities regulation*² (далі – Публікації IOSCO 2015).

Для огляду та аналізу взяті положення публікації IOSCO щодо повноважень органу регулювання, які мінімально врегульовані або відсутні в законодавстві України. Перелік положень з публікацій IOSCO об'єднано при аналізі в групи, які відповідають один одному за спрямованістю та спрощують сприйняття відповідності принципів IOSCO в публікації IOSCO 2015 *Credible deterrence in the enforcement of securities regulation* відповідних положень та законодавстві України:

1. Суттєві засоби впливу на суб'єктів ринку цінних паперів. (Принципи 2010: Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо проведення перевірок, розслідувань та нагляду за ринком).

2. Способи та методи пруденційного нагляду. (Принципи 2010: Регуляторна система повинна забезпечувати ефективне та надійне використання повноважень з перевірок, розслідувань, нагляду та правозастосування та застосування ефективних програм з дотримання законодавства).

2.1. Розширення джерел одержання інформації для нагляду.

2.1.1. Забезпечення визнання суспільної інформації джерелом доказів правопорушення для регулятора. (Принципи 2010: В регулятивній системі повинна використовуватися інформація громадськості).

2.2. Умови та способи превентивного впливу та недопущення правопорушення.

2.2.1. Оприлюднення публічної інформації як один із засобів мінімізації ризиків регулятором. (Принципи 2010: Регулятор повинен здійснювати або робити внесок до процесу моніторингу, мінімізації та управління системними ризиками, які входять до його компетенції).

2.3. Засоби адміністративного впливу при здійсненні пруденційного нагляду.

¹ Сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/partners/international/IOSCOdocs>.

² Публікація IOSCO 2015 *Credible deterrence in the enforcement of securities regulation* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD490.pdf>.

3. Обсяги визначення компетенції регулятора. (Принципи 2010: Регулятор повинен бути операційно незалежним та підзвітним у прийнятті рішень, здійсненні своїх функцій та повноважень).

4. Механізм та процедури ефективного застосування заходів впливу. (Принципи 2010: Регулятор повинен мати відповідні повноваження, належні ресурси та здатність виконувати свої функції та покладені обов'язки).

4.1. Матеріально-технічні ресурси та правові повноваження регулятора.

4.2. Засоби адміністративного впливу за вчинене правопорушення.

4.3. Звільнення від сплати судових зборів і витрат регулятора.

5. Повноваження щодо організації екстрадиції осіб та капіталів.

6. Взаємозв'язок СРО з регулюючим органом при здійсненні нагляду на ринку цінних паперів. (Принципи 2010: Якщо в регуляторній системі використовуються саморегулювні організації (СРО), які здійснюють окремі прямі повноваження з нагляду у їх відповідній сфері компетенції, такі СРО повинні підлягати нагляду регулятора та відповідати стандартам справедливості та конфіденційності при виконанні делегованих ним обов'язків).

7. Співпраця з правоохоронними органами та іншими державними структурами. (Принципи 2010: Регулятор повинен тісно співпрацювати з правоохоронними органами)

8. Використання доказів з інших юрисдикцій та/або від інших національних регуляторів та державних органів країни регулятора. (Принципи 2010: Регулятори повинні встановлювати механізми обміну інформацією, в яких вони встановлюватимуть, коли та як вони обмінюватимуться оприлюдненою та неоприлюдненою інформацією з національними та іноземними партнерами. Регуляторна система повинна дозволяти надання допомоги іноземним регуляторам, які потребують її при виконанні своїх функцій та обов'язків).

9. Забезпечення доступу інвесторів до інформації НКЦПФР.

Посилання по тексту таблиці скорочені наступним чином: Положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» (далі – Положення), Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (далі – Закон).

Нумерація в дужках в Таблиці № 1 надана відповідно до Принципів 2010 або Публікації IOSCO 2015.

Т а б л и ц я № 1

<p>Принципи IOSCO 2010, що підтримуються НКЦПФР</p>	<p>Основні групи інструментів регулювання ринку цінних паперів та визначення компетенції регулятора для надійного впливу, передбачені в Credible deterrence in the enforcement of securities regulation IOSCO 2015</p>	<p>Існуюче регулювання компетенцій НКЦПФР в нормативно-правових актах України та концептуальні напрямки щодо змін законодавства України (з посиланням на Положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» та Закон України Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні)</p>
<p>1. Обсяг компетенції регулятора повинен містити всі засоби впливу на суб'єктів ринку цінних паперів</p>		
<p>1. Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо проведення перевірок, розслідувань та нагляду за ринком (С 10)</p>	<p>1. Існуючі компетенції НКЦПФР:</p> <ul style="list-style-type: none"> – у межах компетенції організовує перевірку діяльності пенсійного фонду, адміністратора, компанії з управління активами, зберігача, проводить перевірки виконання зобов'язань емітентом, проводить планові і позапланові перевірки ведення реєстру забезпечення іпотечних сертифікатів (п. 6 п.п. 26-28 Положення); – вилучає під час проведення перевірок на строк до трьох діб документи, що підтверджують факти порушення актів законодавства про цінні папери (п.6 п.п.54 Положення); – перевіряє діяльність інститутів спільного інвестування (п. 6 п.п.56 Положення) 	
<p>1. Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо проведення перевірок, розслідувань та нагляду за ринком (С 10)</p>	<p>– З цією метою, мають бути створені правові та регулятивні рамки, які надають регуляторним органам повноваження виявляти, розслідувати і карати за вчинення неправомірних дій та передбачать відповідні засоби, в тому числі адміністративного, цивільного (включаючи цивільно-правове стягнення), чи кримінального (включаючи квазі-кримінальні) характеру, з метою усунення причин та наслідків неправомірних дій та накладення санкцій (23)</p>	

Продовження табл. №1

	<p>Пропозиція: – здатність НКЦФР вести розслідування відносно будь-яких юридичних та фізичних осіб, які здійснюють свою діяльність на ринку цінних паперів шляхом вчинення певних дій, які спрямовані на збирання, аналіз, перевірку документів, даних, висновків експертів, пояснення осіб, доказів та іншої інформації, що є доказом у справі, з метою підготовки висновків, виявлення факту вчинення правопорушення, встановлення причин, умов та обставин, що сприяли вчиненню правопорушення, розроблення рекомендацій щодо запобігання правопорушенням у майбутньому; – проводити розслідування наявності ознак маніпулювання на фондовому ринку, використання інсайдерської інформації, інших порушень законодавства на ринку цінних паперів та про акціонерні товариства; – ввести в законодавство поняття маніпулювання на фондовому ринку</p>
--	---

2. Способи та методи пруденційного нагляду	
<p>2. Регуляторна система повинна забезпечувати ефективне та надійне використання повноважень з перевірок, розслідувань, нагляду та правозастосування та застосування ефективних програм з дотримання законодавства (С 12)</p>	<p>2.1. Розширення джерел одержання інформації для нагляду. – Потік інформації в середині регулятивного органу такий же важливий як і потік інформації між регулятивними та правозастосовчими органами. Специалізовані підрозділи, у тому числі програми нагляду та спостереження, часто виявляють неправомірні дії на ранній стадії. Рівень запобігання неправомірним діям може бути підвищений, якщо регулюючі органи передбачать засоби для того, щоб експерти та інший службовий персонал наглядового органу повідомляли про неправомірні дії правозастосовчі органи. Свчасна передача інформації правозастосовчим органам від програм нагляду та спостереження надасть регулятивним органам можливість втрутитись та запобігти вчиненню неправомірних дій та їх подальшому поширенню (42)</p>
<p>2. Існуюча компетенція НКЦПФР:</p>	<p>2.1. Встановлює: – особливості організації та проведення внутрішнього аудиту (контролю) у професійних учасниках фондового ринку (п. 4 п.п. 31 Положення); – пруденційні нормативи щодо професійних учасників фондового ринку (п.37-5 ч.1 ст. 7 Закону).</p>
<p>Пропозиція:</p>	<p>– проводити перевірки юридичних осіб, які подали заяву та відповідні документи для отримання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку, а не тільки здійснювати перевірку поданих документів для одержання ліцензії. Як варіант – проводити перевірку вибірково, в залежності від ризиковості виду діяльності</p>

Продовження табл. №1

<p>В регулятивній системі повинна використовуватися інформація громадськості</p>	<p>2.1.1. Забезпечення визнання суспільної інформації джерелом доказів правопорушення для регулятора. – Громадськість може бути корисним джерелом інформації та відомостей для виявлення неправомірних дій. Запобігання здійснення неправомірних дій можна покращити, якщо регулюючі органи будуть мати прозори, добре відомі і легко доступні механізми, для того щоб громадськість надавала інформацію та подавала скарги про підозру або фактичне вчинення неправомірних дій (40). – Централізована, добре оснащена та компетентна діяльність з розгляду інформації та скарг може стати цінним джерелом відомостей, для того щоб регулюючі органи виявляли неправомірні дії та ризики і вразливі місця для інвесторів і фінансової системи (41). – Громадські інформатори є корисним джерелом інформації. Рівень інформування може бути підвищений, якщо органи влади нададуть таким інформаторам правовий захист від негативних наслідків або завдання їм шкоди в результаті надання інформації (44)</p>	<p>2.1.1 здійснює заходи щодо налагодження діалогу з громадськістю та створення умов для участі громадян у процесі формування та реалізації державної політики (п.5 п.п. 4 Положення).</p> <p>Пропозиція: – в Законі та Положенні ввести чіткий перелік форм та способів одержання інформації від громадськості та обов'язок офіційно реагувати на такі звернення регулюючі органи</p>
--	--	---

Продовження табл. №1

<p>Регулятор повинен здійснювати або робити внесок до процесу моніторингу, мінімізації та управління системними ризиками, які входять до його компетенції (А6)</p>	<p>Примітка: Пункти 2.2, 2.3, 3 необхідно розглядати та здійснювати відповідне регулювання разом.</p> <p>2.2. Умови та способи превентивного впливу та недопущення правопорушення. – Неправомірні дії можна попередити якщо: а) дії регулятора спрямовані на розслідування і судове переслідування порушень; б) регулятор у встановлені строки повідомляє про результати виконання; г) регулятор має повноваження і дисциплінарне право для доступу до різних примусових засобів, включаючи механізми врегулювання у цивільних і кримінальних (у тому числі квазі-кримінальних) судах та добровільні угоди, виконання яких, однак, може бути здійснене в судовому порядку (65)</p>	<p>2.2. Пропозиція: – удосконалити норми про можливість НКЦФР застосовувати заходи попереджувального та профілактичного характеру з метою запобігання порушення законодавства на ринку цінних паперів та про акціонерні товариства шляхом звернення (у формі розпорядження) до учасників фондового ринку (або звертатися до суду) щодо утримання їх від дій або бездіяльності, що можуть привести до порушення законодавства на ринку цінних паперів та про акціонерні товариства. прав інвесторів.</p>
	<p>2.2.1. Оприлюднення публічної інформації – Своєчасне оприлюднення інформації про дії примусового характеру можуть стримати тих, хто збирається вчинити неправомірні дії до того як це завдасть серйозної шкоди інвесторам (109)</p>	<p>2.2.1. Існуючі повноваження: – забезпечує оприлюднення інформації про свою діяльність (п. 5 п.п. 4); – здійснює моніторинг адміністративних даних та інформації учасників ринку цінних паперів (п. 4 п.п. 160 Положення);</p>

Продовження табл. №1

		<p>– визначає за погодженням із Міністерством фінансів України, а щодо діяльності банків на ринку цінних паперів - також із Національним банком України особливості ведення бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами (п. 4 п. п. 161 Положення);</p> <p>– встановлює обсяги, склад, строки, вимоги, порядок та стандарти щодо обов'язкового розкриття інформації емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів (п. 4 п. п. 162 Положення);</p> <p>– затверджує норми і правила обліку цінних паперів (п. 4 п. п. 163 Положення);</p> <p>– визначає порядок формування (ведення), забезпечує створення та функціонування Загальнодоступної інформаційної бази даних НКЦПФР про ринок цінних паперів, порядок доступу до інформації, яка міститься у Загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР (п. 4 п. п. 165 Положення)</p>
--	--	---

Продовження табл. №1

	<p>2.3. Наділення регулятора повноваженнями для безперешкодного збору доказів (невід'ємно від п. 2.2)</p> <p>– Реагування регулятивного органу також може бути покращене, якщо регулюючі органи матимуть доступ до осіб, які приймають рішення в адміністративних і судових органах, осіб, які в ході розслідувань уповноважені видавати невідкладні і проміжні розпорядження, для того щоб, зокрема:</p> <ul style="list-style-type: none"> а) заповіяти знищення доказів; б) заморозувати активи; в) вимагати від осіб та організацій утриматись або заборонити їм певну поведінку; г) заборонити особі ведення бізнесу певним способом (75) 	
3. Наділення превентивними попереджувальними засобами впливу регулятора. (невід'ємно від п.п. 2.2, 2.3)		
<p>3.Регулятор повинен бути операційно незалежним та підзвітним у прийнятті рішень, здійсненні своїх функцій та повноважень (А 2)</p>	<p>– Неправомірні дії можна попередити, якщо регулюючі органи:</p> <ul style="list-style-type: none"> а) діють таким чином, щоб забезпечити добре сплановане та кероване регулювання; б) мають правоздатність, повноваження, ресурси та рішучість для того щоб розслідувати неправомірні дії; 	<p>3. Існуючий правовий статус НКЦПФР.</p> <p>НКЦПФР є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України (ст. 6 Закону)</p>

Продовження табл. №1

	<p>в) незалежні і вільні від неналежного політичного чи галузевого впливу; г) регулярно переглядають та оцінюють ефективність свого керування та організаційних заходів та здійснюють реформ там, де є необхідність; д) мають доступ до широкого спектру інформації, даних і показників результатів діяльності; є) мають належний рівень фінансування та доступ до кваліфікованих і досвідчених кадрів, інтелектуального капіталу та інноваційних технологій і практик; ж) слідкують за тим, що відбувається за межами сфери їхньої діяльності з метою пошуку інших інноваційних практик, що можуть бути використані для підвищення рівня стримування від вчинення неправомірних дій (111)</p>	<p>Пропозиція: – забезпечити здатність працювати незалежно від галузевих та політичних інтересів; – розширення повноважень НКЦПФР щодо інспекційної діяльності на ринку цінних паперів. Усунення перешкод на проведення візитних перевірок, обмеження щодо періодичності та тривалості перевірок, а також вимога про узгодження деяких перевірок із іншим державним органом; – передбачити в законодавстві обов'язковість проведення на вимогу НКЦПФР спільних перевірок з іншими регуляторами фінансових ринків.</p>
4. Механізм ефективного застосування заходів впливу		
<p>4. Регулятор повинен мати відповідні повноваження, належні ресурси та здатність виконувати свої функції та покладені обов'язки (А3)</p>	<p>4.1. Пропозиція: Передбачити в Законі: – належне фінансування інвестицій у технології НКЦПФР, що дасть можливість ефективно та результативно одержувати та аналізувати інформацію, і вживати заходів на її підставі. Для належного виконання своєї роботи</p>	

Продовження табл. №1

	<p>неправомірних дій, коли вони відбуваються, перешкоджання їх розповсюдженню або виявлення ризику їх виникнення шляхом використання стратегій раннього втручання. У регулюючих органів має бути достатньо повноважень для того, щоб швидко та своєчасно втрутитись, переслідувати і карати за неправомірні дії (69).</p> <p>– Велика кількість регулюючих органів сьогодні оснащені необхідної технологією, ресурсами і мають повноваження вести спостереження в режимі реального часу або близькому до реального часу. Регулюючі органи повинні враховувати, яким чином інвестування в технології та ресурси, співмірні з природою, масштабом і складністю ринків, які вони регулюють, може посилити стримування від вчинення неправомірних дій (37).</p> <p>– Товарні ринки, ринки цінних паперів, фінансові та інші спеціалізовані ринки вимагають спеціальних навичок і технологій спостереження. Регулюючі органи повинні, наскільки це можливо, враховувати виділення ресурсів на передові інструменти та інфраструктуру, які допоможуть їм виконувати свої функції (46).</p>	<p>органам регулювання ринків цінних паперів потрібні технології належного рівня. Брак належних технологій справляє дедалі несприятливіший вплив на ефективність і результативність діяльності;</p> <p>– повноваження вести розслідування та вимагати надання інформації від будь-яких юридичних або фізичних осіб;</p> <p>– надати доступ до інформації з обмеженим доступом і можливість поширювати її;</p> <p>– розглянути питання поширити в законі компетенцію НКЦФР щодо отримання інформації та застосування заходів впливу до юридичних та фізичних осіб, які не є учасниками ринку цінних паперів</p>
--	--	--

Продовження табл. №1

	<p>– Регулюючі органи повинні розуміти чи є технології, які вони використовують, достатніми для виконання поставленого перед ними завдання. Наприклад, вони могли б використовувати інноваційні інструменти, включаючи останній моніторинг ринку та програмне забезпечення, щоб виявити неправомірні дії на ринку і вжити негайних заходів у разі потреби (38).</p> <p>– Взагалі, чим більше різноманітність і гнучкість наглядових та виконавчих повноважень і інструментів для попередження неправомірних дій, тим ефективнішою буде діяльність регулятора. Це включає в себе повноваження, що надають регулюючим органам та особам, які приймають регулятивні та судові рішення, повноваження, гнучкість та дискреційне право вживати своєчасні заходи і накладати широкий діапазон грошових та грошових санкцій і засобів правового захисту (73).</p> <p>– Існують додаткові повноваження, які можуть підвищити здатність регулятора сприяти вірогідному утриманню від вчинення правопорушення. До них відносяться:</p>
--	---

Продовження табл. №1

	<p>а) обов'язкові повноваження отримувати інформацію від незареєстрованих осіб / організацій;</p> <p>б) більш широкі обов'язкові повноваження відносно зареєстрованих осіб, у тому числі обов'язкові перевірки та вилучення інформації і документів, можливість зобов'язувати осіб, які подають заяву про реєстрацію, надавати спеціальну допомогу регулятору, наприклад, вимагати від особи, яка подає заяву про реєстрацію, провести незалежний огляд або аналіз, підготувати та подати звіти про незалежні огляди, або діяти іншим чином або утриматися від здійснення дії певним чином;</p> <p>в) повноваження забороняти і карати за недотримання будь-яких вимог, встановлених регулятором, віддавати розпорядження про усунення недоліків, або призупиняти чи анулювати ліцензію або дозвіл;</p> <p>г) повноваження щодо застосування санкцій, або шляхом адміністративного впливу регулятора, або поданням заяви до суду, таких як розпорядження про усунення недоліків, санкції або догани, реституція, заморожування активів і призначення ліквідаторів або адміністраторів (76)</p>
--	--

Продовження табл. №1

	<p>4.2. Застосування заходів впливу повинно бути оперативним та таким, що припиняє подальше порушення.</p> <ul style="list-style-type: none"> – Повноваження, які можуть підвищити оперативність регулювання, включають виконавчі повноваження: а) забороняти і призупиняти діяльність осіб; б) заобігати видачі документів з метою залучення капіталу; в) накладати заборони та обмеження на діяльність господарюючих суб'єктів, наприклад, на укладення певних видів угод або на певний спосіб ведення бізнесу; г) застосовувати спеціальні умови або режим для певних активів (74) 	<p>4.2. Існуюча компетенція:</p> <ul style="list-style-type: none"> – розробляє та організовує виконання заходів, спрямованих на запобігання порушенням законодавства України про цінні папери (п. 4 п.п. 22 Положення); – визначає порядо та строки розгляду уповноваженими особами НКЦФР справ про порушення юридичними особами, громадянами та посадовими особами вимог законодавства на ринку цінних паперів (п.4 п.п. 23 Положення); – у встановленому порядку видає, переоформлює, зупиняє дію або анулює ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних (п. 4 п.п. 35 Положення); – забезпечує у межах повноважень здійснення заходів щодо запобігання корупції, контроль за їх здійсненням в апараті НКЦФР, її територіальних органах (п.5 п.п1 Положення); – порушує в судовому порядку питання про ліквідацію корпоративного інвестиційного фонду (п.6 п.п. 17 Положення);
--	---	--

Продовження табл. №1

		<p>– вносить попередження, записує на строк до одного року розміщення (продаж) та обіг цінних паперів того чи іншого емітента, дію виданих НКЦПФР ліцензій, анулює дію таких ліцензій (п. 6 п. п 61 Положення);</p> <p>– у разі порушення фондовою біржею законодавства про цінні папери, статуту та правил фондової біржі зупиняє торгівлю на ній до усунення таких порушень (п. 6 п. п. 62 Положення);</p> <p>– надсилає емітентам, особам, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондовим біржа та саморегульованим організам обов'язкові до виконання роз'яснення про усунення порушень вимог законодавства про цінні папери та вимогати надання необхідних документів відповідно до чинного законодавства (п. 6 п. п. 63 Положення);</p> <p>– накладає на осіб, винних у порушенні вимог законодавства про цінні папери, адміністративні стягнення, а також штрафи та інші санкції аж до анулювання ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів (п. 6 п. п. 64);</p>
--	--	---

Продовження табл. №1

	<p>4.3. Звільнення від сплати судових зборів та витрат. – В деяких державах регулятори ринку цінних паперів фінансуються державою. Деякі уряди визначили, що громадськість не повинна платити за невідчі і правопорушення інших. Потенційні правопорушники двічі б задумались чи порушувати закон, якщо би знали, що їх можуть зобов'язати заплатити за розслідування, судовий процес та / або кримінальне переслідування регулятором цього порушення (100)</p>	<p>4.3. Пропозиція: – звільнити НКЦПФР від судових зборів при ініціюванні судових позовів щодо застосування заходів впливу</p>
5. Повноваження щодо організації екстрадиції осіб та капіталів		
<p>5. Відсутній в Принципах 2010</p>	<p>– В деяких країнах існують повноваження переслідувати в судовому порядку за цивільні та / або кримінальні правопорушення, такі як інсайдерські операції; однак потужний стримуючий ефект можливого кримінального переслідування може бути підірваний, якщо підозрювані матимуть можливість просто покинути цю країну, щоб уникнути санкцій та / або арешту. Міжнародне співробітництво є важливим для того, щоб притягнути підозрюваних до суду (57)</p>	<p>5. Пропозиція: – запровадження механізму релатрї-ації капіталів та осіб по справам про порушення на ринку цінних паперів, та передбачити відповідні повноваження НКЦПФР при розгляді адміністративних справ, що знаходяться в її компетенції</p>

Продовження табл. №1

	<p>– Держави, в яких регулятори ринку цінних паперів беруть участь в екстрадиції осіб, та в обмеженні, заморожуванні і репатріації активів, захочуть дізнатись, як вони можуть уникнути надання притулку для активів і для людей, які стоять перед перспективою судових розглядів або обвинувачуються в порушеннях операцій з цінними паперами та фінансових операцій. Це, ймовірно, передбачає взаємодію з органами системи кримінального переслідування (58).</p> <p>– Країни повинні враховувати чи:</p> <p>а) існує адекватна правова база для екстрадиції осіб і для обмеження, заморожування і репатріації активів;</p> <p>б) порушення законодавства про цінні папери і фінансові послуги повинно бути злочином, що тягне за собою відповідну;</p> <p>в) є прозорі та ефективні процедури для реагування на запити про екстрадицію, обмежувальної поведінки, і коли це необхідно, для обмеження, заморожування і репатріації активів (59);</p>
--	---

Продовження табл. №1

	<p>– На додаток до домовленості про співпрацю в рамках ММoU, регулюючі органи повинні розглянути питання про внутрішні протоколи для співпраці з іншими регулюючими органами. Керівництво IOSCO по спільному та паралельному розслідуванню є шаблоном, який можна використати для цього. Започатковує спільне або паралельне розслідування, регулюючі органи могли б взяти до уваги заходи, які стосуються екстериторіального впливу внутрішнього виконання, нормативні та законодавчі розробки в інших юрисдикціях (60).</p> <p>– Регулюючі органи повинні також прагнути до взаємодії і співпраці в більш широкому співтоваристві регулюючих органів. Вони повинні ділитися ноу-хау та інформувати відповідні національні та міжнародні зацікавлені сторони, у тому числі законодавців та міжнародні органи, що встановлюють стандарти, такі як IOSCO (61)</p>
--	--

Продовження табл. № 1

<p>6. Взаємоз'язок СРО з регулюючим органом при здійсненні нагляду на ринку цінних паперів</p> <p>6. Якщо в регуляторній системі використовуються саморегульнівні організації (СРО), які здійснюють окремі прямі повноваження з наглядом у їх відповідній сфері компетенції, такі СРО повинні підлягати нагляду регулятора та відповідати стандартам справедливості та конфіденційності при виконанні делегованих ним обов'язків (В 9)</p>	<p>– Особливістю регулювання ринку цінних паперів, зокрема, в зрілих країнах, є широке використання СРО для моніторингу учасників бізнесу фінансових послуг. СРО відіграють все більш важливу роль у регулюванні поведінки учасників ринку. Запобігання порушень, що випливають з правозастосовчої діяльності забезпечується завдяки співпраці СРО та інших галузевих організацій з регулятором. Регулюючі органи повинні розглянути питання ведення постійного діалогу з СРО, та / або інспекціями СРО, щоб забезпечити виконання своїх регуляторних повноважень і своєчасне надання інформації щодо можливих неправомірних дій (47)</p>	<p>6. Існуючі повноваження по відношенню до СРО:</p> <p>– визначає порядок ведення та веде реєстр саморегульнівних організацій, які об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів (п. 4 п.п. 19 Положення);</p> <p>– встановлює зразок та видає свідоцтво про реєстрацію об'єднання професійних учасників фондового ринку як саморегульнівної організації (п. 4 п.п. 20 Положення);</p> <p>– встановлює порядок і реєструє саморегульнівні організації, що створюються особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів (п. 4 п.п. 21 Положення)</p>
<p>7. Регулятор повинен тісно співпрацювати з державними установами, в тому числі, з правоохоронними органами</p>	<p>7. Співпраця з правоохоронними органами та іншими державними структурами</p> <p>– Надійність виконання може залежати від зовнішніх сторін, таких, як поліція, органи кримінального переслідування та суди. Якість рішень і необхідність діяти неупереджено, об'єктивно, розважливо і оперативно – це необхідні властивості ефективної нормативно-правової бази, що стримує від вчинення неправомірних дій (63)</p>	<p>7. Існуюча компетенція:</p> <p>– співпрацює з Національним банком України і Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, щодо здійснення державного регулювання цих ринків (п.4 п.п.12 Положення);</p>

Продовження табл. №1

	<p>– Зобов'язання регулятора проводити своєчасне розслідування, кримінальне переслідування неправомірних дій та гнучке використання програм правоохоронних органів, які враховують та переймають різноманітні стратегії, слідчі інструменти і засоби кримінального переслідування, сприяє формуванню регулятивного середовища, яке стримує від вчинення неправомірних дій (64)</p>	<p>– своєчасно повідомляє Національний банк України і Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, про будь-які спостереження та висновки, необхідні для виконання покладених на ці органи обов'язків (п.4 п.п. 13 Положення)</p> <p>– надсилає до правоохоронних органів матеріали стосовно фактів правопорушень, за які передбачено адміністративну та кримінальну відповідальність, якщо до компетенції НКЦФР не входить накладення адміністративних стягнень за такі правопорушення (п.6 п.п. 42 Положення);</p> <p>– надсилає матеріали до органів Антимонопольного комітету України в разі виявлення порушень вимог антимонопольного законодавства (п. 6 п. п. 43 Положення);</p> <p>– ініціює перед Національним банком України та Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, питання про проведення перевірки фінансової установи, яка є учасником фінансової групи, та/або включення своїх представників до проведення перевірки такої фінансової установи (п. 6 п. п. 44 Положення);</p>
--	--	--

Продовження табл. №1

<p>– ініціює перед Національним банком України та Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, питання про застосування заходів впливу до фінансової установи, яка є учасником фінансової групи (п. 6 п. п. 45 Положення);</p> <p>– надсилає запити до державних органів, органів місцевого самоврядування, юридичних та фізичних осіб з метою отримання від них інформації, необхідної для підтвердження джерел походження коштів у встановлених законодавством випадках (п. 6 п. п. 46 Положення);</p> <p>– інформує Державну службу фінансового моніторингу України про виявлені порушення законодавства у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму, суб'єктами первинного фінансового моніторингу (п. 6 п. п. 48 Положення)</p> <p>– звертається до суду з позовами (заявами) у зв'язку з порушенням законодавства України про цінні папери (п. 6 п. п. 68 Положення);</p>		
---	--	--

Продовження табл. №1

		<p>– звертатися до суду із запитами щодо надання інформації про знаходження у них на розгляд справ щодо цінних паперів та корпоративного управління у зв'язку з розглядом НКЦПФР питань діяльності відповідних емітентів та професійних учасників ринку цінних паперів (п. 6 п. п. 69 Положення);</p> <p>– звертається до суду з позовом про примусове стягнення штрафів, накладених уповноваженою особою НКЦПФР (п. 6 п. п. 70 Положення).</p> <p>Пропозиція:</p> <p>– в Законі ввести обов'язок СРО інформувати громадськість про проведення розслідувань, застосування заходів впливу до учасників ринку цінних паперів, які є учасниками певної СРО</p>
8. Використання доказів з інших юрисдикцій та/або від інших національних регуляторів та державних органів країни регулятора		
<p>8. Регулятори повинні встановлювати механізми обміну інформацією, в яких вони встановлюватимуть, коли та як вони обмінюватимуться оприлюдненою та неоприлюдненою інформацією з національними та іноземними партнерами (D 14)</p>	<p>– Усвідомлення того, що регулятори цінних паперів працюють з органами кримінального переслідування та з іншими національними та міжнародними організаціями для обміну інформацією (як відкритою, так і внутрішньою) і зміцнюють свої можливості виявлення, розслідування,</p>	<p>8. Існуючі повноваження:</p> <p>– укладає в установленому законодавством порядку міжнародні договори та інші угоди з відповідними органами інших держав з питань співробітництва у сфері регулювання ринку цінних паперів (п.4 п.п.3 Положення);</p>

Продовження табл. №1

	<p>кримінального переслідування, і покарання у відповідь на правопорушення, може допомогти утримати фізичних та юридичних осіб від участі в неправомірних діях. Коли потенційні порушники дізнаються, що вони не можуть сховатися за кордоном, оскільки регулюючі органи і правоохоронні органи працюють разом, щоб не дати їм сховатися, щоб повернути доходи від незаконної діяльності і переслідувати правопорушників в судовому порядку, тоді стимулюють здійснити неправомірні дії можуть зменшитись. Національні та міжнародні механізми співпраці, такі як Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння (ММОУ) IOSCO при використанні всіх їхніх можливостей допомогти розслідуванню, судовому процесу та кримінальному переслідуванню, можуть переконати можливих порушників в тому, що не слід брати участь у неправомірних діях, оскільки вони знають, що спроби приховати докази, гроші, або сховатись самому в іноземній юрисдикції, скоріш за все, не вдасться (49)</p>	<p>– здійснює міжнародне співробітництво з відповідними органами і неурядовими організаціями іноземних держав та міжнародними організаціями у частині обміну досвідом та інформацією, пов'язаними з регулюванням фондового ринку та корпоративного управління (п. 4 п. п. 4 Положення);</p> <p>– співпрацює з органами нагляду іноземних держав з метою здійснення нагляду на консолідованій основі (п. 4 п. п. 15 Положення)</p> <p>– у рамках міжнародного співробітництва на умовах взаємності надає та одержує інформацію з питань функціонування ринку цінних паперів і похідних (деривативів), а також професійних учасників фондового ринку (п. 6 п. п. 47 Положення);</p> <p>Пропозиція:</p> <p>– в Законі здійснити перегляд спосібів і методів участі НКЦПФР в інформаційних відносинах та зміна пов'язаних з цим норм законодавства.</p>
--	--	--

Продовження табл. №1

	<p>– Можна стримати від вчинення не- правомірних дій, коли регуляторні органи:</p> <p>а) взаємодіють і співпрацюють з націо- нальними та міжнародними галузеви- ми органами, СРО, іншими регуля- торами, правоохоронними органами та органами прокуратури з метою підвищення ефективності правозас- тосування та виконання регулятивних повноважень;</p> <p>б) вживають необхідних заходів для виконання передумов для під- писання IOSCO MMoU, у тому числі усунення правових перешкод для об- мину інформацією, взаємодії та спів- праці;</p> <p>в) докладають зусилля щодо спри- яння ратифікації та імплементації органами влади міжнародних конвен- цій, договорів і угод, які підвищують ефективність національних правозас- тосовчих програм;</p> <p>г) розглядають інші офіційні канали для обміну інформацією;</p> <p>д) обмінюються інформацією про не- правомірні дії і нові та існуючі ризики у сфері правозастосування;</p>
--	--

Продовження табл. №1

	<p>є) мають централізовану і ефективну процедуру для своєчасного визначення пріоритетів та виконання запитів про надання інформації від інших регуляторних органів;</p> <p>ж) приймають участь у національних і міжнародних форумах з метою зміцнення потенціалу та ефективності правозастосування (50).</p> <p>– Двосторонні та багатосторонні підходи до правозастосування приводять до результатів правозастосування, яких не можна було б досягнути за допомогою тільки односторонніх дій. В даний час приймаються спільні правозастосовні заходи для боротьби з глобальними неправомірними діями (51).</p> <p>– Регулюючі органи повинні розглядати всі правові можливості, щоб забезпечити ефективне внутрішнє і глобальне співробітництво і співпрацю та зберегти і зміцнити ринки цінних паперів всередині країни і по всьому світу. Вони повинні сприяти розвитку і мати доступ до необхідних правозастосовних інструментів як на внутрішньому, так і на глобальному рівнях</p>
--	--

Продовження табл. №1

	<p>Ці інструменти повинні забезпечити правову основу для обміну інформацією про нові та існуючі ризики, а також, коли це дозволено, сприяти здійсненню правозастосовних повноважень (наприклад, проведення обов'язкових опитувань або забезпечення видання розпоряджень про заморожування активів) у разі вчинення транскордонних неправомірних дій. Крім того, неформальні організації регуляторів є корисними, особливо для раннього виявлення та швидкого реагування на проблеми (52).</p> <p>– Проведення транскордонних розслідувань є складним завданням, яке ще більше ускладнюється наявністю правових і культурних відмінностей між юрисдикціями (53).</p> <p>– Міжнародні угоди, такі як IOSCO MMoU, є каталізатором того, щоб потенційні правопорушники відмовлялись від здійснення протиправної діяльності, тому що вони сприяють обміну інформацією і співпраці, що в кінцевому рахунку може привести до виявлення і судового переслідування за незаконну поведінку та повернення незаконних доходів (54)</p>
--	--

Продовження табл. №1

	<p>– Незважаючи на те, що в даний час існує серйозна співпрацю між банками регуляторами цінних паперів, зокрема співпраця, якій сприяє IOSCO MMoU, всі юрисдикції можуть шукати додаткові шляхи для покращення співпраці, а отже і для запобігання вчиненню неправомірних дій. Наприклад, регулюючим органам слід розглянути питання про скорочення обмежень своїх можливості длитись інформацією з колегами в середині країни та за кордоном. IOSCO зайнявся проблемою усунення цих перешкод, заохочуючи тих регуляторів цінних паперів, які не підписали MmoU, внести поправки в свої правові рамки і приєднатися до тих, хто його підписав. IOSCO також закликає регуляторів бути відданими духу і букві Принципів IOSCO та домовленостей про співпрацю, закріплених в MMoU, який заснований на концепції забезпечення повної допустимої допомоги (55)</p>
--	---

Продовження табл. №1

	<p>– Крім підписання IOSCO МмоU, країни повинні розглянути те, як можна посилити стримування, виступаючи стороною, ратифікуючи та імплементуючи міжнародні конвенції, договори, угоди і домовленості, які підвищують ефективність програм і сприяють взаємодії в регуляторній сфері. Регулюючі органи повинні розглянути можливість проведення консультацій з відповідними органами, які мають право укладати такі конвенції, договори, домовленості і угоди про взаємну допомогу, які забезпечують правову основу для передачі доказів між юрисдикціями для використання їх у переслідуванні та судовому розгляді (56).</p> <p>– Велика частина роботи IOSCO фокусується на міжнародному співробітництві між регулюючими органами. Однак регулюючим органам необхідно враховувати те, як розвинені й ефективні заходи внутрішнього стримування можуть посилити стримування від вчинення правопорушення. Ефективна співпраця між регулюючими,</p>
--	---

Продовження табл. №1

	<p>правозастосовчими органами, органами прокуратури та іншими органами може привести до кращих правозастосовчих результатів, які, скоріш за все, зможуть запобігти вчиненню неправомірних дій в майбутньому. Таке співробітництво могло би включати:</p> <p>а) двосторонні та / або багатосторонні угоди, які забезпечують пряму і своєчасну інформацію, допомогу, координацію і співробітництво між регулюючими органами, підрозділами фінансової розвідки, поліцією, прокуратурою та іншими відповідними органами влади і державними установами;</p> <p>б) заходи щодо розвитку потенціалу відповідних органів влади, які повинні займатися питаннями труднощів правозастосування і регулювання в цілому; та</p> <p>в) належну співпрацю з бізнесом та СРО з метою попередження та розгляду порушення галузевих та регулятивних норм (62)</p>
--	---

Закінчення табл. №1

9. Забезпечення доступу інвесторів до інформації	
<p>9. Необхідно забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншої інформації, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами (Е 16)</p>	<p>– Для регулятивних органів інформування і попередження громадськості про шахраїв та інші шахрайські дії – звичайна практика. Деякі регулятори використовують інноваційні та сміливі практики для освіти, інформування і попередження громадськості про потенційне і існуюче шахрайство (103)</p>
<p>9. Існуючі повноваження: – забезпечує оприлюднення інформації про свою діяльність (п. 5 п. 4 Положення); – встановлює вимоги, порядок та стандарти щодо обов'язкового розкриття інформації емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, забезпечує створення інформаційної бази даних про ринок цінних паперів відповідно до чинного законодавства (п. 15 ч. 2 ст. 7 Закону)</p>	<p>Пропозиція: – в Законі зобов'язати кожного професійного учасника ринку цінних паперів мати свій веб-сайт, на якому було б ясно та зрозуміло викладена вся необхідна інформація для споживачів відносно інвестування своїх коштів. Важливою є інформація щодо нормативів платоспроможності та фінансової стабільності професійних учасників фондового ринку, яка є зрозумілою для інвесторів і повинна бути підтверджена аудиторським висновком та опублікована на веб-сайті такого учасника, в такому обсязі, який є достатнім для самостійного аналізу інвестором</p>

РОЗДІЛ 2

ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТУВАННЯ ТА ФОРМУВАННЯ АКТИВІВ ПРИ ІНВЕСТУВАННІ

2.1. Рейтингування емітентів та цінних паперів

Сучасні вимоги ринку цінних паперів потребують прозорості та бостовірності інформації, яка повинна бути доступною як для професійних учасників ринку, так і для інших суб'єктів господарської діяльності, негосподарюючих суб'єктів, та інших, заінтересованих осіб.

Щорічне зростання кількості професійних учасників фондового ринку призводить до того, що споживачам ринку цінних паперів необхідно мати доступ до інформації, яка стосується діяльності цих установ і містить орієнтири для інвестування. Тому, ефективна система показників і індикаторів розвитку ринку цінних паперів повинна відображати реалії самого ринку, й відповідати вимогам користувачів таких показників і створювати передумови щодо збільшення зацікавленості ринку з боку потенційних споживачів та інвесторів. Проблема постає не тільки у недостатності прозорості і відкритості професійних учасників у взаєминах із споживачами ринку цінних паперів, відсутності належної поінформованості. Недоліком, переважно для фізичних та юридичних осіб, які спрямовують власні кошти до фондового ринку з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту, є відсутність належної публічної інформації для мінімізації ризиків, що можуть виникнути з їх власними коштами.

Серед системи засобів та видів діяльності впливу на фондовому ринку по окремих з них виникають проблеми реалізації господарсько-правового регулювання, а саме, відносно рейтингової діяльності та лістингу, які і є саме тими орієнтирами для інвесторів.

Враховуючи низький рівень фінансової прозорості та інформаційної відкритості переважної більшості вітчизняних компаній, з метою підвищення стандартів розкриття інформації та зниження рівня фінансових ризиків для потенційних інвесторів, державою застосовується ряд заходів щодо розбудови ефективної системи рейтингування. Особливо важливим є застосування таких умов захисту на ринку цінних паперів.

Відповідно до Законів України: «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР (далі – Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»), «Про страхування» від 07.03.1996 р. № 85/96-ВР (далі – Закон «Про страхування»), «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI¹ (далі – Закон «Про ІСІ»), «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057-IV (далі – Закон «Про недержавне пенсійне забезпечення»), а також згідно з Порядком оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності Національного банку України або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань схваленим Постановою правління Національного банку України № 732 від 26.10.2015р.,² в Україні, в окремих випадках, передбачається обов'язкове визначення та врахування рейтингової оцінки.

Як правильно відмічається в наукових джерелах, питання визначення рейтингової оцінки емітентів, створення методики рейтингової оцінки емітентів на основі регулярної річної інформації недостатньо розроблені як у теоретичному, так і в методично-практичному аспектах. Багато публікацій, зокрема представників рейтингових агентств, мають переважно описовий характер, усебічно не розкривають суті рейтингової оцінки, а дослідження вчених присвячені різним напрямкам та підходам до рейтингування, резуль-

¹ Про інститути спільного інвестування [Текст] : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 63. – Ст. 2569.

² Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності Національного банку України або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань [Електронний ресурс] : затв. Постановою Правління НБУ від 26.10.2015 № 732 // Система інформаційно-правового забезпечення ЛІГА:ЗАКОН.

тати якого наводяться не за впроваджуваною Національною рейтинговою шкалою¹.

Разом з тим, відмічається, що визначення рейтингової оцінки на практиці базується на аналізі кількісних показників діяльності підприємства (коефіцієнтів фінансового стану) та якісних показників, вибір яких здійснюється (а кількість встановлюється) самостійно кожним суб'єктом рейтингування. Склад і питома вага цих показників у рейтингових методиках є різними і викликають дискусію. Наприклад, Всесвітній економічний форум буде рейтинг країн за показниками, де лише одна третина – статистичні показники, а дві третини – експертні оцінки, одержані шляхом опитувань. Рейтингування Міжнародного інституту розвитку менеджменту проводиться на основі зворотного співвідношення: дві третини – статистика й одна третина – експертні оцінки, Дослідження Центру по інноваціях компанії «Emst & Young» показали: рішення, яке приймається інвесторами щодо купівлі або продажу конкретного цінного паперу, на 30% базується на аналізі нефінансових якісних показників².

Якщо розглядати окремих суб'єктів рейтингування, то найпоширенішим способом отримання інформації про стан професійних учасників страхового ринку є рейтинги за типом ранжирування. Такі рейтинги мають вид таблиць або списків, в яких проводиться ранжирування об'єктів рейтингування за певними критеріями (об'єму активів, власному капіталу, страховим платежам і виплатам, розміру страхових резервів, перестраховувальними платежами). У світовій практиці такий вид рейтингу прийнято називати ренкінгом або лістингом³. В Україні, наприклад, Харківським національним економічним університетом і Харківським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку під керівництвом

¹ Притула, Н. І. Кредитно-рейтингова оцінка як інструмент ринку цінних паперів [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Н. І. Притула ; Держ. вищ. навч. закл. «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». – Суми, 2008. – С. 1–2.

² Внукова, Н. Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів [Текст] / Н. Внукова, Н. Притула // Економіка України. – 2007. – № 10 (551). – С. 40.

³ Внукова, Н. М. Методичні підходи до оцінки фінансової надійності страховиків [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Притула // Вісн. Київ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. Економіка. – 2009. – № 113–114. – С. 4–5.

д.е.н., проф. Н. М. Внукової була розроблена методика кредитно-рейтингової оцінки емітентів. Розроблена методика була адаптована до особливостей діяльності страхових компаній, у якій використовуються дві групи показників – кількісні і якісні¹.

Законодавство та практика передбачають випадки обов'язкового та добровільного рейтингування. Як відмічає С. Мошенський, використання обов'язкового рейтингування викликало немало критики. Основний аргумент проти обов'язкового рейтингування полягає в тому, що воно спотворює ринковий принцип взаємодії емітента та інвестора, оскільки емітент має право вирішувати, чи потрібен йому рейтинг, а інвестор – чи довіряє від емітенту без рейтингу (а також, чи довіряє він рейтингу в цілому). Якщо ж наявність рейтингової оцінки є обов'язковою умовою, то довіра втрачається².

В цілому, можна вважати, що для фінансових ринків що формуються, перспективним є створення національної системи незалежних рейтингових агентств по європейській моделі, які будуть працювати за національною рейтинговою шкалою та на базі принципу добровільності, що дасть змогу ефективно вирішувати задачі, що стоять перед системою кредитного рейтингування³.

Розглянемо приклади розрахунку та використання рейтингів.

Згідно ст. 4¹ Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», обов'язкового визначення рейтингової оцінки потребують:

- 1) підприємства, у статутних капіталах яких є державна частка;
- 2) підприємства, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави;
- 3) підприємства, які займають монопольне (домінуюче) становище.

Також, відповідно до зазначеної статті, якщо інше не встановлено законом, визначення рейтингової оцінки потребують усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть

¹ Внукова, Н. М. Методичні підходи до оцінки фінансової надійності страховиків [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Притула // Вісн. Київ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. Економіка. – 2009. – № 113–114. – С. 6.

² Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 150.

³ Там само.

розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

Таким чином, стоїть питання про порядок врахування в господарській діяльності наступних рейтингів:

- кредитний рейтинг емітентів,
- кредитний рейтинг активів,
- кредитний рейтинг банків (при розміщенні депозитів та управлінні цінними паперами).

Окремими законами для суб'єктів господарювання встановлюються деякі в випадки рейтингування.

Згідно ст. 31 Закону України «Про страхування», обмеження щодо максимальних обсягів активів кожної категорії, вимоги до якості таких активів, вимоги щодо наявності та рівня кредитного рейтингу активів певних категорій та/або банків та емітентів цінних паперів, у яких розміщуються кошти страхових резервів, встановлюються в Положенні про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя, затвердженому розпорядженням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (далі – Держфінпослуг) № 741 від 08.10.2009 р.¹, (далі – Положення Держфінпослуг № 741). Відповідно до розділу III Положення Держфінпослуг № 741 передбачено, що кредитний рейтинг банківської установи, в якій розміщені активи страховика, що включаються до суми прийнятих активів із метою дотримання нормативу достатності активів, повинен відповідати інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою. Крім того, відповідати інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою повинен кредитний рейтинг цінних паперів, емітованих в Україні, які включаються до суми прийнятих активів із метою дотримання нормативу достатності активів.

¹ Положення про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів, якими представлені страхові резерви з видів страхування, інших, ніж страхування життя [Текст] : затв. розпорядженням Держ. комісії з регулювання ринків фін. послуг України № 741 від 08.10.2009 // Офіц. вісн. України. – 2009. – № 91. – Ст. 3097.

Закон «Про недержавне пенсійне забезпечення» також встановлює вимоги до складу активів недержавних пенсійних фондів. В ст. 47 цього Закону зазначено, що пенсійні активи у цінних паперах складаються з:

- акцій українських емітентів, які відповідно до норм законодавства пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає вимогам, установленим Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку;

- облігацій українських емітентів, кредитний рейтинг яких відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою, або які відповідно до норм законодавства пройшли лістинг на фондовій біржі, що відповідає вимогам встановленим НКЦПФР;

- цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, при цьому встановлення вимог до рейтингу зовнішнього боргу та визначення рейтингових компаній здійснюються НКЦПФР;

- облігацій іноземних емітентів з інвестиційним рейтингом, визначеним відповідно до пункту 3 цієї частини;

- акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, або у торговельно-інформаційній системі НАСДАК (NASDAQ). Емітент цих акцій повинен провадити свою діяльність не менше ніж протягом 10 років і бути резидентом країни, рейтинг зовнішнього боргу якої визначається відповідно до пункту 3 цієї частини.

При цьому пенсійні активи пенсійного фонду не можуть включати цінні папери, які не пройшли лістинг на фондовій біржі, крім випадку, якщо кредитний рейтинг облігацій відповідає інвестиційному рівню за Національною рейтинговою шкалою. Також, купівля-продаж акцій, облігацій українських емітентів особами, що здійснюють управління активами пенсійного фонду, провадиться виключно на фондовій біржі з дотриманням вимог цього Закону.

Використання рейтингів передбачено і в ст. 48 Закону «Про ІСІ».

Зупинимося на одному з актуальних і проблемних в сучасних умовах випадків рейтингування учасників ринку цінних паперів при спільному інвестуванні.

В статті 48 Закону «Про ІСІ», зазначено, що активи інститутів спільного інвестування (далі – ІСІ) не можуть включати облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більш як 20 відсотків вартості активів ІСІ.

В ст. 48 Закону «Про ІСІ» зазначено, що активи ІСІ не можуть включати кошти і банківські метали, розміщені на поточних і депозитних рахунках у банках, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більш як 20 відсотків вартості активів ІСІ (пункти 5, 6 ст. 48 Закону «Про ІСІ»).

Також, відповідно до ст. 68 Закону «Про ІСІ», банк, який є зберігачем активів ІСІ (крім венчурного фонду) у формі цінних паперів, повинен мати кредитний рейтинг не нижче інвестиційного рівня, що визначений уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

Наступне обмеження встановлено для спеціалізованих ІСІ. Відповідно до ст. 7 Закону «Про ІСІ», інститути спільного інвестування вважаються спеціалізованим, якщо вони інвестують активи виключно у визначені Законом «Про ІСІ» класи активів. До спеціалізованих ІСІ належать інвестиційні фонди таких класів: фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облігацій, фонди акцій, індексні фонди, фонди банківських металів. В ст. 48 Закону «Про ІСІ» передбачено вимоги до складу спеціалізованих ІСІ. Зазначено, що таким ІСІ забороняється придбавати або додатково інвестувати в облігації підприємств та облігації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою.

Отже, відповідно до вище викладеного огляду нормативно-правових актів України, можна зробити висновок, що на сьогоднішній день обов'язкового визначення рейтингової оцінки потребують:

– емісійні публічні цінні папери – облігації підприємств; облігації місцевих позик, іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати (ч. 24 ст. 48 Закону «Про ІСІ»);

– цінні папери, в які розміщено кошти страхових резервів або недержавних пенсійних фондів (кошти страхових резервів – ч. 30 ст. 31 Закону «Про страхування»; кошти недержавних пенсійних фондів – ч. 2 ст. 47 Закону «Про недержавне пенсійне забезпечення»);

– облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик, в які розміщено кошти ІСІ (Закон «Про ІСІ» ч. 24 ст. 48);

– підприємства, які мають стратегічне значення для економіки та держави; у статутних фондах яких є державна частка; які займають монопольне (домінуюче становище) (Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» п. 2 ч. 11 ст. 4¹);

– банківські установи, в яких розміщено кошти страхових резервів, кошти ІСІ, а також такі, що є зберігачами активів ІСІ (крім венчурних фондів) у формі цінних паперів (Закон «Про ІСІ» п. 2 ч. 5 ст. 68);

– усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою (ч. 13 ст. 4¹ Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»).

Щодо предмету рейтингової діяльності, то можливо відмітити наступне:

З точки зору результату діяльності, в Законі «Про державне регулювання ринку цінних паперів» надаються визначення, які характеризують результат діяльності рейтингових агентств:

Кредитний рейтинг – це умовний вираз кредитоспроможності об'єкта рейтингування в цілому та/або його окремого боргового зобов'язання за національною шкалою кредитних рейтингів;

Рейтингова оцінка емітента – характеризує рівень спроможності емітента цінних паперів своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями відносно боргових зобов'язань інших позичальників;

Рейтингова оцінка цінних паперів емітента – характеризує рівень спроможності позичальника (емітента) своєчасно та у повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами.

Процедура діяльності з визначення кредитного рейтингу (рейтингування) визначається як діяльність з надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямована на визначення кредитоспроможності об'єкта рейтингування, яка може бути проведена рейтинговим агентством.

В «Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання», затвердженій розпорядженням КМУ № 208-р від 01.04.2004 р.¹ (далі – Концепція № 208-р), також визначаються кредитний рейтинг та рейтингова оцінка емітента, зміст яких тотожний визначенням в Законі «Про державне регулювання ринку цінних паперів», але додатково пояснюється, що кредитний рейтинг боргового інструменту може бути як нижчим, так і вищим від рейтингу позичальника (за наявності обставин, що зменшують кредитний ризик, – застави, гарантії, що надаються третьою особою).

На наш погляд, наведене формулювання кредитного рейтингу та рейтингової оцінки не надають змоги охарактеризувати правове поняття та критерії (риси такого поняття).

Тому, виходячи з мети рейтингування, принципів діяльності кредитно-рейтингових агентств (далі – КРА), можливо сказати, що кредитний рейтинг емітента або боргового (фінансового) інструменту є показником (індексом), який розраховується на підставі відповідних даних фінансової звітності, планово-економічних показників, інформації щодо стану корпоративного управління емітента та інших параметрів, які використовуються кредитно-рейтинговими агентствами в прийнятих та оприлюднених методах рейтингування.

Фактично, примірний перелік дій з цінним папером, які впливають на оцінку цінного паперу, передбачений в Правилах визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, але він не є вичерпним,

¹ Концепція створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання [Текст] : затв. Розпорядженням Каб. Міністрів України № 208-р від 01.04.2004 // Офіц. вісн. України. – 2004. – № 14. – Ст. 976.

тому що договором між КРА та емітентом можуть бути передбачені додаткові підстави. Для дослідження важливо, що, відповідно до п. 10.3 Правил визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, затверджених рішенням ДКЦПФР № 1042 від 21.05.2007 р.¹, суб'єкт рейтингування повинен надати рейтинговому агентству факти листингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі, що є підтвердженням непоширених випадків впливу лістингу на рейтинг.

Наведені приклади з окремими інституційними інвесторами, перелік понять об'єктів рейтингування на ринку цінних паперів, свідчать про відсутність чіткого нормативного закріплення співвідношення таких категорій як «кредитний рейтинг емітента», «рейтинг цінного паперу», «рейтингова оцінка», «лістинг», та їх узгодженого впливу на інвестиційну політику учасників ринку цінних паперів.

У зв'язку з цим, метою стає аналіз правового механізму рейтингування на ринку цінних паперів, в тому числі, при обов'язковому встановленні рейтингу, органів та суб'єктів рейтингової діяльності, об'єкт та основні положення методик рейтингування та відображення цих питань в законодавстві.

Фактично, на ринку цінних паперів конкретизуються і постають цілі здійснення рейтингування об'єктів нижчого рівня (у порівнянні з макрорівнями: економіки, галузей). Саме для визначення інвесторами інвестиційної привабливості об'єктів кредитного ризику в розрізі регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання схвалена Концепція № 208-р, відповідно до якої в Україні запроваджено рейтингову оцінку для визначення інвесторами інвестиційної привабливості об'єктів кредитного ризику в розрізі регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання.

Разом з тим, слід відмітити, що, європейське законодавство формується під впливом інших цілей рейтингування. Основна мета присвоєння кредитних рейтингів, відповідно до Регламенту ЄС № 1060/2009 Європейського парламенту та Ради Європи від 16.09.2009 р. «Про

¹ Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою [Текст] : затв. рішенням ДКЦПФР № 1042 від 21.05.2007 // Офіц. вісн. України. – 2007. – №43. – Ст. 1742.

кредитно-рейтингові агенції»¹ (далі – Регламент ЄС № 1060/2009), полягає в захисті стабільності послуг фінансових ринків та інтересів інвесторів.

Особливості створення системи рейтингування проявляються і в структурних елементах такої системи.

Базовим нормативним документом для формування національної системи рейтингування можна вважати Концепцію № 208-р. Пізніше, Постановою КМУ № 665 від 26. 04.2007 р.² затверджено Національну рейтингову шкалу, яка визначає критерії дослідження під час проведення рейтингової оцінки з метою виявлення ступеня кредитного ризику, пов'язаного з об'єктом оцінки. Така оцінка оформлюється як кредитний рейтинг.

Учасниками національної системи рейтингування є такі органи та суб'єкти.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка відповідно до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та покладених на неї завдань здійснює регулювання діяльності уповноважених рейтингових агентств, зокрема, видає уповноваженим рейтинговим агентствам «Свідоцтво про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств», визначає перелік міжнародних рейтингових агентств, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів, встановлює порядок ведення та веде Державний реєстр уповноважених рейтингових агентств, встановлює правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною шкалою, встановлює порядок подання рейтинговим агентством інформації до Комісії, встановлює відповідність рівнів рейтингових оцінок за шкалою міжнародних рейтингових агентств рівням за Національною шкалою та узагальнює досвід та практику діяльності рейтингових агентств і забезпечує публічність визначених рейтингових оцінок.

¹ Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009R1060&qid=1454338833411>.

² Національна рейтингова шкала [Текст] : затв. Постановою Каб. Міністрів України від 26.04.2007 № 665 // Офіц. вісн. України. – 2007. – № 32. – Ст. 1294.

В державах-членах ЄС компетенція органів уповноважених, регулювати діяльність кредитно-рейтингових агентств, передбачена в тому числі в статтях 23, 24, 27, 28, 34, 36 Регламенту ЄС 1060/2009:

1) Компетентний орган не втручається у зміст кредитних рейтингів або методологій.

2) Компетентні органи користуються всіма наглядовими повноваженнями та повноваженнями здійснювати розслідування, необхідними для виконання ними своїх функцій.

3) Якщо компетентний орган країни-члена агенції встановив, що кредитно-рейтингова агенція порушує зобов'язання, що випливають з Регламенту ЄС 1060/2009, вона може вжити наступних заходів:

– зняти кредитно-рейтингову агенцію з реєстрації відповідно до ст. 20 Регламенту ЄС 1060/2009;

– тимчасово заборонити кредитно-рейтинговій агенції присвоювати рейтинги на всій території Євросоюзу;

– призупинити використання для регуляторних цілей кредитні рейтинги, присвоєні цією кредитно-рейтинговою агенцією на всій території Євросоюзу;

– вжити належних заходів для забезпечення того, щоб кредитно-рейтингова агенцією постійно відповідала законодавчим вимогам;

– публікувати офіційні сповіщення;

– передавати справи для кримінального розслідування у відповідні національні органи.

4) Компетентні органи без затримки повідомляють один одному інформацію, необхідну для виконання ними своїх зобов'язань відповідно до Регламенту ЄС 1060/2009.

5) Компетентні органи можуть укладати угоди про співробітництво в галузі обміну інформацією з компетентними органами третіх країн.

6) Країни-члени встановлюють правила відносно штрафних санкцій, що застосовуються у разі порушень положень Регламенту ЄС 1060/2009.

7) Країни-члени забезпечують своєчасне розкриття компетентними органами інформації для громадськості про кожний випадок накладення штрафних санкцій за порушення положень Регламенту ЄС 1060/2009, якщо таке розкриття не буде наражати на серйозну небезпеку фінансові ринки або не завдасть непропорційної шкоди всім зацікавленим сторонам.

Рейтингування здійснюють в Україні рейтингові агентства.

Рейтингове агентство – це юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, пов'язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів¹.

Регулювання діяльності рейтингових агентств на ринку цінних паперів здійснюється відповідно такими основними нормативно-правовими актами: Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»; Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, затверджені рішенням ДКЦПФР № 1042 від 21.05.2007 р; Порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, затверджене рішенням ДКЦПФР № 444 від 23.06.2006 р.²; Порядок подання інформації уповноваженими рейтинговими агентствами, затверджений рішенням НКЦПФР № 1767 від 11.12.2012 р.³

В Україні діє інститут уповноважених рейтингових агентств, які мають право визначати рейтингові оцінки, отримання яких є обов'язковим відповідно до чинного законодавства України. Що стосується визначення уповноваженого рейтингового агентства, то таким є агентство, яке стало переможцем конкурсу з визначення рейтингових агентств, уповноважених на проведення рейтингової оцінки, який проводиться НКЦПФР. Так, наприклад, відповідно до затвердженого рішенням № 236 ДКЦПФР від 01.06.2004 р. Положення «Про умови конкурсу щодо визначення агентств, уповноважених на про-

¹ Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Рейтингове агентство [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/rateagencies>.

² Порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств [Текст] : затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку № 444 від 23.06.2006 // Офіц. вісн. України. – 2006. – № 28. – Ст. 2071.

³ Порядок подання інформації уповноваженими рейтинговими агентствами [Текст] : затв. рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1767 від 11.12.2012 // Офіц. вісн. України. – 2013. – № 4. – Ст. 121.

ведення рейтингової оцінки» було проведено перший конкурс з відбору уповноважених рейтингових агентств в результаті якого ТОВ «Кредит-Рейтинг» було визнано переможцем. На сьогоднішній день, діє «Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств» № 364 від 23.03.2015 р.¹ та існує вже шість національних рейтингових агентств.

Також, в Україні рішенням ДКЦПФР «Про затвердження переліку міжнародних рейтингових агентств, визнаних Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку» № 198 від 22.02.2006 р. до визнаних міжнародних агентств віднесено Fitch Ratings (Сполучені Штати Америки), Moody's Investors Service (Сполучені Штати Америки), Standard and Poog's (Сполучені Штати Америки). Відмічається, що такі рейтингові агентства орієнтовані, насамперед, на великий бізнес та емітентів, які виходять на зовнішні ринку капіталу. Вітчизняні емітенти, які залучають кошти на внутрішньому ринку, більш зацікавлені у кредитних рейтингах за національною шкалою від уповноважених національних рейтингових агентств.

Додатково до розглянутих законодавчих умов регулювання рейтингування необхідно враховувати фактори та передумови організації рейтингової діяльності.

По-перше, якість рейтингу (відповідність рейтингу реальному кредитному ризику) є основним показником ефективності роботи рейтингового агентства. Але для того, щоб оцінити якість рейтингу і його відповідність реальності, необхідний певний проміжок часу, невідповідність рейтингу (неадекватність) важко виявити одразу. Тому, розповсюджена думка, що якісні рейтинги можуть мати місце лише на фінансових ринках з тривалою історією і великою кількістю накопиченої інформації щодо його учасників².

Важливе значення мають досвід та кваліфікація аналітиків, здатних надавати інвесторам достовірну інформацію. А саме, в агентстві Moody's існує ряд вимог до кваліфікації аналітиків – чітка галузева

¹ Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств [Текст] : затв. рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку № 364 від 23.03.2015 // Офіц. вісн. України. – 2015. – № 37. – Ст. 1126.

² Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 142.

спеціалізація, професійний досвід, незалежність оцінки, високі морально-етичні якості, відповідальність, дотримання норм професійної етики.

Суттєвим фактором є також врахування певних критеріїв для рейтингової оцінки. Так, наприклад, встановлено, що у ході визначення кредитного рейтингу для якісного оцінювання доведено можливість використання таких показників діяльності емітента, як тривалість ділової активності; кількість структурних підрозділів; кількість видів діяльності; частка акцій, які належать юридичним особам, від їх загальної кількості; частка володіння посадовими особами акцій емітента¹.

В теоретичному аспекті проблема якості рейтингів пов'язана з тим, що фінансові ринки зазвичай керуються короткостроковими міркуваннями, що зазвичай призводить до занадто швидких та перебільшених реакцій (паніка на біржах і т. ін.), в той час як рейтингові агентства орієнтуються на фундаментальні фактори².

Мошенським С. З. відмічається, що можливість ринків адекватно реагувати на зміни, особливо, під час кризи, все частіше ставиться під сумнів. Важливі зміни курсів цінних паперів відбуваються іноді задовго до оголошення про зміну рейтингу. Це означає, що ринок вже в той час передбачає можливі дії рейтингових агентств, а рейтингові агентства не завжди можуть відрізнити «адекватні» реакції ринку від «неадекватних», навіть з врахуванням того, що агентства можуть мати доступ до конфіденційної інформації³.

Таке явище можна пояснити звернувшись до гіпотези ефективності ринків Ю. Фама, відповідно до якої, будь-яка нова інформація щодо фінансового стану емітента (як та, що знаходиться у вільному доступі, так і та, що відома обмеженому колу учасників ринку) відразу впливає на ціни фінансових активів. Щоправда, в такому випадку, рейтинги впливають на стан ринку за допомогою скоріше психологічних факторів⁴.

¹ Внукова, Н. Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів [Текст] / Н. Внукова, Н. Прутула // Економіка України. – 2007. – №10 (551). – С. 40.

² Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 142.

³ Там само. – С. 142–143.

⁴ Там само. – С. 143.

Крім того, відмічається, що високий кредитний рейтинг, тобто рейтинг інвестиційного рівня, дає можливість виходу на ринки ліквідного капіталу, а цінні папери, які отримали рейтинг спекулятивного рівня, фактично витісняються з ринку ліквідного капіталу. Так, рейтингові агентства набувають все більшого значення в процесі регулювання фінансових ринків і починають все більше на них впливати¹.

По-друге, науковцями відмічається, що однією з основних проблем довіри до кредитного рейтингу та впевненості в об'єктивній оцінці суб'єкта рейтингування є конфлікт інтересів, пов'язаний з тим, що рейтингові агентства отримують свій дохід від тих компаній, рейтинг яких вони встановлюють, в той час як компанії зацікавлені в отриманні найвищої рейтингової оцінки².

Як зазначалося нами раніше, примірний перелік інформації на підставі якої здійснюється рейтингова оцінка міститься в п. 10 Правил № 1042. Більшість з таких показників повинна одержуватись рейтинговими агенствами з інформації, яка підлягає публічному розміщенню. На практиці ж, окремих емітентів ринку цінних паперів спостерігається обмежене оприлюднення інформації про свою діяльність, що більш за все стає помітним при вивченні діяльності ІСІ на чому ми зупинимося в подальшому в цьому дослідженні.

Таким чином, встановлення кредитних рейтингів емітентів, рейтингів цінних паперів, здійснення лістингу цінних паперів є засобами регулювання якості фінансових активів для інститутів колективного (спільного) інвестування та захисту одночасно публічних та приватних інтересів.

Шляхи вирішення окремих проблем полягають в усуненні на законодавчому рівні конфлікту інтересів учасників рейтингування та в проведенні в певному ступені стандартизації, удосконалення методик рейтингування та прозорості рейтингів, що в більшості вирішується в праві Європейського Союзу.

¹ Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 143.

² Там само. – С. 142.

2.1.1. Сучасні проблеми рейтингування емітентів та цінних паперів в ЄС

З метою визначення основ організації рейтингування, розглянемо відповідні норми щодо регулювання рейтингування в країнах Європейського союзу. Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies issued – Кодекс основ ділової етики для кредитно-рейтингових агенцій (далі – Кодекс), який взято за основу при розробленні Регламенту ЄС 1060/2009, містить ключові положення щодо організації діяльності рейтингових агентств. Так, Кодекс передбачає три основні принципи діяльності рейтингових агентств, а саме: якість і цілісність процесу рейтингування; незалежність рейтингових агентств та уникнення ними конфліктів інтересів; відповідальність рейтингових агентств перед емітентами та інвестиційною спільнотою.

Важливо звернути увагу на визначення кредитного рейтингу, яке наведене в ст. 3 Регламенту ЄС 1060/2009. Відповідно до нього, кредитний рейтинг означає висновок відносно кредитоспроможності суб'єкта економічної діяльності, боргу або фінансового зобов'язання, боргового зобов'язання, привілейованої акції або іншого фінансового інструменту, який присвоюється з використанням встановленої та визначеної оціночної системи рейтингових категорій. Суттєво також зауважити на тому, що не вважаються кредитними рейтингами висновки щодо вартості фінансового інструменту або фінансового зобов'язання, форми загальних рекомендацій, таких як «купувати», «продавати», «тримати» відносно операцій з фінансовими інструментами або фінансовими зобов'язаннями, також рекомендації за визначенням ст. 3 (1) Директиви Комісії 2003/125/ЄС¹ та інвестиційне

¹ Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest (Директива Комісії про виконання Директиви 2003/6/ЄС про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку)) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454404140540&uri=CELEX:32003L0125>.

дослідження у значенні статті 24 (1) Директиви Комісії 2006/73/ЄС¹ (ч. 2, ст. 3 Регламенту ЄС 1060/2009).

Доцільно відмітити, що проблема достовірності рейтингів пов'язана також з відповідальністю рейтингових агентств. При розгляді основ рейтингування С. Мошенський відмітив, що в США з 1940 року діє Investment Company Act та Investment Advisory Act, в яких визначені загальні принципи відповідальності консультантів по інвестиціям, недостатньо розроблений законодавчий механізм, який би надавав можливість з'ясувати якість та надійність рейтингових оцінок, тому ставити питання про відповідальність рейтингового агентства на практиці буває досить важко. Агентства обережно називають рейтингову оцінку «думкою» і не відповідають за адекватність рейтингу, так і не передбачають ніякої компенсації в тому випадку, якщо виникають проблеми з виплатою того або іншого боргового зобов'язання, яке отримало високий рейтинг².

З аналізу Регламенту ЄС 1060/2009, можливо виділити керівні ідеї, яким повинні слідувати рейтингові агентства при здійсненні своєї діяльності.

Перше. Незалежність та запобігання конфліктам інтересів. На виконання даного положення створено перелік вимог, які містяться у Додатку № 1 до Регламенту ЄС 1060/2009, назвемо, на нашу думку, найважливіші з них:

– при присвоєнні кредитного рейтингу структурованим фінансовим інструментам, принаймні один незалежний учасник та будь-який інший член правління повинен володіти всебічними знаннями та досвідом на рівні керівників в галузі ринків структурованих фінансових інструментів;

– перед незалежними членами адміністративної або наглядової ради ставляться завдання розробки політики оцінки кредитоспромож-

¹ Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32006L0073&qid=1454419240519>.

² Мошенський, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 145.

ності та методологій; здійснення моніторингу ефективності заходів та процедур, встановлених для виявлення;

– усунення або управління та розкриття будь-яких конфліктів інтересів; здійснення моніторингу процедури управління та дотримання встановлених вимог, включаючи ефективність функції нагляду.

З цього приводу, слід відмітити положення про усунення конфлікту інтересів в Кодексі засад діяльності рейтингових агентств IOSCO (далі – Кодекс IOSCO)¹.

Незалежність кредитно-рейтингових агентств та уникнення конфлікту інтересів, серед інших положень, передбачає чітке визначення політики та процедури кредитно-рейтингових агентств, які в тому числі потребують прийняття кредитно-рейтинговими агентствами письмових внутрішніх процедур, що визначають та врегульовують будь-які існуючі або потенційно можливі конфлікти інтересів, які можуть вплинути на думки та аналіз рейтингового агентства чи працівників, які мають вплив на рейтингове рішення. Кодекс IOSCO також засвідчує, що кредитно-рейтингові агентства виявлятимуть та уникатимуть таких конфліктів через управлінські заходи.

Друге. Умови організації рейтингової діяльності.

Кредитно-рейтингова агенція впроваджує ефективні адміністративні процедури та практику обліку, механізми внутрішнього контролю, ефективні заходи з оцінки ступеня ризику, а також ефективний контроль за своєю діяльністю та дійові заходи з охорони системи обробки інформації (п. 26 преамбули Регламенту ЄС № 1060/2009). Кредитно-рейтингова агенція не присвоює кредитні рейтинги в випадках наведених в п. 3 розділу В, а в разі наявності кредитного рейтингу, негайно повідомляє про випадки, коли на кредитний рейтинг могли потенційно вплинути фактори передбачені в цьому розділі (п. 3, розділ В, Додаток № 1 Регламенту ЄС № 1060/2009).

Кредитно-рейтингова агенція не надає консультацій або дорадчих послуг, але може надати послуги в інших галузях, крім присвоєння кредитних рейтингів (допоміжні послуги: прогнози ринку, оцінку

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств, затверджений Технічним Комітетом Міжнародної організації комісії з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

економічних тенденцій, ціновий аналіз та інший загальний аналіз даних, а також відповідні послуги з поширення зазначеної інформації) (п. 22 преамбули Регламенту ЄС № 1060/2009).

Третє. Особливі вимоги щодо сумісності та ділового і професійного рівня працівників рейтингових агенцій.

Рейтингові аналітики, працівники кредитно-рейтингових агентств, а також будь-які інші фізичні особи, послугами яких користується або роботу яких контролює кредитно-рейтингова агенція, або будь-які інші особи, які прямо чи опосередковано займаються кредитно-рейтинговою діяльністю, та особи, які тісно пов'язані з ними – не повинні купувати, продавати, брати участь у будь-якій операції відносно будь-якого фінансового інструмента, випущеного, гарантованого або іншим чином забезпеченого будь-яким суб'єктом ринку, що знаходяться в сфері їх основної аналітичної відповідальності крім авуарів у різноманітних колективних інвестиційних схемах, включаючи фонди, якими управляють, такі як пенсійні фонди або фонди страхування життя (ст. 7 Регламенту ЄС 1060/2009, Додаток № 1).

Четверте. Вимога якості кредитної оцінки та оприлюднення методологій, моделей та основних рейтингових припущень кредитно-рейтингових агенцій (ст. 8 Регламенту ЄС 1060/2009, Додаток № 1).

У випадку нестачі достовірних даних або складності структури нового типу фінансового інструмента, або якщо якість доступної інформації не є задовільними або викликають серйозні питання щодо того, чи зможе кредитно-рейтингова агенція забезпечити надійний кредитний рейтинг, кредитно-рейтингова агенція відмовляється від присвоєння такого рейтингу або відкликає вже існуючий. Також кредитно-рейтингова агенція при розкритті кредитного рейтингу чітко повідомляє чи вважає вона задовільною якість інформації, отриманої від суб'єкту рейтингу, та на скільки вона перевірила інформацію, надану суб'єктом рейтингу.

Кредитно-рейтинговому агенству необхідно розкривати інформацію стосовно:

- своєї політики щодо публікацій кредитних рейтингів та інших пов'язаних із цим повідомлень;
- методології та опис моделей та ключових припущень при проведенні оцінки;

– будь-якої істотної інформації про внесення змін у її системи, ресурси та процедури.

З цього питання Кодекс IOSCO передбачає при визначенні відповідальності кредитно-рейтингових агентств перед позичальниками та інвесторами при якій визначається прозорість та вчасність оприлюднення рейтингів, а саме, обов'язок кредитно-рейтингових агентств розповсюджувати свої рейтингові рішення відносно цінних паперів, призначених для публічного розміщення, або емітентів таких цінних паперів, публічно оголошувати свою політику щодо розповсюдження рейтингів, звітів та оновлень, публікувати в достатньому обсязі інформацію про свої процедури, методології та припущення (включаючи внесені зміни до фінансової звітності, що суттєво впливають на публічні фінансові дані емітента), щоб надати стороннім особам уявлення, яким чином було визначено рейтинг¹.

П'яте. Принцип обмеження впливу на кредитно-рейтингові агенції при залученні зовнішніх ресурсів (ст. 9 Регламенту ЄС 1060/2009).

Шосте. Обов'язковість оприлюднення та презентація кредитних рейтингів (ст. 10 Регламенту ЄС 1060/2009).

Сьоме. Надання кредитно-рейтинговим агентством інформації про свою діяльність, звіту про прозорість (ст. 11, 12 Регламенту ЄС 1060/2009).

Підсумовуючи, необхідно звернути увагу, що відмічені норми Регламенту ЄС 1060/2009 є цілком обґрунтованими та прийнятними для законодавства України. У зв'язку з цим, такі норми можуть бути без порушення публічних та приватних інтересів імплементовані в законодавство України.

Разом з тим, оскільки Кодекс IOSCO містять оргієнтири для регулювання рейтингових агентств, які сформульовані у відповідних принципах, при відсутності чіткої фіксації цих принципів у відповідних нормах Регламенту ЄС 1060/2009, названі принципи можуть застосовуватися при наявності прогалин в законодавстві. Тому, для

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісії з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

України також необхідно запропонувати впровадження в якості принципів регулювання ринку цінних паперів по окремим питанням ключових положень Кодексу IOSCO в нормативно-правові акти України (авт. – перелік принципів викладено з посиланням на норми Кодексу IOSCO):

1) Відповідно до Кодексу IOSCO, ключовим моментом при визначенні основних положень якості рейтингового процесу є обов'язок кредитно-рейтингових агентств розробляти та застосовувати процедури та методології, які забезпечуватимуть обґрунтування їхніх оцінок на основі комплексного дослідження інформації, що стосується рейтингового аналізу. Методології рейтингового агентства мають бути точними та систематичними, а самі рейтинги (якщо це можливо) підлягати підтвердженню у тій чи іншій формі (ч. 1)¹.

2) При визначенні морально-етичних стандартів рейтингового процесу кредитно-рейтингові агентства мають затверджувати політику та процедури, що чітко визначають осіб, які несуть відповідальність за виконання кредитно-рейтинговими агентствами та його працівниками норм Кодексу IOSCO та профільного законодавства і регуляторних актів. Діяльність та оплата праці таких осіб має бути незалежною від рейтингових дій кредитно-рейтингових агентств (п.1.14, ч. 1)².

3) Незалежність кредитно-рейтингових агентств та уникнення конфлікту інтересів серед інших положень передбачає чітке визначення політики та процедури кредитно-рейтингових агентств, які в тому числі потребують прийняття кредитно-рейтинговими агентствами письмових внутрішніх процедур, що визначають та врегульовують будь-які існуючі або потенційно можливі конфлікти інтересів, які можуть вплинути на думки та аналіз рейтингового агентства чи працівників, які мають вплив на рейтингове рішення. Кодекс IOSCO також засвідчує, що кредитно-рейтингові агентства виявля-

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

² Там само.

тимуть та уникатимуть таких конфліктів через управлінські заходи (ч. 2)¹.

4) Також Кодекс IOSCO передбачає при визначенні відповідальності кредитно-рейтингових агентств перед позичальниками та інвесторами, при якій визначається прозорість та вчасність оприлюднення рейтингів, а саме, обов'язок кредитно-рейтингових агентств розповсюджувати свої рейтингові рішення відносно цінних паперів, призначених для публічного розміщення, або емітентів таких цінних паперів, публічно оголошувати свою політику щодо розповсюдження рейтингів, звітів та оновлень, публікувати в достатньому обсязі інформацію про свої процедури, методології та припущення (включаючи внесені зміни до фінансової звітності, що суттєво впливають на публічні фінансові дані емітента), щоб надати стороннім особам уявлення, яким чином було визначено рейтинг (ч. 3)².

2.2. Умови та значення лістингу цінних паперів

Крім рейтингової діяльності важливим фактором впливу на функціонування ринку цінних паперів є забезпечення належної процедури лістингу, закріпленої в законодавстві України. Одним із завдань в цьому напрямку є дослідження особливостей процедури лістингу в Україні та аналіз впливу лістингу на розміщення активів в цінні папери інвесторів.

Функціонування ринку цінних паперів досліджувалися багатьма науковцями, в тому числі: Кузнецова Н., Назарчук І. Р., Яроцький В. Л., Кологойда О. В., Резнікова В. В. та інші. Питання лістингу розглядали дослідники економічної науки: Степанчук С. С., Кравцова І. В., Комаха А. А., Серпенінова Ю. С.

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

² Там само.

Поняття лістингу міститься в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідно до якого лістинг – це сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах фондової біржі. Виходячи зі змісту поняття лістингу в цьому Законі, останнє не відображає своєї ключової функції, що на наш погляд полягає в одержанні цінними паперами реальної вартості. Не вирішується це питання і при розкритті поняття лістингових цінних паперів, яке надається в п. 2 Положення «Про функціонування фондових бірж», яке затверджено Рішенням НКЦПФР № 1688 від 22.11.2012 р. (далі – Положення № 1688). Частково функції одержання інвесторами інформації про вартість цінного папера виконує котирування, що є механізмом визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі. Але, на нашу думку, котирування з його визначенням ринкової ціни є невід’ємною частиною лістингу і тому постуги з котирування та лістингу повинні розглядатися як єдина послуга, що визначає ринкову вартість (ціну) цінного паперу.

Як відмічається, серед послуг, які надаються фондовою біржою, є послуги з лістингу, котирування цінних паперів. Предметом послуги з лістингу (підтримання лістингу) є здійснення дій по збиранню, розповсюдженню та перевірці інформації про статус емітента та оцінку випущених ним цінних паперів. Для підтримання лістингу фондова біржа постійно провадить збір інформації про емітента та випущені ним цінні папери, тим самим надає інформацію усім заінтересованим особам, тобто перевіряє її відповідність фактичним обставинам¹.

Підкреслюючи двоякий характер лістингу науковці відмічають, що лістингові вимоги важко віднести до новітніх можливостей, які надаються інституційним інвесторам біржовим ринком. Втім, це один з найважливіших інструментів, який безпосередньо впливає на напрями інвестування, кількість цінних паперів, доступних для при-

¹ Плахіна, І. В. Цивільно-правовий статус бірж [Текст] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / І. В. Плахіна ; Нац. акад. наук України ; Ін-т держави і права ім. В. М. Корецького. – К., 2009. – 16 с.

дбання інвесторами, ступінь їх диверсифікації, надійності та інвестиційної привабливості¹.

Ю. С. Серпенінова відмітила, що шляхом проведення лістингу фондова біржа фактично виконує функції підтримки ринкової вартості цінних паперів, що обертаються на даному біржовому ринку, а цінні папери дозволяють збільшити ринкову вартість компанії-емітента порівняно з балансовою вартістю. Крім того, ті компанії, цінні папери яких котируються на фондовій біржі, є більш інвестиційно привабливими і їм легше досягти довіри у питаннях отримання банківських кредитів та залучення інших джерел фінансування, що дає можливість компанії зайняти більш стійку та вигідну позицію на фінансовому ринку. Варто також враховувати той фактор, що процедура лістингу є не безкоштовною, тому за котирування на фондовій біржі скоріш за все платитимуть ті компанії, що мають стійкий фінансовий стан, що також є додатковим свідченням високої ліквідності цінних паперів таких емітентів. З іншої сторони певні переваги отримує і інвестор, який хоче вкласти кошти у цінні папери, що котируються на фондовій біржі, адже хоча біржа і не гарантує прибутковості цінних паперів, та певний ступінь надійності та захисту від ризиків біржа надає². Але останнє твердження підлягає коригуванню оскільки біржа не надає ніякого захисту, а саме дотримання умов публічного обігу надає змогу зменшити ризики.

Серед переваг включення цінних паперів у лістинг можна виявити такі:

- більший обсяг інформації і підвищення престижу акціонерного товариства в інвесторів, тому що, крім власної оцінки якості акцій інвестором, мається оцінка цих якостей і фондовою біржою;
- кращі умови для одержання фірмою кредитів, тому що кредитори можуть порівняти балансову вартість активів компанії з біржовою оцінкою;
- прозорість ринку для інвесторів;

¹ Шишков, С. Є. Модернізація підходів до лістингових вимог в Україні [Електронний ресурс] / С. Є. Шишков. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/Doc/18062011.ppt>.

² Серпенінова, Ю. С. Лістинг як засіб досягнення ліквідності фондового ринку [Електронний ресурс] / Ю. С. Серпенінова. – Режим доступу: <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/9454/1/Серпенінова%20тези.pdf>.

– полегшується можливість застави акцій, тому що за інших рівних умов кредитори більш охоче приймуть у заставу облікові акції, ніж позасписочні, розуміючи, що їх легше продати, якщо це буде необхідно через неспроможність позичальника;

– велика ринковість і увага з боку інвесторів, тому що публікація даних про ринок облікових акцій дозволяє інвесторам і фінансовим експертам скласти повне уявлення про ринкове «поводження» кожного облікового випуску акцій, що залучає до цих акцій нових покупців¹.

Враховуючи наведене, в тому числі, висновки С. С. Степанчук та І. В. Кравцової, необхідно відмітити, що у процедурі лістингу для емітентів є і негативні моменти в регулюванні, серед них:

– додатковий контроль за діяльністю компанії, тому що при включенні до списку біржа бере на себе додаткові зобов'язання по інформуванню про дивіденди, випущенні акції та ін., а деякі з обмежень включаються в угоду про лістинг в інтересах зовнішніх акціонерів;

– додаткові витрати, такі як плата за проходження лістингу, щорічна плата за підтримку лістингу, оплата аудиторських послуг;

– можливість виникнення негативного ставлення в потенційних інвесторів у випадку низької «активності» акцій, що могло б виявитися менш помітним у випадку продажу акцій на позабіржовому ринку²;

– відсутність лістингу, що підкреслює низький рейтинг емітента та низьку якість його цінних паперів.

Таким чином, економічними передумовами для лістингу є наступні положення:

– це один з найважливіших інструментів, який безпосередньо впливає на напрями інвестування, кількість цінних паперів, доступних для придбання інвесторами, ступінь їх диверсифікації, надійності та інвестиційної привабливості;

– завдяки проведенню лістингу, фондова біржа фактично виконує функції підтримки ринкової вартості цінних паперів;

¹ Степанчук, С. С. Особливості регулювання біржового фондового ринку в Україні [Текст] / С. С. Степанчук, І. В. Кравцова // Економіка та держава. – 2010. – № 2. – С. 59.

² Там само.

– цінні папери, які котируються на фондовій біржі є більш інвестиційно привабливими;

– процедура лістингу не є безкоштовною, і за котирування на фондовій біржі в переважній більшості сплачують компанії зі стійким фінансовим станом, який одночасно підтверджується, на що звертається увага і акцентується, що проходження лістингу вимагає від емітента фінансових витрат та напряму пов'язано з інвестиційною привабливістю такого підприємства¹;

– інвестори отримують більший обсяг інформації, підвищується престиж акціонерного товариства, тому що крім власної оцінки якості акцій інвестором, здійснюється оцінка і фондовою біржою;

– об'єктивний характер лістингу може застерегти інвесторів від збитків у випадку низької «активності» акцій, що могло б виявитися менш помітним у випадку продажу акцій на позабіржовому ринку;

– завдяки процедурі лістингу, забезпечується прозорість ринку для інвесторів;

– полегшується можливість застави акцій, а саме в частині оцінки та вірогідної реалізації акцій.

Що стосується самої процедури лістингу в Україні, вона закріплена в Положенні «Про функціонування фондових бірж» № 1688. З 01 січня 2016 р. діє редакція Положення № 1688 зі змінами внесеними рішенням НУЦПФР № 1217 від 06.08.2015 р., які передбачають підвищення лістингових вимог до емітентів. На підставі розділу IV Положення № 1688 внесення цінних паперів до біржового реєстру здійснюється лише за ініціативи емітента цих цінних паперів. Внесення та перебування цінних паперів у першому або другому рівнях лістингу здійснюється при відповідності встановленим мінімальним вимогам в залежності від виду цінного паперу.

Для акцій умови перебування в першому рівні лістингу є такими: – емітент існує не менше п'яти років; – власний капітал емітента не менше 1 000 000 000 грн.; – річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 1 000 000 000 грн. (крім банків); – ринкова капіталізація емітента складає

¹ Рекуненко, І. І. Розвиток вторинного ринку цінних паперів в Україні [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / І. І. Рекуненко ; Укр. акад. банк. справи. – Суми, 2013. – 21 с.

не менше 1 000 000 000 грн.; – мінімальна частка акцій у вільному обігу становить не менше 25 відсотків, при цьому у двох інвесторів сумарно може знаходитися не більше за 50% від цієї частки. Також встановлюються організаційні вимоги та вимоги щодо корпоративного управління: до кількості незалежних членів наглядової ради емітента (мінімум 25% кількісного складу ради), кількісний склад акціонерів емітента повинен складати не менше 500 акціонерів, запровадження посади корпоративного секретаря, внутрішнього аудитора, укладення договору з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій та інші, відповідно до п. 3.1 Розділу IV Положення № 1688.

Другий рівень лістингу акції можуть отримати у випадку коли: – емітент існує не менше трьох років; – власний капітал емітента не менше 400 000 000 грн.; – річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 400 000 000 грн. (крім банків); – ринкова капіталізація емітента складає суму, не меншу 100 000 000 грн.; – мінімальна частка акцій у вільному обігу становить не менше 10 відсотків, при цьому у двох інвесторів сумарно може знаходитися не більше за 50% від цієї частки (за виключенням: акцій, що мають обмежений обіг; акцій, що належать державі). Що стосується корпоративних умов, необхідне запровадження посади корпоративного секретаря, кількісний склад акціонерів емітента повинен складати не менше 200 акціонерів, та інші вимоги передбачені п. 4.1. Розділу IV Положення № 1688.

Для облігацій підприємств умови перебування в першому рівні лістингу є наступними: – емітент існує не менше п'яти років; – вартість чистих активів емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, складає не менше 1 000 000 000 грн.; – номінальна вартість серії випуску облігацій складає суму, не меншу 400 000 000 грн.; – річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 500 000 000 грн (крім банків); відсутність збитків в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками двох фінансових років з останніх трьох фінансових років; – розмір наданого емітентом забезпечення виконання зобов'язань за випуском не може бути менше суми номінальної вартості випуску облігацій і суми сукупної виплати доходу за ними, крім випадків,

якщо емітент та/ або особа, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, має рівень рейтингу не нижче ВВ за класифікацією міжнародного рейтингового агентства, яке включене до переліку міжнародних рейтингових агентств, визнаних НКЦПФР; – відсутність дефолту або з моменту припинення зобов'язань, щодо яких емітентом було допущено дефолт, пройшло не менше трьох років. Також існує перелік організаційних та корпоративних вимоги містяться в п. 3.2 Розділу IV Положення № 1688.

Другий рівень лістингу облігації підприємств можуть отримати у випадку дотримання таких вимог: – емітент існує не менше двох років (крім емітента, який є дочірнім підприємством іншого емітента, цінні папери якого знаходяться у біржовому реєстрі); – вартість чистих активів емітента або особи, яка забезпечує виконання зобов'язань за випуском, складає суму не менше 400 000 000 грн.; річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за останній фінансовий рік становить на менше 400 000 000 грн. (крім банків); – номінальна вартість серії випуску облігацій складає суму, не меншу 100 000 000 грн.; – необхідними умовами також є: відсутність збитків у емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками останнього фінансового року; – відсутність дефолту або з моменту припинення зобов'язань, по відношенню до яких емітентом було допущено дефолт пройшло не менше двох місяців.

Цінні папери ІСІ можуть вноситися та перебувати лише на другому рівні лістингу. Для ІСІ, що розміщуються шляхом відкритого (публічного) розміщення висуваються такі мінімальні вимоги: – ІСІ існує не менше двох років (крім біржового ІСІ); – вартість чистих активів ІСІ на останній день останнього звітного кварталу складає не менше 2 000 000 грн.; – корпоративні та організаційні вимоги включають: – інформацію про склад активів ІСІ та про вартість чистих активів, вартість цінних паперів ІСІ (для ІСІ закритого типу), яка повинна оприлюднюватися щомісяця на сайті КУА; – укладення договору емітента з маркет-мейкером про підтримку ліквідності цінних паперів такого ІСІ, відповідно до п. 4.4. Розділу IV Положення № 1688.

Для спеціалізованого біржового ІСІ (при публічному розміщенні цінних паперів) умови перебування в лістингу наступні: – вартість чистих активів ІСІ на останній день останнього звітного кварталу складає не менше 2 000 000 грн. Також організаційні та корпоративні вимоги до розміщення інформації про склад активів ІСІ, яка повинна щоденно оприлюднюватися на сайті КУА та обов'язковості укладення договору між емітентом та маркет-мейкером про підтримку ліквідності цінних паперів такого ІСІ, згідно п. 4.4. Розділу IV Положення № 1688.

Для акцій другого рівня лістингу (п. 4.1 Розділу IV Положення № 1688) та позалістингових сегменту середнього бізнесу (п. 5 Розділу IV Положення № 1688) встановлено нижчі вимоги до системи корпоративного управління.

Викладені умови лістингу в «Положенні про функціонування фондових бірж» зі змінами, які вступили в силу з 01.01.2016 р. дозволяють звернути увагу на суперечливі положення, а саме: при загальному спрямуванні на підвищення вартості чистих активів емітента для лістингу, його цінних паперів (акцій, облігацій), для ІСІ показник чистих активів зменшено в 10 разів, при тому, що в ІСІ як мінімум вдвічі збільшено ризики, по-перше, при неплатоспроможності емітента існують правові ризики неналежного управління ІСІ з боку КУА; по-друге, зменшення активів ІСІ зменшує можливість диверсифікувати ІСІ.

Аналізуючи наведені пропозиції в законодавстві України, на нашу думку, важливо звернути увагу на врегулювання даних питань і в Європейському Союзі, враховуючи тенденцію до адаптації вітчизняного законодавства до законодавства країн ЄС.

Питання лістингу цінних паперів в ЄС, регулюється Директивою 2001/34/ЄС «Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про ці цінні папери»¹ (Далі – Директива 2001/34/ЄС).

¹ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454597597507&uri=CELEX:32001L0034>.

Відповідно до умов, що стосуються компаній якими подано заявку на допуск акцій до офіційного лістингу (глава II Директиви 2001/34/ЄС), прогнозована ринкова капіталізація таких акцій, або якщо вона не може бути оцінена, капітал і резерви компанії, включаючи прибуток і втрати, за останній фінансовий рік повинні становити не менше одного мільйона євро. При чому, держави-члена можуть надати допуск до офіційного лістингу і тоді, коли така умова не виконується, але вони повинні бути переконані, що для таких акцій існуватиме відповідний ринок. Держава-член може вимагати під час допуску до офіційного лістингу більшої прогнозованої ринкової капіталізації або більшого капіталу чи резервів, тільки у тому випадку, коли існує в такій державі інший регульований, постійно діючий і визнаний відкритий ринок, і вимоги щодо нього є еквівалентними або меншими ніж ті що зазначені вище.

Умови, які стосуються суб'єктів підприємницької діяльності, щодо допуску до лістингу боргових цінних паперів передбачають, що розмір позики повинен бути не меншим ніж 200 000 євро. Але це положення не застосовується у випадку регулярних державних випусків, коли розмір позики не встановлений. Держави-члени можуть надати допуск до офіційного лістингу навіть у випадку, коли ця умова не виконується, якщо компетентні органи переконані, що для відповідних боргових цінних паперів буде існувати достатній ринок.

Як відмічається, на сьогодні в Україні не існує єдиної методики оцінки фінансового стану підприємства під час проходження ним лістингу. Кожний із організованих фондових ринків має власну процедуру лістингу, тому існує необхідність створення єдиної методики лістингу, що дозволило б емітентам спростити доступ на різні ринки цінних паперів, а також надало б прозорість ринку¹. Слід звернути увагу, що не тільки не існує єдиної методики оцінки майнового стану, а оцінка фінансового стану емітента при лістингу не вимагається взагалі, відповідно до Положення № 1688.

Для реалізації позитивних рис лістингу в законодавстві України необхідно додатково визначити наступні положення:

¹ Марахов, К. С. Ринок корпоративних цінних паперів в Україні: стан та перспективи розвитку [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / К. С. Марахов ; НАН України, Ін-т екон. прогнозування. – К., 2003. – С. 11.

- забезпечення прозорості умов лістингу та закріплення загальних принципів лістингу для всіх бірж;
- покладання на емітентів додаткових інформаційних обов'язків про цінні папери та надання додаткової інформації в спеціалізованих джерелах, в тому числі, уповноважених НКЦПФР;
- забезпечення зв'язку рейтингової оцінки емітента, цінних паперів, з лістингом цінних паперів та доступності рейтингової оцінки для інвесторів.

2.2.1. Врахування лістингу при формуванні активів інститутів спільного інвестування

Механізм врахування внесення цінних паперів в біржові списки та/або лістингу відбувається з метою захисту інтересів інвесторів та визначення рівня ліквідності цінних паперів, а отже і зниження рівня ризику цінних паперів. У зв'язку з цим лістинг та допущення до торгів є публічним засобом регулювання ринку цінних паперів і є публічним засобом, що реалізується ринковими методами.

Для прикладу розглянемо вплив лістингу на розміщення активів ІСІ як найбільш значущого пристрою по наслідкам у випадку його використання або не додержання вимог.

Лістинг та внесення цінних паперів до біржових списків враховується в діяльності ІСІ двома способами:

По-перше, встановлення обов'язкового первинного обсягу активів розміщених в цінні папери, які пройшли лістинг, з метою підвищення якості портфелю суб'єктів ІСІ;

По-друге, встановлення обов'язкового мінімуму в невеликій частині від всіх активів і дозволу на придбання будь-яких цінних паперів в іншій значній частині для інститутів які по закону можуть нести визначені ризики у своїй діяльності.

Для прикладу, відповідно до ч. 2 ст. 48 Закону «Про ІСІ» для недиверсифікованого виду ІСІ вартість нерухомості та цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі, не може становити

більше ніж 50% загальної вартості активів ІСІ при цьому, зазначене обмеження не застосовується до венчурних фондів. В свою чергу для диверсифікованого ІСІ цінні папери не допущені до торгів на фондовій біржі не можуть становити більше ніж 20% загальної вартості активів ІСІ, відповідно до ст.48 Закону «Про ІСІ».

В інших випадках, що стосується вимог законодавства щодо зменшення рівня ризику цінних паперів, можна відмітити п. 24 ст. 48 Закону «Про ІСІ» відповідно до якого активи ІСІ не можуть включати цінні папери, в деяких випадках, пов'язані з оцінкою ринкової якості цінних паперів, а саме, рейтингами цінних паперів та емітентів, лістингом цінних паперів:

- цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на жодній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначається НКЦПФР;

- облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більш як 20 відсотків вартості активів інституту спільного інвестування;

- кошти і банківські метали, розміщені на поточних і депозитних рахунках у банках, кредитний рейтинг яких не відповідає інвестиційному рівню, визначеному уповноваженим або визнаним міжнародним рейтинговим агентством за Національною рейтинговою шкалою, на суму більш як 20 відсотків вартості активів інституту спільного інвестування.

Крім відміченого, дані вимоги не застосовуються до венчурних фондів, більш того, активи венчурного фонду можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі що свідчить про високий ступінь ризиковості активів таких фондів.

Якщо систематизувати норми, в яких враховуються випадки лістингу та біржового обігу цінних паперів та їх вплив на розміщення в них активів ІСІ, то можливо скласти наступний перелік випадків врахування лістингу залежно від наявності мінімальних ризиків (будуються на ринковому забезпеченні «якості» цінних паперів), обґрунтованих ліквідністю, лістингом цінних паперів та емітентів, та

у зв'язку з максимальними ризиками, які виникають при придбанні позабіржових цінних паперів.

Максимальні вимоги для ІСІ по придбанню лістингових цінних паперів або розміщення своїх цінних паперів:

1. В активах ІСІ недиверсифікованого виду не може бути більше, ніж 50% цінних паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі (ч. 2 ст. 48 Закону «Про ІСІ»);

2. Диверсифікований ІСІ повинен мати 80% чистих активів в цінних паперах, що допущені до торгів на фондовій біржі (п. 3 ч.4 ст. 7 Закону «Про ІСІ»). Вартість цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі, не може становити більше ніж 20% загальної вартості активів інституту спільного інвестування диверсифікованого виду (абз.2 п.8 ч.3 ст. 48 Закону «Про ІСІ»).

3. ІСІ диверсифікованого виду забороняється придбавати або додатково інвестувати в акції та облігації іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, більше ніж 20 відсотків загальної вартості активів інституту спільного інвестування (п.6 ч.3 ст.48 Закону «Про ІСІ»).

4. Активи ІСІ не можуть включати цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на жодній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначається НКЦПФР.

5. Цінні папери біржового ІСІ підлягають обов'язковому обігу на фондовій біржі, визначеній проспектом емісії (п.1 ч.9 ст.7 Закону «Про ІСІ»), а їх андеррайтер зобов'язаний підтримувати котирування (ціни попиту та пропозиції) таких цінних паперів на визначеній проспектом емісії фондовій біржі (п.3 ч.9 ст.7 Закону «Про ІСІ»).

6. До складу активів спеціалізованого фонду облігацій можуть входити ощадні (депозитні) сертифікати (п.5 ч.11 ст.48 Закону «Про ІСІ»), а структура його активів в тому числі повинна відповідати такій вимозі: загальна вартість облігацій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на іноземних фондових біржах, перелік яких визначається НКЦПФР, не може перевищувати 20% загальної вартості активів фонду (п.2 ч.12 ст.48 Закону «Про ІСІ»).

7. До складу активів спеціалізованого фонду можуть входити акції іноземних емітентів та цінні папери іноземних біржових фондів, що перебувають в обігу на іноземних фондових біржах, перелік яких визначається НКЦПФР (п.5 ч.14 ст.48 Закону «Про ІСІ»).

8. До складу активів спеціалізованого індексного фонду можуть входити цінні папери, що входять до складу індексного кошика обраного індексу фондової біржі. Вимоги до індексу та методики його розрахунку встановлюються НКЦПФР (п.2 ч.17 ст.48 Закону «Про ІСІ»).

9. Активи ІСІ не можуть включати цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, не допущені до торгів на жодній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначається НКЦПФР (п.3 ч.24 ст.48 Закону «Про ІСІ»).

10. Цінні папери інституту спільного інвестування інтервального типу протягом інтервалу підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах (абз.2 ч.2 ст.61). Цінні папери інституту спільного інвестування відкритого типу підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах (ч. 3 ст.61 Закону «Про ІСІ»).

Таким чином, формуються такі випадки, які мають мінімальні вимоги та відповідні ризики при придбанні цінних паперів:

1) Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі;

2) Цінні папери корпоративного фонду не підлягають обов'язковій процедурі лістингу.

2.2.2. Правове регулювання лістингу в Європейському Союзі

Систему регулювання випуску і обігу цінних паперів в рамках ЄС утворюють дві групи актів. Одна група – спеціальні нормативні акти, що регулюють окремі аспекти у сфері обігу цінних паперів: Директива 2001/34/ЄС Європейського парламенту і Ради від 28.05.2001 р. про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі та про інформацію, яка підлягає публікації по таким цінним паперам (далі – Директива 2001/34/ЄС)¹, Директива 2003/71/ЄС Європейського парламенту і Ради від 04.11.2003 р. про проспект емісії, який по-

¹ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02001L0034-20070120>.

винен бути опублікований при публічній пропозиції цінних паперів або допуск їх до торгів (далі – Директива 2003/71/ЄС)¹, Директива 2004/109/ЄС Європейського парламенту і Ради від 15.12.2004 р. про гармонізацію вимог до прозорості стосовно інформації про емітентів цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку (далі – Директива 2004/109/ЄС)², Директива 2003/6/ЄС Європейського парламенту і Ради від 28.01.2003 р. про інсайдерські операції і маніпулювання ринком (зловживання на ринку) (далі – Директива 2003/6/ЄС)³ втрачає чинність з 02.07.2016 р. на підставі Регламенту (ЄС) № 596/2014 р. Європейського парламенту і Ради від 16.04.2014 р. про маніпулювання ринком (зловживання на ринку)) (далі – Регламент (ЄС) № 596/2014)⁴. Друга група – комплексні нормативні акти, що належать, як правило, до сфери регулювання надання фінансових послуг і здійснення інвестиційної діяльності та містять положення щодо тих чи інших аспектів діяльності на ринку цінних паперів (Директива 2004/39/ЄС Європейського парламенту і Ради від 21.04.2004 р. про ринки фінансових інструментів (далі – Директива 2004/39/ЄС)⁵

¹ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003L0071>.

² Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449491475124&uri=CELEX:32004L0109>.

³ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449491683591&uri=CELEX:32003L0006>.

⁴ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449491959452&uri=CELEX:32014R0596>.

⁵ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0039&qid=1449485054112>.

втрачає чинність з 02.01.2017 р. на підставі Директиви 2014/65/ЄС Європейського парламенту і Ради від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів (далі – Директива 2014/65/ЄС)¹.

Одним з ключових аспектів системи правового регулювання випуску і обігу цінних паперів в країнах ЄС є принцип взаємного визнання, зафіксований у нормативних документах ЄС. Так, згідно з ч. 1 ст. 17 Директиви 2003/71/ЄС, проспект, схвалений в державі його походження (home Member State), вважатиметься законною підставою для проведення публічного розміщення або допуску до торгів в будь-якій іншій державі учасниці, де здійснюватиметься така діяльність (host Member State), за умови повідомлення компетентного органу такої держави.

Даний принцип покладений в основу ст. 38 Директиви 2001/34/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 28.05.2001 р. стосовно допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і відносно інформації, що підлягає публікації про такі цінні папери, згідно з ч. 1 якої інформаційний меморандум, що надається для проходження процедури лістингу (listing particulars), схвалений компетентними органами держави його походження, повинен визнаватися іншими державами-учасницями, в яких подається заява про допуск цінних паперів до офіційного лістингу, без необхідності отримання схвалення компетентних органів цих держав. Проте такі органи можуть вимагати, щоб цей документ містив інформацію, характерну для ринку держави допуску, зокрема, відносно оподаткування, діяльності фінансових організацій як платіжних агентів для емітента в цій державі, а також щодо способів публікації повідомлень для інвесторів. Також, як і в випадку з проспектом емісії, при схваленні інформаційного меморандуму компетентний орган повинен надавати органам інших держав-учасниць, в яких подається заява про проходження офіційного лістингу, свідоцтва про схвалення такого меморандуму².

¹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449489563688&uri=CELEX:32014L0065>.

² Виговський, О. І. Директиви ЄС як інструменти правового регулювання випуску та розміщення цінних паперів [Електронний ресурс] / О. І. Виговський. – С. 98–99. – Режим доступу: https://www.google.com.ua/search?ie=UTF-8&hl=ru&q=Виговський%20О.%20І.%20Директиви%20ЄС%20як%20інструменти%20правового%20регулювання%20випуску%20та%20розміщення%20цінних%20паперів&gws_rd=ssl.

Враховуючи проголошену євроінтеграційну спрямованість, важливим для України є досвід Європейського Союзу в регулюванні ринків цінних паперів, зокрема, процедури лістингу як одного з етапів допуску цінних паперів до котирування на фондовій біржі.

Відповідно до пунктів: 9, 10, 22, 23, 26, 27 преамбули та статей: 2, 6, 8, 11, 16, 18, 43, 44, 46, 48, 49 Директиви 2001/34/ЄС, статей 17, 21 Директиви 2004/109/ЄС, статей 5, 6, 7, 13, 14, 16, 20 та Додатку № 1 до Директиви 2003/71/ЄС можна виділити такі основні положення щодо лістингу та розкриття інформації на біржовому ринку. А саме:

1. гарантії захисту інтересів реальних і потенційних інвесторів вимагаються у більшості держав-членів від суб'єктів підприємницької діяльності, як правило, публікація лістингових подробиць є формою подання цієї інформації; держави-члени можуть вважати за доцільне встановити недискримінаційні мінімальні кількісні критерії, такі як поточну капіталізацію ринку акцій, яким емітенти повинні відповідати для того, щоб мати змогу скористатися можливістю одержати звільнення, передбачене в Директиві 2001/34/ЄС; з огляду на дедалі тіснішу інтеграцію ринків цінних паперів, всі компетентні органи повинні однаково ставитися як до великих, так і до менших компаній; багато фондових бірж мають вторинні ринки, для того, щоб продавати акції компаній, недопущені до офіційного лістингу;

2. відповідно до Директиви 2001/34/ЄС, зареєстровані компанії повинні якнайшвидше надати інвесторам річні звіти й інформацію про компанію за весь фінансовий рік;

3. хоча б один раз на рік протягом кожного фінансового року компанії також повинні надати інвесторам звіти про їхню діяльність;

4. Директива 2001/34/ЄС розповсюджується на цінні папери, які одержали допуск до офіційного лістингу, або щодо яких подана заявка на допуск до офіційного лістингу на фондовій біржі;

5. відповідно до Директиви 2001/34/ЄС, держави члени за умови заборони передбаченої в статті 7 і статтях 42–63, можуть допустити цінні папери до офіційного лістингу відповідно до більш суворих умов, ніж ті що передбачені в статтях 42–63, або відповідно до додаткових умов, якщо ці суворіші і додаткові умови застосовуються загалом до всіх емітентів, або окремих категорій емітентів, і якщо вони опубліковані до подання заявки про допуск таких цінних папе-

рів. Також держави-члени мають право дозволити недотримання додаткових або більш суворих умов та зобов'язань;

6. компетентні органи, передбачені в статті 105 Директиви 2001/34/ЄС приймають рішення про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі, що розташована і діє в межах їх території, а також можуть відхилити заявку про допуск, якщо на їх думку, емітент перебуває в такому становищі, що допуск може зашкодити інтересам інвесторів;

7. що стосується інформації, що вимагається компетентними органами, емітент, цінні папери якого допущено до офіційного лістингу, надає компетентному органу всю інформацію, яку останній вважає необхідною для захисту інвесторів або забезпечення належного функціонування ринку. Компетентні органи можуть вимагати від емітента опублікувати таку інформацію, якщо це вважається необхідним;

8. якщо належне функціонування ринку перебуває або тимчасово може перебувати під загрозою, компетентні органи можуть ухвалити рішення про призупинення реєстрації цінних паперів;

9. серед умов, які стосуються компаній, щодо акцій яких зроблено заявку на допуск до офіційного лістингу, можна виділити наступні:

– прогнозована ринкова капіталізація, або якщо вона не може бути оцінена, капітал та резерви компанії за останній фінансовий рік повинні становити не менше одного мільйона євро, якщо дана вимога не виконується, допуск є можливим в тому випадку, якщо існує переконання, що для таких акцій існуватиме відповідний ринок;

– компанія повинна опублікувати або оприлюднити свої річні звіти, складені відповідно до національного законодавства, за три фінансових роки, що передували поданню заявки на допуск до офіційного лістингу. Як виняток, не дотримуватись цієї умови можна, якщо це є бажаним і відповідає інтересам компанії або інвесторів, і якщо компетентні органи переконані, що інвестори володіють необхідною інформацією для того, щоб зможти зробити обґрунтований висновок щодо компанії та акцій, стосовно яких подано заявку на одержання допуску до офіційного лістингу.

10. Директива 2001/34/ЄС виділяє наступні умови допуску акцій до офіційного лістингу:

– акції повинні мати публічний обіг:

– достатня кількість акцій повинна бути розповсюджена серед невизначеного кола осіб в одній або більше держав-членів не пізніше дня допуску. Розповсюдження акцій, щодо яких подано заявку на допуск до офіційного лістингу, є достатнім, або коли на руках невизначеного кола осіб знаходиться не менше 25% передплатного капіталу, представленого відповідною категорією акцій, або ж коли, з огляду на велику кількість акцій однієї і тієї ж категорії і поширення їх серед невизначеного кола осіб, вважається, що ринок функціонуватиме належним чином і при нижчому відсоткові;

– заявка на одержання допуску до офіційного лістингу повинна охоплювати всі вже випущені акції тієї ж категорії.

11. Директива 2004/109/ЄС встановлює обов'язок емітента, цінні папери якого були допущені до лістингу на одному з регульованих ринків, публікувати річні, піврічні та інші звіти та не обмежує національні законодавства в додатковому регулюванні;

12. Директива 2004/109/ЄС визначає два типи інформації яка підлягає розкриттю емітентами: періодична та поточна. Періодична інформація характеризує дійсне та прогнозоване фінансове положення емітента та підприємств, які він контролює. У склад поточної інформації входять повідомлення акціонером емітента про придбання або відчуження значних пакетів акцій, в результаті придбання або відчуження яких розмір пакету збільшується або зменшується до 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 та 75%;

13. стаття 17 Директиви 2004/109/ЄС встановлює вимоги до інформації для емітентів, акції яких допущені до торгів на регульованому ринку;

14. стаття 21 Директиви 2004/109/ЄС регулює доступ до такої інформації;

15. однією з основних задач при складенні проспекту є положення стосовно розкриття інформації і проспекті (в разі публічної пропозиції цінних паперів та допуску до торгів). В преамбулі до Директиви 2003/71/ЄС визнається, що інвестиції в цінні папери пов'язані з ризиком, у зв'язку з чим в усіх державах-членах повинні бути створені гарантії захисту прав фактичних та потенційних інтересів, шляхом забезпечення їм можливості на підставі інформації, що розкривається в проспекті, проведення оцінки виникаючих ризиків та прийняття інвестиційних рішень;

16. Директива 2003/71/ЄС детально врегульовує складення проспекту емісії, дані норми передбачені в статтях 5 (порядок складення проспекту), 6 (відповідальність за інформацію, яка надана в ньому), 7 (мінімальна інформація, яку проспект повинен містити), 9 (умови дійсності проспекту, базового проспекту та реєстраційного документу), 14 (вимоги до публікації проспекту емісії), 16 (особливості доповнень до проспекту);

17. відповідно до статті 13 Директиви 2003/71/ЄС, проспект не може бути опублікований, допоки він не буде схвалений компетентним органом держави-члена. Схвалення – це позитивний акт компетентного органу держави походження за результатами перевірки ним повноти проспекту, в тому числі, відповідності наданої інформації та її зрозумілості;

18. стосовно емітентів з третіх країн, стаття 20 Директиви 2003/71/ЄС передбачає, що компетентний орган держави походження може схвалити проспект, складений у відповідності з законодавством держави створення, при дотриманні наступних вимог:

– Просpekt було складено у відповідності з вимогами міжнародних стандартів по розкриттю інформації, включаючи стандарти IOSCO;

– Вимоги до змісту інформації в проспекті, включаючи інформацію фінансового характеру, еквівалентні вимогам зазначеним в Директиві 2003/71/ЄС.

19. в Додатку №1 до Директиви 2003/71/ЄС наведена структура змісту проспекту емісії.

РОЗДІЛ 3

ПИТАННЯ ЗАСТОСУВАННЯ ОКРЕМИХ ЗАСОБІВ ГОСПОДАРСЬКО- ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ КОМПАНІЇ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

3.1. Особливості застосування засобів державного регулювання діяльності компанії з управління активами

При розгляді особливостей застосування окремих засобів правового регулювання колективного інвестування, необхідно виділити окремі підгрупи засобів:

1. Загальні повноваження щодо державного регулювання НКЦПФР функціонування ІСІ:

– визначає порядок ведення та веде реєстр аудиторів і аудиторських фірм, які можуть проводити аудиторські перевірки професійних учасників фондового ринку, що здійснюють діяльність на ринку цінних паперів, і їх похідних (відповідно до Рішення НКЦПФР № 1519 від 25.10.2012 про затвердження Порядку ведення реєстру аудиторських фірм, які можуть проводити аудиторські перевірки професійних учасників ринку цінних паперів);

– визначає порядок ведення і веде реєстр професійних учасників ринку цінних паперів, ІСІ та саморегулювальних організацій (п. 25 ст. 7 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– встановлює відповідно до закону особливості порядку реорганізації та ліквідації професійних учасників ринку цінних паперів (за винятком банків) (п. 26 ст. 7 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– встановлює критерії професійної діяльності на ринку цінних паперів (п. 27 ст. 7 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– визначає професійні вимоги до керівників, головних бухгалтерів і керівників структурних підрозділів професійних учасників ринку цінних паперів, ІСІ та саморегулюваних організацій (п. 28 ст. 7 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– встановлює форму та порядок проведення розрахунку вартості чистих активів ІСІ¹;

– встановлює порядок подання КУА інституту спільного інвестування звіту про результати розміщення цінних паперів ІСІ, вимоги до форм річного та піврічного звіту ІСІ та інформації про його діяльність, яка підлягає опублікуванню (п.п. 73,74 Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затверджене Указом Президента України № 1063/2011, від 23 листопада 2011 року);

– встановлює порядок та видає ліцензії на провадження діяльності на ринку цінних паперів, а також анулює зазначені ліцензії в разі порушення вимог законодавства про цінні папери (п. 9 ст. 7 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», ст. 66 Закону «Про ІСІ»);

– у межах, визначених Законом «Про ІСІ», встановлює вимоги щодо здійснення діяльності компаній з управління активами та інститутів спільного інвестування (п. 30 ст. 7 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»)

– встановлює обсяг інформації про інститути спільного інвестування, порядок і строки її подання (ст. 75 Закону «Про ІСІ», п. 7 ст. 11 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»). Інформація про діяльність ІСІ подається НКЦПФР у разі реєстрації проспекту першої та наступних емісій цінних паперів ІСІ, реєстрації випуску цінних паперів ІСІ першої та наступних емісій, звітування за результатами господарсько-фінансової діяльності, повідомлення про зміни, що відбулися в господарській діяльності ІСІ і впливають на вартість цінних паперів ІСІ або розмір доходу за ними, перевірок діяльності ІСІ Комісією (ст. 6, 52, 53 Закону «Про ІСІ»).

¹ Про інститути спільного інвестування [Текст] : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 63. – Ст. 2569.

2. Повноваження по застосуванню заходів впливу надані НКЦПФР:

– порушувати в суді питання про ліквідацію корпоративного інвестиційного фонду і саморегулювних організацій (п. 22 ст. 8 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– приймати рішення про ліквідацію пайового інвестиційного фонду (п. 23 ст. 8 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– проводити перевірки незалежних оцінювачів майна ІСІ щодо дотримання вимог законодавства у сфері спільного інвестування (п. 24 ст. 8 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);

– відповідно до ст. 67 Закону «Про ІСІ», Положення «Про НКЦПФР» № 1062/2011, НКЦПФР проводить перевірку роботи КУА, а у разі виявлення порушень застосовує до КУА передбачені законодавством заходи впливу.

3. Серед повноважень НКЦПФР окремо необхідно відмітити засоби контролю за неплатоспроможністю ІСІ та діяльністю КУА, які прямо або опосередковано спрямовані на зберігання активів ІСІ:

– щорічно КУА проходить аудиторську перевірку. Аудиторській перевірці підлягають ведення бухгалтерського обліку та складання звітності щодо активів інвестиційних фондів, якими управляє КУА; склад і структура активів ІСІ. Аудитор (аудиторська фірма) не може бути пов'язаною особою компанії з управління активами (ст. 73 Закону «Про ІСІ»);

– у разі визнання КУА банкрутом активи інвестиційного фонду можуть бути передані в управління іншій КУА; на активи ІСІ не поширюються вимоги та зобов'язання КУА (ст. 67 Закону «Про ІСІ», розділ VI Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, затверджене рішенням НКЦПФР № 1414 від 06.08.2013 р. (далі – Положення № 1414));

– контроль за діяльністю КУА з боку інвесторів здійснює Наглядова (Спостережна) рада ІСІ, а також збори акціонерів (для корпоративного інвестиційного фонду) (ст. 34 Закону «Про ІСІ», розділ II Положення № 1414).

Крім того, контроль за діяльністю КУА здійснює Зберігач – юридична особа, яка має відповідну ліцензію НКЦПФР (як прави-

ло, банк). Діяльність зберігача регулюється ст. 68,69 Закону «Про ІСІ». Зберігач контролює відповідність операцій з випуску, продажу, викупу й анулювання цінних паперів ІСІ регламенту, проспекту емісії цінних паперів ІСІ та чинному законодавству; перевіряє правильність розрахунків вартості чистих активів ІСІ, зроблених КУА; контролює проведення розрахунків за операціями з активами ІСІ та рух цінних паперів, що належать до активів ІСІ; інформує НКЦПФР про будь-які дії КУА, що не відповідають проспекту емісії цінних паперів ІСІ або порушують регламент ІСІ, закон чи нормативно-правові акти Комісії; може вимагати скликання позачергових зборів акціонерів корпоративного інвестиційного фонду за необхідності.

Зберігач не має права розпоряджатися активами інвестиційного фонду. Він забезпечує виконання операцій з активами ІСІ та контролює дотримання КУА, що управляє активами інвестиційного фонду, норм законодавства, регламенту й інвестиційної декларації інвестиційного фонду.

Регулювання діяльності КУА відбувається також у рамках її членства у саморегульвній організації професійних учасників ринку цінних паперів (ст. 66,78 Закону «Про ІСІ»). Для КУА такою організацією є Українська асоціація інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ).

3.2. Звітність компанії з управління активами щодо управління інститутами спільного інвестування

Пов'язаним з питанням формування та збереження активів ІСІ є законодавче закріплення порядку публічного інформування потенційних інвесторів ІСІ.

Порядок оприлюднення інформації про діяльність ІСІ передбачається в такому нормативно-правовому акті як Положення про порядок складання та розкриття інформації компаніями з управління активами та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до НКЦПФР, за-

тверджене Рішенням НКЦПФР № 1343 від 02.10.2012 р. (далі – Положення № 1343)¹.

Разом з тим, фактична діяльність КУА по управлінню ІСІ не відповідає вимогам законодавства в частині її прозорості та достовірності.

Відповідно до ч.ч. 1, 2, 3 ст. 76 Закону «Про ІСІ», на веб-сайті компанії з управління активами розміщується інформація, що підлягає оприлюдненню відповідно до законодавства, а також вимог внутрішніх документів компанії з управління активами, проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування, регламенту. Компанія з управління активами, яка здійснює управління активами корпоративного фонду, зобов'язана забезпечити розкриття на власному веб-сайті інформації, передбаченої частиною другою цієї статті, а також змісту таких документів:

- 1) статут корпоративного фонду, зміни до статуту корпоративного фонду (у разі публічного розміщення цінних паперів корпоративного фонду);
- 2) свідоцтво про державну реєстрацію корпоративного фонду;
- 3) регламент, зміни до регламенту (у разі публічного розміщення цінних паперів корпоративного фонду);
- 4) свідоцтво про внесення корпоративного фонду до Реєстру;
- 5) висновки аудитора (аудиторської фірми) корпоративного фонду (у разі публічного розміщення цінних паперів корпоративного фонду);
- 6) розрахунок вартості чистих активів корпоративного фонду (у разі публічного розміщення цінних паперів корпоративного фонду);
- 7) проспект емісії цінних паперів, зміни до проспекту емісії цінних паперів (у разі публічного розміщення цінних паперів корпоративного фонду);
- 8) свідоцтво про державну реєстрацію випуску цінних паперів корпоративного фонду;

¹ Положення про порядок складання та розкриття інформації компаніями з управління активами та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 02.10.2012 № 1343 // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 86. – Ст. 3511.

9) перелік осіб, які обслуговують корпоративний фонд;

10) свідоцтво про внесення корпоративного фонду до Державно-го реєстру фінансових установ.

В розділі V Положення № 1343, наведено порядок та обсяг розкриття інформації про результати діяльності та розрахунок вартості чистих активів ІСІ. Відповідно до нього оприлюднення інформації здійснюється шляхом розміщення щорічної інформації для ІСІ (у разі публічного розміщення цінних паперів) – довідки про вартість чистих активів та фінансової звітності у складі балансу (звіту про фінансовий стан) та звіту про фінансові результати (звіту про сукупний дохід). КУА надає учасникам всі з приватним розміщенням цінних паперів ІСІ річний звіт щодо діяльності такого інституту в порядку, встановленому його регламентом.

Для прикладу вибірково проаналізовано окремі з ІСІ, які знаходяться в деяких рейтингах і стосовно яких може існувати проблемність при оцінці їх кредитоспроможності та платоспроможності при інвестуванні в цінні папери суб'єктів господарювання України, переважно в акції у зв'язку з відсутністю прозорості при оприлюдненні інформації.

При розгляді обсягів та змісту інформації, яка надається КУА про здійснення управління ІСІ, було проаналізовано доступні дані на сайтах КУА, або інших спеціалізованих сайтах, на яких передбачено законодавством розміщення інформації про ІСІ.

Так, на сайті ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс»¹ крім інформації безпосередньо про КУА також знаходиться інформація про ПАТ ЗНКІФ «Альтрус-фонд облігацій» та ПАТ ЗНКІФ «Альтрус-фонд акцій».

Інформація про ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс» містить дані що розмір резервного фонду ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс» станом на 31.12.2014 р., який складає 404 тис. грн., що на думку аудитора, наведену в аудиторському висновку² на цьому сайті, не відповідає вимогам ст. 63 Закону «Про ІСІ».

¹ Офіційний сайт ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс». Головна сторінка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.altus.ua/?to=menu&id=263>.

² Офіційний сайт ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс». Звіт незалежного аудитора щодо повного комплексу фінансової звітності загального призначення ТОВ «КУА «АЛЬТРУС АССЕТС АКТИВІТІС» станом на 31.12.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.altus.ua/upload/Audit_2011_KUA.pdf.

КІФ ПАТ ЗНКІФ «Альтрус-фонд облігацій», який знаходиться в управлінні ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс», має активи, склад яких розкритий недостатньо для прийняття рішення про інвестування, а саме, відповідно до звітності фонду, розміщеної на власному веб-сайті. Насамперед, переважно з тих підстав, що фонд діє до 06.08.2017 р., але в той же час, інформація про результати роботи розміщувалася востаннє за 02.08.2010 р.

Крім того, про недоліки для підтвердження платоспроможності самого ІСІ свідчить і стан статутного капіталу. Відповідно до аудиторського висновку від 10.03.2015 р.¹ станом на 31.12.2014 р. статутний капітал ПАТ ЗНКІФ «Альтрус-фонд облігацій» становить 20 000 000 00 грн та складається з простих іменних акцій, але статутний капітал Товариства сплачено частково, розмір несплаченої частини статутного капіталу Товариства сплачено частково, розмір несплаченої частини статутного капіталу Товариства станом на 31.12.14 складає 13 725 000 00 грн.

Також, відсутня чітка інформація про доходи (дивіденди), які отримують акціонери ПАТ ЗНКІФ «Альтрус-фонд облігацій», міститься тільки інформація про доходи, отримані цим КІФ, а також дані про винагороду КУА.

Інший КІФ, який знаходиться в управлінні ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс» – ПАТ ЗНКІФ «Альтрус-фонд акцій». Відповідно до звітності фонду, розміщеної на власному веб-сайті КУА, фонд діє до 06.08.2017 р., але в той же час, інформація про результати роботи розміщувалася востаннє за 19.03.2012–23.03.2012 р.

В той же час, статутний капітал Товариства становить 20 000 тис. грн. та складається з простих іменних акцій номінальною вартістю 1 000,00 грн. загальною кількістю 20 000 шт. Статутний капітал Товариства сплачено частково, розмір несплаченої частини статутного капіталу Товариства станом на 31 грудня 2014 року складає 8 913 000,00 грн.

¹ Офіційний сайт ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс». Аудиторський висновок (звіт незалежного аудитора). Щодо річної фінансової звітності ПАТ «Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд «Альтрус-фонд облігацій», активи якого перебувають в управлінні ТОВ «КУА «Альтрус ассетс активітіс» станом на 31.12.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.altus.ua/upload/FUNDS/Bonds/Audit/Bonds-audit-2014.pdf>.

Наступний приклад. Інформація про діяльність КУА – ТОВ «Компанія з управління активами «Інвестиційні Партнери».

Аналізуючи КУА – ТОВ «Компанія з управління активами «Інвестиційні Партнери» видно, що на офіційному сайті компанії¹ в розділі фондів в управлінні, а саме ПАТ «Закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд «Резолют», останній раз фінансова звітність була опублікована в 2013 році. КІФ є діючим, принаймні тому, що на офіційному веб-сайті КУА надана вартість чистих активів станом на 31.12.2014 р. – 1 637 093 957.84 грн.

В управлінні КУА ТОВ «Компанія з управління активами» «Інвестиційні Партнери» знаходиться ПАТ «Закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд «Резолют». На офіційному веб-сайті КУА розміщено більше документів аніж передбачено ст. 76 Закону «Про ІСІ». Наприклад, міститься аудиторський звіт в якому згадано, що дивіденди протягом 2014 року не нараховувались та не сплачувались. Інший додатковий капітал становить 1 683 005 500,00 грн., та є емісійним доходом товариства при розміщенні власних акцій.

Таким чином, спостерігається хаотичне розміщення всієї сукупності інформації в різних формах як на офіційних веб-сайтах компаній, так і на інших спеціалізованих сайтах, які розміщують відповідну інформацію. Що ж стосується сайту SMIDA, складається враження, що учасники фондового ринку взагалі ігнорують даний сайт і положення в законодавстві про обов'язковість розміщення на ньому інформації.

Така поведінка АТ може бути свідченням по-перше, небажання доводити інформацію про свою діяльність до відома акціонерів, державних органів та інших учасників ринку цінних паперів, але так як в законі закріплено даний обов'язок – товариства виконують імперативний припис, проте здебільшого формально. По-друге, недосконалої системи контрольних органів, які допускають існування такої поведінки, а також, проблеми на законодавчому рівні, тобто встановлення надто м'якого виду відповідальності за дане правопорушення. Все це робить фактично майже неконтрольованою дану сферу регулювання. І в питаннях захисту та реалізації такого суб'єктивного корпоративного права, як право на інформацію, залишається споді-

¹ Офіційний сайт ТОВ «КУА «Інвестиційні партнери». Головна сторінка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ip-group.com.ua/assetmanagement.htm>.

ватися на добропорядність та законослухняність самих суб'єктів надання інформації¹.

3.3. Відповідальність компанії з управління активами перед інвесторами інвестиційних фондів при управлінні їх активами

Для вирішення проблем пов'язаних з неплатоспроможністю ІСІ та визначення шляхів вирішення проблемних аспектів необхідно надати відповідь на такі питання:

- 1) Проблеми формування активів ІСІ, пов'язані з вартістю фінансових активів та їх оцінкою.
- 2) Відповідальність КУА перед КІФ за збиткове управління активами та відшкодування збитків.
- 3) Правові наслідки банкрутства компанії з управління активами для КІФ та ППФ.
- 4) Правові проблеми усунення КУА від управління ІСІ (КІФ, ППФ) в окремих випадках.
- 5) Можливість здійснення ефективного контролю за ІСІ з боку НКЦПФР.

Розглянемо деякі з наведених напрямків регулювання діяльності ІСІ та КУА.

3.3.1. Проблеми формування активів інститутів спільного інвестування, пов'язані з вартістю фінансових активів та їх оцінкою

Проблеми формування активів пов'язані з вирішенням питання мінімізації ризиків та визначення відповідальних осіб за ризикову

¹ Сидоренко, Ю. В. Права акціонерів щодо одержання інформації в корпоративних інвестиційних фондах [Електронний ресурс] / Ю. В. Сидоренко // Право та інновац. суспільство. – 2014. – №2. – С. 90–91. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/pric_2014_2_13.

діяльність. Зазначається, що визначення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, надане у ст. 18 Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» не містить принципу розподілу ризиків. Згідно з визначенням, діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника фондового ринку – КУА, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів¹.

При формуванні активів ІСІ важливим є вирішення питань, пов'язаних з інвестиційними ризиками, серед яких, в тому числі, пов'язані зі зміною вартості активів ІСІ, та питань, пов'язаних із розподілом цих ризиків та відповідальності між учасниками інвестування в ІСІ.

Про важливість принципу розподілу ризиків свідчить його закріплення в європейському законодавстві. Зокрема, ч. 2 ст. 1 Директиви Ради 2009/65/ЄС «Про координацію законів, регламентів та адміністративних положень, що стосуються обов'язків для колективного інвестування в цінні папери, що обертаються», характеризуючи поняття інвестиційного фонду, закріплює однією з його ознак принцип розподілу ризиків (risk-spreading), який застосовується в п. п. 46, 57 преамбули, ч.1 ст. 54 при визначенні умов діяльності ІСІ.

Що стосується складу інвестиційних ризиків, то правильно звертається увага, що під інвестиційними ризиками розуміється можливість недоотримання запланованого прибутку в ході реалізації інвестиційних проектів. Об'єктом ризику в такому разі виступають майнові інтереси особи – інвестора, який вкладає в проект в тій або іншій формі свої кошти².

Інвестиційні ризики пов'язані з можливістю недоотримання або втрати прибутку в ході реалізації інвестиційних проектів, вони включають в себе наступні підвиди ризиків:

¹ Слободян, О. А. Ризик у діяльності інститутів спільного інвестування [Текст] / О. А. Слободян // Вісн. Вищої ради юстиції. Питання юрид. теорії і практики. – 2011. – № 3 (7). – С. 153.

² Шапкин, А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций [Текст] / А. С. Шапкин. – 2-е изд. – М. : Издат.-торг. корп. «Дашков и К^о», 2003. – С. 198.

- ризик втраченої вигоди полягає в тому, що виникає фінансовий збиток в результаті нездійснення деяких заходів;
- ризик зниження дохідності пов'язаний зі зменшенням розміру відсотків і дивідендів в портфельних інвестиціях; він поділяється на відсотковий ризик, який виникає в результаті перевищення відсоткових ставок, які виплачуються за залученими коштами, над ставками за наданими кредитами, і кредитний ризик, який виникає в разі несплати позичальником головного боргу та відсотків, належних кредиту;
- біржові ризики являють собою небезпеку втрат від біржових угод;
- селективні ризики з'являються через неправильне формування видів вкладення капіталу, виду цінних паперів для інвестування;
- ризик банкрутства пов'язаний з повною втратою підприємцями власного капіталу через їх помилки у вкладеннях¹.

Перелічені види інвестиційних ризиків трансформуються також під впливом економічної ситуації в країні, відмічається, що інвестиційна діяльність у всіх її формах та видах пов'язана з ризиком, ступінь якого збільшується з переходом до ринкових відносин в економіці. У сучасних умовах ступінь ризику зростає по мірі наростання невизначеності, а також у зв'язку зі швидкою мінливістю економічної ситуації в країні в цілому і на інвестиційному ринку зокрема. Ризик зростає також з ростом пропозиції для інвестування об'єктів що приватизуються, з появою нових елементів і фінансових інструментів для інвестування².

Відповідно до ст. 48 Закону «Про ІСІ» – активи інституту спільного інвестування можуть складатися з цінних паперів, коштів, у тому числі в іноземній валюті, банківських металів та інших активів, передбачених законодавством.

Поділ за режимом обігу цінних паперів з участю ІСІ можливо здійснити в залежності від емісії цінних паперів ІСІ, та визначити наступні режими: розміщення та обіг цінних паперів власної емісії та цінних паперів інших емітентів для формування активів ІСІ.

¹ Шапкин, А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций [Текст] / А. С. Шапкин. – 2-е изд. – М. : Издат.-торг. корп. «Дашков и К^о», 2003. – С. 13.

² Там само. – С. 198.

Норма ст. 58 Закону «Про ІСІ» зазначає, що розміщення та викуп розміщених цінних паперів інституту спільного інвестування здійснюються КУА безпосередньо та/або через торговців цінними паперами, з якими компанія з управління активами уклала відповідні договори.

Відповідно до ст. 72 цього ж Закону – оцінювач майна інституту спільного інвестування проводить його оцінку відповідно до договору, що укладається між оцінювачем та компанією з управління активами. Вимоги до договору про надання послуг з оцінки вартості нерухомого майна інституту спільного інвестування закріплено в Положенні про вимоги до договору про надання послуг з оцінки вартості нерухомого майна інституту спільного інвестування, затвердженому рішенням НКЦПФР № 2672 від 26.11.2013 р.

У зв'язку з реформуванням законодавства, що регулює облік та обіг активів, в тому числі цінних паперів при операціях суб'єктів господарювання, порядок регулювання оцінки цінних паперів в активах ІСІ в останній час можливо поділити на два періоди. Період до відміни порядку оцінки, який існував відповідно до Розділу II Положення про порядок визначення вартості чистих активів затвердженого рішенням НКЦПФР № 1336 від 30.07.2013 р. (далі – Положення № 1336), та період після викладення розділу II Положення № 1336 в редакції Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 2051 від 10.12.2015 р. і введення застосування Міжнародних стандартів фінансової звітності.

Відповідно до попередньої редакції Розділу II Положення № 1336, оцінна вартість активів – це вартість активів за балансовою вартістю (вартістю придбання, собівартістю, справедливою вартістю, ринковою вартістю або іншою вартістю), яка враховується при оцінці вартості активів ІСІ. Серед активів ІСІ вартість цінних паперів встановлювалася різними способами в залежності від умов обігу та результатів діяльності емітента.

1. За даними біржового курсу. Визначалася вартість цінних паперів українських емітентів, які внесені до біржового списку:

1.1. за біржовим курсом цінних паперів, визначеним біржею на дату оцінки, оцінювалися цінні папери іноземних емітентів, що перебували в обігу на одній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначений НКЦПФР;

1.2. за найменшим з біржових курсів оцінювалася ринкова вартість належних ІСІ цінних паперів, що оберталися більш як на одній фондовій біржі;

1.3. за останньою балансовою вартістю здійснювалася оцінка акцій, якщо на дату, за яку здійснювалася оцінка активів ІСІ, біржовий курс акцій, що входив до складу активів ІСІ та перебував у біржовому списку фондової біржі, не визначено;

1.4. за останньою балансовою вартістю з урахуванням доходності до погашення (або викупу), у разі якщо на дату, за яку здійснювалася оцінка активів ІСІ, біржовий курс облігацій, що входив до складу активів ІСІ та перебував у біржовому списку організатора торгівлі, не визначено.

2. За балансовою вартістю та/або з урахуванням понижуючого коефіцієнту. Акції українських емітентів, які не внесені до біржового списку оцінювалися відповідно до вимог пункту 9 Розділу II Положення № 1336. А саме:

2.1. у рік придбання або виключення з біржового списку акції за балансовою вартістю;

2.2. акції емітентів, що за результатами своєї фінансово-господарської діяльності за попередній рік прибуткові, також за балансовою вартістю;

2.3. акції емітентів, що за результатами своєї фінансово-господарської діяльності за попередні два та більше років поспіль були збитковими, оцінювалися за використанням понижуючого коефіцієнту;

2.4. у разі відновлення прибуткової діяльності такого емітента балансова вартість його акцій збільшувалася на суму останньої оцінки із застосуванням понижуючого коефіцієнту.

3. Оцінка активів ІСІ за їх ринковою вартістю.

4. У разі відсутності ринкової вартості активи повинні були оцінюватися за іншою оціночною вартістю, визначеною відповідно до Положення № 1336.

5. При оцінці вартості активів ІСІ вартість цінних паперів емітентів, реєстрація випуску яких скасована НКЦПФР або за рішенням суду, дорівнювала нулю. При цьому:

5.1. З дати оприлюднення інформації про порушення справи про банкрутство емітента дебіторська заборгованість боржника оцінювалася з урахуванням понижуючого коефіцієнту.

5.2. Якщо емітент таких цінних паперів ліквідований та/або був визнаний банкрутом та щодо нього було відкрито ліквідаційну процедуру за рішенням суду, оцінювалася за нульовою вартістю з дати оприлюднення відповідної інформації.

6. За останньою балансовою вартістю або із застосуванням понижуючого коефіцієнту, оцінювалися акції українських емітентів, обіг яких зупинено та/або щодо яких прийнято рішення про зупинення внесення змін до системи реєстру (далі – акції, обіг яких зупинено).

7. Акції асоційованих і дочірніх підприємств на дату оцінки відображалися за вартістю, що була визначена відповідно до Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 12 «Фінансові інвестиції», затвердженого наказом Міністерства фінансів України від 26 квітня 2000 року №91.

8. Боргові цінні папери, які знаходилися в активах ІСІ та не відповідали вимогам пунктів 1–7 Розділу II Положення № 1336, оцінювалися за собівартістю та з урахуванням додаткових умов.

9. Заставні та сертифікати ФОН оцінювалися за собівартістю.

Таким чином, в більшості перелічених випадків при оцінці цінних паперів в активах ІСІ використовувалася оцінка не пов'язана в розрахунках з рейтингом та лістингом.

Після викладення розділу II Положення № 1336 в редакції Рішення Національної комісії з цінних паперів та фордового ринку №2051 від 10.12.2015 р., процедура оцінки активів ІСІ по основним умовам оцінки стала відповідати таким вимогам:

1) Заміна оцінки активів ІСІ на процедуру визнання, за умови відповідності критеріям визнання.

2) Визнання, первісна оцінка, подальша оцінка відповідних активів та припинення їх визнання визначаються відповідними МСФЗ.

3) Облікова політика компанії з управління активами або корпоративного інвестиційного фонду повинна містити опис методів оцінки активів.

4) Справедлива вартість цінних паперів, внесених, внесених до біржового списку, оцінюється за біржовим курсом організатора торгівлі на дату розрахунку вартості чистих активів.

Основні положення, які регламентують оцінку активів ІСІ містяться в стандартах МСФО та МСБО¹, серед яких: Міжнародний стандарт фінансової звітності 9 (МСФЗ 9). Фінансові інструменти (зі змінами станом на 1 січня 2012 року), Міжнародний стандарт фінансової звітності 13 (МСФЗ 13). Оцінка справедливої вартості (зі змінами станом на 1 січня 2013 року), Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39 (МСБО 39). Фінансові інструменти: визнання та оцінка (зі змінами станом на 1 січня 2013 року), Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 28 (МСБО 28). Інвестиції в асоційовані підприємства (зі змінами станом на 1 січня 2012 року), Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 40 (МСБО 40). Інвестиційна нерухомість (в редакції від 01.01.2012), Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 38 (МСБО 38). Нематеріальні активи (зі змінами станом на 1 січня 2012 року).

Разом з тим, як ми бачимо, стандарти МСФО та МСБО спрямовані на одержання необхідної оцінки активів ІСІ, в тому числі фінансових інструментів та серед них емісійних цінних паперів, не вичерпують необхідних випадків законодавчого регулювання оцінки цінних паперів як окремих активів. Так, Рішенням НКЦПФР від 23.02.2016 р. № 197 схвалено проект рішення Комісії «Про визначення ринкової вартості цінних паперів»², яке прийнято з метою реалізації норми ч. 2 ст. 2 Закону України «Про акціонерні товариства».

Якщо розглянути регулювання оцінки цінних паперів в суміжних ринках фінансових послуг, то необхідно відмітити Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності НБУ або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань, схвалений Постановою Правління Національного Банку України від 26.10.2015 р. № 732³.

¹ Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ, МСФЗ для МСП, включаючи МСБО та тлумачення КТМФЗ, ПКТ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/929_010.

² Повідомлення про оприлюднення проекту рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.02.2016 № 197 «Про визначення ринкової вартості цінних паперів» [Текст] // Відом. Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2016. – № 42 (2296). – С. 1.

³ Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності НБУ або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань, схвалений постановою Правління Нац. банку України від 26.10.2015 № 732 // Інформаційно-аналітичний центр «ЛІГА: ЗАКОН».

Наведені приклади свідчать про відсутність чіткої концепції серед регуляторів ринків фінансових послуг щодо формування принципів оцінки та порядку обігу фінансових інструментів в Україні.

3.3.2. Відповідальність компанії з управління активами перед корпоративним інвестиційним фондом за збиткове управління активами та відшкодування збитків

З урахуванням норм ст. 614 ЦК України (далі – ЦК), ст. 218 ГК України (далі – ГК), необхідною фактичною підставою відшкодування збитків є вчинення правопорушення, складовими якого є протиправна поведінка, негативні наслідки, причинно-наслідковий зв'язок між ними, вина правопорушника. В господарсько-правовій відповідальності названі 4 елемента необхідні при відшкодуванні шкоди. В інших випадках необхідна наявність лише протиправної поведінки, а при штрафних санкціях ще й вини.

Відповідно до Інформаційного листа ВГСУ «Про деякі питання практики застосування норм Цивільного та Господарського кодексів України» від 07.04.2008 р. №01–8/211, згідно з частиною другою статті 218 ГК України учасник господарських відносин відповідає за невиконання або неналежне виконання господарського зобов'язання чи порушення правил здійснення господарської діяльності, якщо не доведе, що ним вжито усіх залежних від нього заходів для недопущення господарського правопорушення. Згідно з абзацом другим частини першої статті 614 ЦК України особа є невинуватою, якщо вона доведе, що вжила всіх залежних від неї заходів щодо належного виконання зобов'язання. Отже, частина друга статті 218 ГК України встановлює загальне правило, що учасник господарських відносин відповідає за невиконання або неналежне виконання господарського зобов'язання чи порушення правил здійснення господарської діяльності за наявності його вини¹.

¹ Про деякі питання практики застосування норм Цивільного та Господарського кодексів України. Вищий господарський суд. Інформаційний лист від 07.04.2008 №01–8/211 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v_211600-08.

Зазначену норму в частині відповідальності за невиконання або неналежне виконання господарського зобов'язання слід застосовувати з урахуванням правила абзацу першого частини першої статті 614 ЦК України, згідно з яким особа, яка порушила зобов'язання, несе відповідальність за наявності її вини (умислу або необережності), якщо інше не встановлено договором або законом. Тому учасник господарських відносин відповідає за невиконання або неналежне виконання господарського зобов'язання за відсутності його вини лише у випадках, встановлених договором або законом. Таке регулювання відповідає правовідновлювальному, компенсаційному характеру приватноправової відповідальності¹.

В частині відповідальності за порушення правил здійснення господарської діяльності винятків з правила частини другої статті 218 ГК України не передбачено. Адміністративно-господарські санкції згідно з частиною першою статті 238 ГК України застосовуються за порушення правил здійснення господарської діяльності, є публічно-правовими, конфіскаційними санкціями і не можуть застосовуватись за відсутності вини особи².

Юридичними підставами відповідальності, згідно з розділом VI Положення № 1414, є рішення уповноваженого органу КУА, судові рішення, інші випадки, передбачені чинним законодавством. Компанія з управління активами, яка перевищила свої повноваження або уклала договір не від імені корпоративного фонду, несе відповідальність за зобов'язаннями, які виникають внаслідок виконання таких договорів, лише майном, що належить їй на праві власності, якщо інше не встановлено законом.

Згідно з п. 1 розділу IV Положення № 1414, збитки, завдані КУА інституту спільного інвестування внаслідок порушення нею вимог законодавства, регламенту, проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування, інвестиційної декларації, договору про управління активами корпоративного інвестиційного фонду, відшкоду-

¹ Про деякі питання практики застосування норм Цивільного та Господарського кодексів України. Вищий господарський суд. Інформаційний лист від 07.04.2008 №01-8/211 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v_211600-08.

² Там само.

ються за рахунок резервного фонду КУА, а в разі недостатності резервного фонду – за рахунок іншого майна КУА.

Необхідно відмітити, що особливостями застосування такої господарсько-правової санкції як відшкодування збитків у відносинах за участю ІСІ, є такі способи відшкодування: як за рахунок резервного фонду КУА, так і за рахунок сплаченого статутного капіталу КУА.

Відповідно до Розділу IV п. 2 Положення № 1414, у КУА створюється резервний фонд у розмірі, встановленому установчими документами, але не меншому як 25 відсотків статутного капіталу КУА. Формування резервного фонду здійснюється за рахунок щорічних відрахувань від її чистого прибутку. Розмір щорічних відрахувань до резервного фонду визначається установчими документами КУА, але не може бути меншим 5 відсотків суми чистого прибутку.

Резервний фонд може зберігатися в грошових коштах, в тому числі на окремих депозитних банківських рахунках, відкритих особою, що здійснює управління активами інститутів спільного інвестування, банківських металах, у тому числі на депозитних рахунках у банківських металах, розміщуватися в державні цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України.

При цьому, в ч. 2 ст. 63 Закону «Про ІСІ» визначено розмір статутного капіталу компанії з управління активами, який має становити не менш як 7 мільйонів гривень.

Таким чином, по формальним показникам обсяг майнової відповідальності може сягати максимум 7 млн. грн. + 25%, що в сумі дорівнює 8 750 000 грн.

Але додатково існують ризики того, що розмір активів КУА після одержання ліцензії не буде відповідати початковому розміру статутного капіталу. І якщо для акціонерного товариства, яким може бути КУА, є важелі впливу при відповідному зменшенні активів нижче мінімального розміру статутного капіталу шляхом контролю на підставі звітності, то при утворенні КУА в формі товариства з обмеженою відповідальністю виникають додаткові ризики пов'язані з відсутністю обов'язку по підтриманню мінімального розміру активів.

Що стосується ліцензійної умови для КУА, про наявність 7 млн. грн. статутного капіталу, то контроль за підтриманням відповідного розміру здійснюється на підставі пункту 3, глави 1, розділу II Ліцен-

зійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), затверджених рішенням НКЦПФР №1281 від 23.07.2013 р. (далі – Ліцензійні умови №1281).

Не вступаючи в теоретичні дискусії щодо виконання статутним капіталом гарантійної функції, можливо передбачити, що при виконанні ліцензійних умов КУА, відповідно до яких 7 млн. грн. статутного капіталу повинні бути в КУА, умова про виконання гарантійної функції статутним капіталом буде діяти при виконанні ліцензійних вимог щодо розміру статутного капіталу.

Виходячи з викладеного, законодавство повинно передбачати компенсаційні механізми захисту інтересів інвесторів, чіткі підстави для відповідальності КУА за заподіяну шкоду інвесторам фондів, які знаходяться в її управлінні, а також механізм притягнення до відповідальності КУА, в тому числі, відображення такого механізму в документах, які регулюють інвестиційні відносини в ІСІ.

3.3.3. Правові наслідки банкрутства компанії з управління активами для інвестиційних фондів

Відповідно до ст. 67 Закону «Про ІСІ», у разі визнання компанії з управління активами банкрутом активи інституту спільного інвестування не включаються до ліквідаційної маси компанії з управління активами.

Тому, формально, виходячи з норм законодавства, банкрутство КУА не є загрозою для активів ІСІ, так як на активи ІСІ не розповсюджуються вимоги до КУА та зобов'язання КУА. Виключенням може бути випадок наявності збитків з боку КУА в результаті недбалості, зловживання службовим становищем, або зловживанням правами посадовими особами КУА по відношенню до активів ІСІ.

В такому разі, виникне питання, про неможливість відшкодування збитків за рахунок коштів КУА. Відповідно до ст. 67 Закону «Про ІСІ», компанія з управління активами несе майнову відповідальність

за порушення вимог законодавства, регламенту, проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування, інвестиційної декларації, договору про управління активами корпоративного фонду. Підстави для використання коштів резервного фонду компанії з управління активами встановлюються нормативно-правовими актами НКЦПФР. Таким нормативно-правовим актом є Положення № 1414.

Разом з тим, порядок використання резервного фонду КУА законом не передбачено. Також крім майнових ризиків при банкрутстві КУА існують і ризики правові, які мають організаційно-правовий характер і пов'язані з тим, що на певний час, до прийняття рішення загальними зборами КФ про зміну КУА, операції з активами ІСІ «заморожуються» і ніхто не може підтримувати ліквідність та вартість активів в КІФ. Схожа ситуація виникає і в ПФ з відмінностями, пов'язаними з повною несаможиттєвістю власників інвестиційних сертифікатів в прийнятті рішень відносно управління пайовим фондом певного КУА.

3.3.4. Правові проблеми усунення в окремих випадках компанії з управління активами від управління інвестиційними фондами

Нечіткість законодавчого регулювання призводить до існування проблем припинення правоідносин між інвестиційними фондами та КУА при прорушенні останніми обов'язків щодо управління цими фондами. Повноваження наглядової ради КІФ щодо визначення умов управління активами в таких випадках КІФ реалізуються непрямим способом. Регламент КІФ та зміни до нього затверджуються наглядовою радою корпоративного фонду і підлягають реєстрації в НКЦПФР. До ключових питань, які пов'язані з управлінням, відповідно до п. 6, 7, 11 ст. 12 Закону «Про ІСІ» відносяться:

- умови, за яких може бути здійснено заміну компанії з управління активами, зберігача активів корпоративного фонду, та порядок такої заміни із зазначенням дій, спрямованих на захист прав учасників корпоративного фонду;

- порядок визначення вартості чистих активів та ціни розміщення (викупу) акцій корпоративного фонду;
- інвестиційну декларацію.

Фактично детальне відображення відповідних порядків заміни КУА та визначення вартості чистих активів в КІФах здійснюється з подачі КУА.

Так, для прикладу, в регламенті Публічного акціонерного товариства «Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд «КІНТО Капітал» формально виконуються вимоги п. 6, 7, 11 ст. 12 Закону «Про ІСІ», тобто не передбачаються підстави для заміни КУА, які мають характер юридичних фактів пов'язаних з будь-якими правовими конфліктами інтересів КУА та КІФ, недбалим управлінням КУА, завданням збитків КІФ, в тому числі, в результаті придбання неякісних активів для КІФ¹.

Крім того, відповідні юридичні дії, як наслідки ризикового управління КІФ також не передбачені в ч. 2 ст. 37 Закону «Про ІСІ», яка містить у зв'язку з цим тільки зобов'язання наглядової ради провести своє засідання. Хоча норма статті і передбачає як підстави проведення засідання наглядової ради при настанні неплатоспроможності КІФ, зменшення вартості чистих активів для певних видів КІФ, додаткова норма п. 5 ч. 2 ст 27 цього Закону передбачає можливість внесення інших умов в статут корпоративного фонду. Але ця норма, спрямована на захист інтересів акціонерів та інвесторів, фактично не реалізується на практиці в статутах КІФ, що призводить до відсутності реального механізму захисту інтересів інвесторів при падінні вартості активів фондів. Наприклад, в статуті Публічного акціонерного товариства «Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд «КІНТО Капітал» не віднесено будь-яких фактичних підстав додатково до закону, які захищають інтереси інвесторів при завданні збитків КІФ з боку КУА. Ситуація в наведених прикладах приводить до того, що при відсутності детально закріплених умов виконання договору про управління активами між КУА та КІФ, органи КІФ обмежені в правомочностях

¹ Публічне акціонерне товариство «Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд «КІНТО Капітал» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [file:///C:/Users/NDIPZIR20/Downloads/40309%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/NDIPZIR20/Downloads/40309%20(3).pdf).

своєчасно та обґрунтовано провести збори та прийняти рішення щодо заміни КУА. Навпаки, в розділі II Положення № 1414, передбачається, що договір повинен містити порядок заміни КУА та умови дострокового припинення договору, які, при відсутності регулювання в Законі та публічного доступу до договору КУА з КІФ, як правило, завжди встановлюються в інтересах КУА.

Розділи VII та VIII Ліцензійних умов № 1281 не передбачають чіткого механізму відсторонення КУА від управління інвестиційним фондом за порушення умов договору про управління активами шляхом винисення постанов НКЦПФР про зупинення та анулювання ліцензії.

У зв'язку з наведеними правовими ризиками, при несприятливих умовах для діяльності КІФ та настання умов неплатоспроможності, органи управління КІФ не мають можливості своєчасно застосувати заходи по запобіганню банкрутству КІФ. В результаті збігу наведених негативних обставин для КІФ може скластися така ситуація, при якій КУА за своєю ініціативою розриває договір про управління активами КІФ або договір припиняється з інших підстав, а наглядова рада може скликати загальні збори для заміни КУА, що відбудуться через деякий час, за який КІФ буде без належного управління.

Закон «Про ІСІ» чітко не визначає осіб, які мають право бути членами наглядової ради, а навпаки, встановлює заборони на членство, передбачені в ст. 35 Закону «Про ІСІ». Це призводить до того, що в існуючих статутах КІФ також формально повторюються чинні норми Закону «Про ІСІ», не деталізуючі процедуру висунення кандидатів в члени наглядової ради та характеристики таких осіб, що підтверджується, як приклад, в Положенні про наглядову раду публічного акціонерного товариства «Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд «Пілот-портфоліо»¹.

В результаті збитків КІФ, останній може стати неплатоспроможним і відносно нього буде порушено справу про банкрутство, тоді як ст. 88 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржни-

¹ Положення про наглядову раду публічного акціонерного товариства «Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд «Пілот-портфоліо» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pilot-capital.com.ua/uploads/editor/KIF/Pol_nr.pdf.

ка або визнання його банкрутом» (далі – Закон «Про банкрутство»)¹ не передбачає процедури відновлення платоспроможності КІФ, а робить відсилання до нормативно правових актів України. В результаті, при відсутності чіткої процедури заміни КУА при неплатоспроможному КІФ, розпорядник майна КІФ, який, хоча і має сертифікат НКЦПФР на виконання спеціальної діяльності на підставі ч. 4 ст. 88 Закону «Про банкрутство», здійснює дії, спрямовані на реалізацію справи про банкрутство, а не на управління активами КІФ з метою відновлення платоспроможності, оскільки на це він не має жодних повноважень.

Підсумовуючи, можливо відмітити наступне. Питання відповідальності КУА за збереження платоспроможності ІСІ регулюється недостатньо і тільки фрагментарно.

По-перше, відсутні чіткі основні склади правопорушень за які настає майнова відповідальність КУА.

По-друге, згідно з ч.2 ст. 67 та Положенням № 1414 передбачається орієнтовний порядок використання резервного фонду КУА та несення КУА відповідальності своїм майном з відсиланням до іншого законодавства або рішень уповноважених органів КУА. Такий механізм також не може вважатися дієвим для захисту інтересів інвесторів.

По-третє, основна група норм. Здійснення державного регулювання, нагляду² та настання адміністративно-господарської відповідальності КУА за порушення організаційно-господарських відносин.

¹ Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом [Текст] : Закон України від 14.05.1992 № 3243-ХІІ // Відом. Верхов. Ради України. – 1992. – № 31. – Ст. 440.

² Положення про систему нагляду за дотриманням професійними учасниками фондового ринку [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 03.06.2014 № 731 // Офіц. вісн. України. – 2014. – № 64. – Ст. 1758.

РОЗДІЛ 4

ОКРЕМІ ЗАСОБИ ЗАХИСТУ ІНТЕРЕСІВ ІНВЕТОРІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

4.1. Європейські гарантійно-компенсаційні механізми захисту прав інвесторів та впровадження таких механізмів в Україні

Ринок фінансових послуг України, який існує на теперішній час, потребує негайного реформування шляхом впровадження дієвих механізмів захисту прав інвесторів – споживачів фінансових послуг та формування конкурентоспроможного національного ринку фінансових послуг шляхом усунення спекулятивних схем на цьому ринку.

Запровадження в Україні компенсаційних схем при залученні коштів від інвесторів є однією із необхідних умов приведення законодавства України у відповідність до вимог законодавства ЄС.

В Європейському Союзі компенсаційні схеми захисту прав інвесторів урегульовані такими Директивами як Директива 97/9/ЄС Європейського парламенту та Ради від 3 березня 1997 року «Про схеми компенсації інвесторам» (далі – Директива 97/9/ЄС) та Директива 2014/49/ЄС від 16 квітня 2014 «Про схеми гарантування вкладів» (далі – Директива 2014/49/ЄС).

В даному висновку увага акцентується саме на компенсаційній схемі захисту прав інвесторів при залученні їх коштів у інвестиційний бізнес.

Європейське законодавство. Директива 97/9/ЄС Європейського парламенту та Ради від 3 березня 1997 року «Про схеми компенсації інвесторам» передбачає, що усі держави-члени повинні мати схеми компенсації для інвесторів, які б гарантували узгоджений мінімальний

рівень захисту, принаймі для певних інвесторів, у випадку, коли інвестиційна компанія буде неспроможною виконати свої зобов'язання перед клієнтами свого інвестора. Слід зазначити, що не існує єдиного загальноприйнятого управлінського підходу до організації компенсаційних схем. Кожна держава ЄС самостійно приймає рішення про їх форму власності, структуру управління, відносини з регулюючим органом. Відповідно до ч. 1 ст. 2 Директива 97/9/ЄС кожна державачлен має забезпечити, щоб на її території були впроваджені і офіційно визнані одна або більше схем компенсації для інвесторів. За винятком обставин, передбачених у другому підпункті і в статті 5(3), жодна інвестиційна компанія, вповноважена у тій державі-члені, не може вести інвестиційний бізнес, поки вона не включена в одну з таких схем.

Учасники та умови запровадження компенсаційної схеми в ЄС. Учасниками компенсаційної гарантійної схеми є інвестор та інвестиційні компанії. Частина 1 ст. 7 Директиви 97/9/ЄС передбачає, що схеми компенсації для інвесторів, впроваджені і офіційно визнані в державі-члені відповідно до статті 2(1), мають також поширюватися на інвесторів у філіях, які засновані інвестиційними компаніями в інших державах-членах. Відповідно до ч. 4 ст. 1 зазначеної Директиви інвестор – означає будь-яку особу, котра довірила гроші або інструменти інвестиційній компанії у зв'язку з інвестиційним бізнесом. Згідно з ч. 1 ст. 4 Директиви 2014/65/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» інвестиційна компанія означає будь-яку юридичну особу, регулярним заняттям чи бізнесом якої є надання однієї або більше інвестиційних послуг третім сторонам і / або виконання одного або декількох видів інвестиційної діяльності на професійній основі.

Частина 2 ст. 2 Директиви 97/9/ЄС передбачає, що схема має забезпечувати покриття для інвесторів у відповідності до статті 4 у випадку, коли або:

– компетентні органи визначили, що з їх точки зору, інвестиційна компанія на даний момент з причин, які безпосередньо пов'язані з її фінансовими умовами, неспроможна виконати свої зобов'язання, що виникли, і не має можливостей виконати їх у найближчому майбутньому,

або

– судовий орган прийняв постанову з причин, які безпосередньо пов'язані з фінансовими умовами інвестиційної компанії, і ця постанова призупиняє спроможність інвесторів виставляти вимоги проти компанії, у залежності від того, що було раніше.

Покриття має забезпечуватися для вимог, які виникають через неспроможність інвестиційної компанії:

– повернути грошові кошти, позичені або такі, що належать інвесторам, і зберігаються від їх імені у зв'язку з інвестиційним бізнесом, або

– повернути інвесторам будь-які інструменти, що належать їм і зберігаються, перебувають в управлінні або під керівництвом від їх імені у зв'язку з інвестиційним бізнесом,

у відповідності до правових і контрактних умов, що застосовуються.

Види інвестиційної діяльності. Додаток 1 Директиви 2014/65/ЄС визначає такі види інвестиційних послуг: прийом і передача замовлень щодо одного або більше фінансових інструментів, виконання замовлень за дорученням клієнтів, управління власним рахунком, управління портфелем цінних паперів, інвестиційна консультація, андеррайтинг фінансових інструментів та / або розміщення фінансових інструментів на основі твердих зобов'язань, розміщення фінансових інструментів без твердих зобов'язань, організація діяльності багатосторонньої торговельної системи, організація діяльності організованого торговельного майданчика.

Як визначаються збитки. Частина 4 ст. 2 Директиви 97/9/ЄС передбачає, що сума вимоги інвестора має обчислюватися у відповідності з правовими і контрактними умовами, зокрема, тими, які стосуються взаємозаліку і контр-вимог, що застосовуються до оцінки суми коштів або вартості на дату визначення або постанови, зазначеної у пункті 2, яка (оцінка) при можливості визначається за ринковою вартістю інструментів, що належать інвестору, які інвестиційна компанія неспроможна сплатити або повернути.

Розмір покриття компенсацією. Відповідно до ч. 1 ст. 4 Директиви 97/9/ЄС держава-член має гарантувати, щоб схеми забезпечували для покриття не менше 20 000 єкю на кожного інвестора у відно-

шенні до вимог, зазначених у статті 2(2). Згідно з ч. 2 ст. 4 зазначеної Директиви держава-член може передбачити можливість того, що певні інвестори мають виключатися із покриття схемами або їм може дозволятися мати нижчий рівень покриття. Такі винятки мають застосовуватися у випадках, викладених у Додатку I Директиви 97/9/ЄС. Частина 3 ст. 4 цієї Директиви зазначає, що ця стаття не перешкоджає дотриманню або прийняттю положень, згідно з якими для інвесторів дозволяється покриття вище або більшого охоплення.

Строки виплати коштів. Відповідно до ч. 1 ст. 9 Директиви 97/9/ЄС при запровадженні схеми компенсації слід вжити відповідних заходів щодо інформування інвесторів про визначення чи постанову, вказаних у статті 2(2), і в разі, коли вони мають одержати компенсацію, зробити це у якомога коротший термін. Можна встановити період, протягом якого інвестори можуть подавати свої вимоги. Такий період повинен бути не меншим, ніж п'ять місяців після вищезгаданої дати визначення або постанови чи від дати, коли таке визначення або постанова були оголошені. Проте, той факт, що такий період минув, не може приводити до ситуації, що інвестору було відмовлено у відшкодуванні за схемою компенсації, якщо він не зміг вчасно скористатися своїм правом на компенсацію. Частина 2. ст. 9 Директиви 97/9/ЄС встановлює, що робота схеми компенсації має забезпечувати оплату вимоги інвестора якомога скоріше і не пізніше, ніж через три місяці з часу визнання законності і суми вимоги. За виняткових обставин та у спеціальних випадках працівники схем компенсації можуть звертатися до компетентних органів з проханням продовжити часові ліміти. Однак, таке продовження не може перевищувати три місяці.

Компенсаційна схема Великобританії. Компенсаційна схема у Великобританії The Financial Services Compensation Scheme (FSCS) існує у вигляді компенсаційного фонду, що поширює свою дію на весь ринок фінансових послуг. Financial Services Compensation Scheme (далі – FSCS), яка поєднує 5 різних схем: по депозитам, інвестиціям, страховому посередництву, страховому бізнесу, іпотечним фірмам (іпотечні кредити і іпотека). Згідно статтею 214 п.1 Закону про ринки фінансових послуг Великобританії 2000 р. (Financial Services and Markets Act 2000) уповноважена особа компенсаційної

схеми може змінювати умови компенсаційної схеми, а саме: коло осіб на які буде поширюватися дана схема, певні вимоги для окремої категорії осіб, обставини при яких буде застосовуватися дана схема, місце розтошування фінансової установи і таке інше. Дана схема, як система захисту, була створена переважно для допомоги приватним особам, проте, представники дрібного бізнесу так само підпадають під дію цієї схеми. Великі підприємці, як правило, виключаються. Хоча є деякі винятки з цього по депозиту і страхових випадках.

Механізм функціонування схеми та виплати компенсацій.

Схема захисту для інвесторів починає діяти, якщо фірма не може або схоже що не зможе відповідати за своїми зобов'язаннями. Стаття 404 розділу 14 Закону Про ринки фінансових послуг 2010 р. (Financial Services Act 2010) передбачає схему розгляду справ споживачів. FSCS може визначити у компанії дефолт, якщо відбувається одна з наступних дій: (а) якщо фінансова установа добровільно йде на ліквідацію; (б) визначено, що дана компанія не може відповідати за своїми зобов'язаннями; (в) призначено ліквідатора або адміністратора або тимчасового адміністратора або тимчасового керуючого; (г) є припис суду про ліквідацію компанії або адміністрацію підприємства. FSCS може втручатися в процес ліквідації у разі виникнення фінансових труднощів у компанії або в разі дефолту. Стаття 404 Е Закону Про ринки фінансових послуг 2010 р. розповсюджується як на надання платіжних послуг так і на інвестиційну діяльність, тобто норми регулювання є однаковими для всіх видів послуг передбачених цією статтею.

В Великобританії, як тільки компанії оголошується дефолт, адміністратор або ліквідатор зазвичай повідомляють про існування системи захисту споживачів. Тривалість обробки претензій буде залежати від ряду факторів, таких як тип і складність претензії, рівень інформації, яку FSCS повинен зібрати з інших джерел. Деякі фактори можуть бути повністю поза контролем FSCS. Якщо фірма не здійснює свою діяльність, але як і раніше є активи, які могли б задовольнити потреби споживачів, FSCS не зможе допомогти в цьому випадку. У цьому випадку споживачі сами змушені вирішувати ці питання.

Що стосується суб-схеми FSCS для інвестиційного бізнесу, то вона починає діяти коли виникають претензії у споживачів до фінан-

сових консультантів та інвестиційним компаній. FSCS спрацьовує також, коли фірма виходить з бізнесу і не може або швидше за все, на думку FSCS, не зможе виплатити грошові кошти за заявленими претензіями, висунутих проти неї. FSCS так само має місце, коли фірма припинила свою діяльність і не має достатніх активів для задоволення претензій чи є неплатоспроможною. Як тільки FSCS переконається, що фірма не може або швидше за все не зможе виплатити кошти, FSCS заявляє, що фірма знаходиться в стані дефолту. Дане оголошення є підставою для складання заяви для відшкодування компенсації. Щоб претендувати на компенсацію, інвестори повинні мати на те права, встановлені правилами Financial Conduct Authority (далі – FCA) і Prudential Regulation Authority (далі – PRA). До таких правил відноситься те, що це повинні бути приватні особи, розмір виплат здійснюються у чітко визначених межах та ін.

Для того, щоб в інвестора була можливість вимагати компенсацію, йому потрібно заповнити і повернути бланк заяви, який надсилається FSCS. За заявами щодо інвестиційних компаній, FSCS може виплатити 50000 євро як компенсацію на одну людину. 100% від перших 50000 євро. Щоб претендувати на компенсацію в інвестора мають бути права, встановлені правилами FSCS.

Статус FSCS. Основним елементом компенсаційної схеми у Великобританії є юридична особа – FSCS, яка є приватною компанією, а саме товариством з обмеженою відповідальністю, де відповідальність учасників обмежується їх гарантіями і не має статутного капіталу. Відповідно до статті 3 ч. 1 Закону Великобританії «Про компанії» (Companies Act 2006) якщо відповідальність учасників обмежується сумою їх вкладу в активи компанії при її ліквідації, це є товариством з обмеженою відповідальністю в гарантованих межах.

Учасники. Учасниками FSCS є ліцензовані фінансові компанії та постачальники платіжних послуг. FSCS задовольняє претензії по тим фінансовим установам, діяльність яких врегульована FCA і PRA. Процес авторизації компаній, які здійснюють інвестиційну діяльність детально описується на сайті FCA, а саме, які вимоги ставляться для авторизації учасників цих послуг. До ліцензованих фінансових компаній, які надають інвестиційні послуги і авторизуються FCA відносяться: фірми, які надають консультації з питань пенсійного забез-

печення, інвестиційні фонди нерухомості, фірми, що надають інвестиційні консультації по структурованим продуктам (структуровані продукти можуть мати різну форму і, як правило, емітуються банками та інвестиційними компаніями). Європейські фірми (уповноважені національним законодавством) котрі здійснюють свою діяльність у Великобританії, так само можуть бути включені в дану схему компенсацій.

Характер інвестиційної діяльності. Види інвестицій, за якими виплачуються компенсації. FSCS виплачує компенсацію тільки за законними претензіями. FSCS забезпечує захист по інвестиціям якщо: була дана неякісна інвестиційна порада або якщо інвестор був введений в оману; коли інвестиційна фірма виходить з бізнесу і не може повернути гроші або інвестиції. Інвестиції охоплюють питання, пов'язані з: цінними паперами та акціями, пайовими фондами, ф'ючерсами та опціонами, довгостроковими інвестиціями, особистий пенсійний план. FSCS проводить аналіз кожної претензії, щоб переконатися, що дана особа має право на отримання компенсації. Встановлюється: чи дійсно була дана неякісна порада і чи були понесені фінансові втрати.

Компенсаційні схеми в Республіці Польща. Управління компенсаційною схемою здійснює Національний депозитарій цінних паперів, нагляд – Комісія фінансового нагляду.

Відповідно до ст. 46 Закону «Про торгівлю фінансовими інструментами» від 29.07.2005 р. (далі – Закон від 29.07.2005 р.) Національний депозитарій діє в формі акціонерного товариства.

Акціонерами Національного Депозитарію можуть бути: компанії, що здійснюють діяльність на біржовому та позабіржовому ринках, інвестиційні компанії, банки, Казначейство, Національний Банк Польщі, міжнародні фінансові організації, членом яких є Республіка Польща, а також юридичні особи або інші організаційні одиниці, які ведуть діяльність у сфері обліку цінних паперів, клірингу або врегулювання угод, укладених у цінних паперах або організації регульованого ринку, що мають зареєстрований офіс на території держави-члена або держави, що належить до ОЕСР і підлягають контролю з боку компетентного органу управління цієї держави.

Інвестори. Регулюються Законом від 29.07.2005 р. Інвестор визначається на підставі ст. 132 ч. 1 Закону від 29.07.2005 р., як фізична

особа, юридична особа або структурний підрозділ, що не має статусу юридичної особи, на користь яких брокер надає одну з послуг, перелічених в ст. 69 ч. 2 і ч. 4, п. 1, за деякими виключеннями.

Види інвестиційної діяльності. Система компенсації діє при здійсненні брокерської діяльності, яка включає в себе виконання дій, спрямованих на:

- приймання та передачі замовлень, придбання або відчуження фінансових інструментів;
- виконання замовлень, про яких йде мова в п. 1, на рахунок довірителя;
- придбання або продаж за свій рахунок фінансових інструментів;
- управління портфелями, до складу яких входить один або більшу кількість фінансових інструментів;
- консультації щодо інвестицій;
- розміщення фінансових інструментів;
- надання послуг при виконанні укладених договорів про інвестиційний андеррайтинг та сфери послуг або укладення та виконання інших подібних угод, якщо їх предметом є фінансові інструменти;
- здійснення альтернативної системи торгівлі;
- зберігання або реєстрації фінансових інструментів, у тому числі і ведення рахунків цінних паперів та накопичувальних рахунків, та веденні рахунків грошових коштів.

Механізм функціонування схеми та виплати компенсацій. Основні положення встановлені в ст. 133 Закону від 29.07.2005 р.

Національний Депозитарій цінних паперів повинен встановити і підтримувати систему обов'язкової компенсації для збору коштів на виплату компенсацій інвесторам, від платежів, зазначених у ст. 137 п.п. 1 і 5.

Метою схеми є надання інвесторам платежів у розмірі, встановленому законом, засобів і компенсації вартості втрачених фінансових інструментів, накопичених ними в брокерських будинках, у тому числі їх офісів за межами території Польщі, щодо послуг, для них, з точки зору види діяльності, зазначені в ст. 69 пункт. 2 і ч. 4 п. 1, у разі:

- 1) заяву про банкрутство брокерської фірми або
- 2) остаточну відмову від застосування банкрутства через те, що активи брокерського будинку є недостатніми для покриття судових витрат, або

3) висновку Комісії, що брокерська фірма не в змозі, з причин, безпосередньо пов'язаних з фінансовим становищем, виконати свої зобов'язання, що випливають з вимог інвесторів і не дозволяє їм виконувати в найближчому майбутньому.

Припинення провадження по справі про банкрутство брокерського будинку не зупиняє здійснення заходів, спрямованих на виплату компенсації інвесторам.

Витрати на утримання Національного Депозитарієм схеми компенсації і збори, належні для управління схемою компенсації, покриваються за рахунок активів системи.

Відповідно до ст. 134 Закону від 29.07.2005 р. Наглядова Рада Національного депозитарію цінних паперів приймає Регламент функціонування системи компенсації.

Щорічні виплати. Ст. 137 Закону від 29.07.2005 р.

Брокерські будинки вносять до системи компенсації в кожному календарному році обов'язкові щорічні платежі, іменовані надалі «щорічні виплати» у розмірі суми добутків:

1) ставки не вище, ніж 0,4%, і середній залишок грошових коштів інвесторів;

2) ставки не вище, ніж 0,01%, і середня вартість фінансових інструментів, протягом останніх 12 місяців, належних інвесторам або записаних на зведених рахунках.

Ст. 137 також передбачає порядок перерахування виплат, відповідальності за порушення відповідного порядку, розрахунок розміру накопичених внесків, при якому зупиняється перерахування внесків.

Розмір покриття компенсацією. Відповідно до ст. 139 Закону від 29.07.2005 р. схема компенсації забезпечує виплату коштів інвесторів, зменшених на виплати брокерському дому інвестором за послуги, при наявності підстав в сумі заборгованості на дату настання однієї з обставин, зазначених у ст. 133 в злотих еквівалент 3000 євро – 100% коштів, охоплених схемою компенсації, і 90% від перевищення цієї суми, за винятком того, верхня межа для виплат, охоплених компенсаційною схемою складає еквівалент 22000 євро.

Що стосується України, то необхідно зазначити, що в даний час законодавство України не передбачає існування в Україні жодної схеми компенсації для інвесторів. Так, були спроби щодо втілення

Проекту Закону про Фонд гарантування вкладів та інвестицій фізичних осіб № 3132 від 28.08.2013 в життя, але 27.11.2014 з Верховної Ради цей проект було відкликано. Відповідно до цього проекту метою його є захист прав і законних інтересів вкладників та інвесторів фінансових установ, де інвестором є фізична особа (крім фізичних осіб – суб'єктів підприємницької діяльності), яка передала торговцю цінними паперами кошти та/або цінні папери на підставі договору про управління цінними паперами, а також фізична особа – власник цінних паперів інституту спільного інвестування, емісія яких була здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення. Тобто, як ми бачимо, дія цього проекту розповсюджується на інвесторів, яке передали своє кошти торговцям цінних паперів або передали в управління інститутам спільного інвестування. Але, на нашу думку, дія цього проекту не повинна обмежуватися лише цими двома видами професійної діяльності на фондовому ринку, а саме, діяльністю з торгівлі цінними паперами та діяльністю з управління активами інституційних інвесторів. Так, як дія Директиви 97/9/ЄС розповсюджується не лише на професійних учасників фондового ринку, а й на інші фінансові установи.

На жаль, в даний час для захисту інтересів інвесторів фактично існує лише один механізм захисту прав – механізм страхування ймовірних ризиків, які можуть виникати на ринку фінансових послуг.

Тому, на нашу думку, було б доречним створення в Україні дієвих компенсаційних схем, які належним чином захищають права та інтереси інвесторів і які досить таки давно застосовуються в країнах ЄС.

Враховуючи, те, що Україна взяла на себе зобов'язання щодо введення національного законодавства у відповідність із законодавством Європейського Союзу щодо захисту прав інвесторів, то було б доречним, створення в Україні подвійної компенсаційної системи, яка складалась б з державного фонду гарантування інвестицій на ринку фінансових послуг та солідарного гарантійного фонду інвестицій.

Розглянемо більш детально можливий порядок створення та діяльності кожного з таких фондів, максимально наближений до законодавства ЄС.

Так, першим є створення державного фонду гарантування інвестицій. Даний фонд є гарантійним фондом, який є операційно неза-

лежною структурою від регулюючих органів (НКЦП та НКРФП), але з якими погоджує свою діяльність і підзвітний їм. Фонд є юридичною особою, має відокремлене майно, самостійний баланс та поточний та інші рахунки у Національному банку України, печатку із своїм найменуванням, веде облік і звітність відповідно до законодавства. Доцільним є побудова цього фонду на основі змішаного фінансування, що передбачає, з одного боку, обов'язковість сплати внесків учасниками ринку фінансових послуг, а з іншого – використання коштів державного бюджету для забезпечення фінансової стійкості системи. Збір внесків з учасників ринку здійснюють НКЦП та НКРФП, залежно від виду фінансової установи відносно якої вони здійснюють регулювання.

Даний фонд, в свою чергу, об'єднує в собі декілька діючих субкомпенсаційних схем (фондів). А саме, фонди створені для компенсації втрат від реалізації ризиків у сфері страхування, інвестування, цінних паперів та недержавного пенсійного забезпечення. Тобто державний гарантійний фонд включає в себе чотири компенсаційні схеми. Ми його розглядаємо на прикладі однієї суб-схеми – суб-хеми цінних паперів. Державний гарантійний фонд зобов'язаний виплатити кошти інвесторам у разі, якщо страхові компанії, інвестиційні компанії, професійні учасники ринку цінних паперів та недержавні пенсійні фонди не в змозі виконати свої зобов'язані перед інвесторами у разі припинення діяльності або неплатоспроможності такої небанківської фінансової установи. Участь зазначених установ у такому державному фонді є обов'язковою. Фінансова установа набуває статусу учасника Фонду в день внесення запису до реєстру учасників державного гарантійного фонду. Ліцензія такої фінансової установи повинна видаватися після участі у фонді. Дія цього фонду спрямована на захист прав приватних інвесторів та інтересів малого бізнесу. Кожна фінансова установа, яка підлягає регулюванню з боку НКЦП та НКРФП, повинна сплачувати щорічно податок, який спрямовується на поточні витрати і компенсаційні виплати. Участь у такому фонді є обов'язковою для зазначених вище суб'єктів ринку фінансових послуг.

2-й варіант: участь у фонді є обов'язковою через певний період адаптації до законодавства ЄС.

Процедура виплати компенсацій інвестором державним гарантійним фондом повинна виглядати наступним чином. Цей фонд спрацьовує, коли фінансова установа ліквідується або знаходиться в стані неплатоспроможності, і в результаті перевірки державного гарантійного фонду, з'ясовується, що не має достатніх активів для задоволення претензій інвесторів. Після здійснення відповідної перевірки державним гарантійним фондом разом з НКЦП і НКРФП, на сайті фонду опубліковується офіційне оголошення, про те, що установа ліквідується або знаходиться в стані неплатоспроможності. Відповідне оголошення є підставою для звернення інвесторів із заявою до державного фонду з вимогою про виплату компенсацій по заборгованості. Відповідна заява-претензія обробляється фондом, в залежності від складності обставин, від семи до двадцяти днів робочих днів. Фактична сума компенсації залежить від претензії інвестора. Державний фонд виплачує компенсацію виключно за фінансові втрати. Для того, щоб претендувати на виплату компенсацій, інвестори повинні мати на те відповідні права згідно з правилами, які встановлюються Державним фондом гарантування. По кожному сектору ринку фінансових послуг встановлюється свій ліміт виплати компенсації.

Система гарантування інвестицій гарантує проведення компенсаційних виплат інвесторам, що втратили інвестиції внаслідок настання їх недоступності, управління якими здійснювалось інвестиційними компаніями та професійними учасниками цінних паперів, у розмірі 90 відсотків неповернутих інвестицій, але не більше 200 тис. гривень за кожним фактом недоступності інвестицій. Компенсаційні виплати проводяться виключно у гривнях.

Але системно такий фонд може функціонувати тільки при належному нагляді за учасниками ринку фінансових послуг. Відсутність належного нагляду породжує неплатоспроможність фінансових установ і як наслідок, звернення до такого фонду нерентабельних установ, які не в змозі виконувати свої зобов'язання перед інвесторами.

Іншою компенсаційною схемою для інвесторів можна визначити як створення солідарного гарантійного фонду шляхом укладення учасниками такого фонду договору про солідарне виконання зобов'язання перед інвесторами у разі втрати інвестицій внаслідок

настання їх недостатності. Тобто, формування схеми солідарного виконання зобов'язань шляхом укладення договору кількома учасниками. Учасниками даного фонду можуть бути: страхові компанії, інвестиційні компанії, професійні учасники ринку цінних паперів, кредитні установи (окрім банків) та недержавні пенсійні фонди. Відповідно до договору учасники повинні відповідати за зобов'язаннями кожного з них перед інвесторами, що втратили інвестиції, управління якими, здійснювалося ким-небудь з цих учасників. Участь в такому фонді є добровільною. Такий фонд є юридичною особою, що засновується учасниками ринку фінансових послуг або їх саморегулюючими організаціями. Фонд є некомерційною самоврядною установою, що виконує спеціальні функції у сфері гарантування інвестицій інвесторів. Компенсації з такого фонду виплачуються фізичним особам за рахунок його активів внаслідок настання недоступності інвестицій, в результаті ліквідації або дефолту фінансової установи, а також у разі відмови виплати після звернення інвестора до відповідної фінансової установи певних грошових коштів.

Учасники солідарного гарантійного фонду укладають між собою договір про солідарне виконання зобов'язань, згідно з яким сторони (учасники) зобов'язуються солідарно відповідати за зобов'язаннями кожної сторони договору перед інвесторами, що втратили інвестиції внаслідок настання їх недоступності. Кількість сторін (учасників) договору про солідарне виконання зобов'язань повинна бути необмеженою.

У разі виникнення заборгованості у фінансової установи перед інвестором відносно невиконання своїх зобов'язань, таке зобов'язання повинно бути виконано протягом десяти днів з дня отримання відповідної вимоги від інвестора. Якщо учасник солідарного гарантійного фонду не виконує свої зобов'язання протягом зазначеного строку всі інші учасники такого фонду відповідно до договору про солідарне виконання зобов'язання зобов'язані виконати таку вимогу солідарно на умовах, визначених таким договором. Право на одержання гарантованої суми відшкодування коштів за компенсаційними виплатами відповідно інвестори набувають за рахунок коштів Фонду в грошовій одиниці України з дня настання недоступності інвестицій. Датою настання недоступності інвестицій є дата неповернення фінансовою

установою відповідно до умов укладеного договору з інвестором відповідних грошових коштів.

Солідарний гарантійний фонд набуває право кредитора фінансової установи на всю суму, що підлягає відшкодуванню інвесторам такої фінансової установи на момент ухвалення рішення про ліквідацію фінансової установи. Фонд за запитом ліквідатора учасника Фонду подає у письмовій формі інформацію про розмір проведених відшкодованих коштів та/або компенсаційних виплат за рахунок коштів Фонду. Фонд повинен мати власний веб-сайт, на якому оприлюднюються: звіти Фонду, перелік учасників Фонду, розмір відшкодування вкладів та компенсаційних виплат. Учасники цього Фонду зобов'язані подавати кварталну та річну інформацію, аудиторські висновки та документи, перелік яких визначається цим Фондом. Він є установою, що не має на меті отримання прибутку. Джерелами формування коштів і майна Фонду є: початкові збори з учасників, регулярні збори з учасників, доходи, одержані від інвестування коштів Фонду в державні цінні папери України, доходи, одержані у вигляді процентів, нарахованих банками України за залишками коштів на рахунках Фонду, кредити і позики, залучені відповідно до законодавства, кошти, одержані від продажу майна ліквідованих учасників Фонду, в розмірі проведених компенсаційних виплат, інші надходження. Вкладати кошти інвесторів солідарний гарантійний фонд може тільки в банки, що мають рейтинг. На законодавчому рівні потрібно буде прописати, що фонди можуть розміщувати депозити тільки в тих банках, які забезпечать гарантування їх вкладів.

Висновки. Однією з найважливіших цілей, що лежить в основі функціонування сучасного ринку фінансових послуг є забезпечення захисту активів інвесторів у цьому секторі. Інвестори, які інвестують свої гроші повинні бути належним чином захищені. Система захисту інвесторів складається з: а) видачі дозволу на здійснення фінансовими установами своєї діяльності (перевірка всіх аспектів функціонування фінансових установ, для гарантування допуску підготовлених осіб); б) системи державного контролю та нагляду за поточною діяльністю, мета яких усунути небезпеку ситуації, яка загрожує тим, хто довірив свої інвестиції; в) система компенсації інвесторам. Так, система компенсації інвесторів в Україні нажаль відсутня, і тому це

питання потребує детального дослідження і подальшого нормативного закріплення в законодавчих актах.

4.2. Визначення фіктивності емітентів цінних паперів як засіб захисту інтересів інвесторів

Окремої уваги заслуговує теза про недопущення внесення та перебування у біржовому списку цінних паперів та інших фінансових інструментів, емітенти яких включені до переліку емітентів, що мають ознаки фіктивності. Список емітентів, які мають ознаки фіктивності формується на підставі Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності, затвердженого рішенням НКЦПФР №980 від 10.07.2015 р. (далі – Положення №980)¹. Відповідно до нього, фіктивними вважаються емітенти (крім інститутів спільного інвестування), які відповідають таким ознакам:

- встановлений НКЦПФР факт відсутності емітента за місцезнаходженням;
- неподання емітентом річної або квартальної інформації протягом двох кварталів поспіль;
- непроведення акціонерним товариством загальних зборів акціонерів протягом двох років поспіль та/або неутворення органів управління акціонерного товариства, визначених законодавством, протягом року з дня реєстрації НКЦПФР звіту про результати приватного розміщення акцій серед засновників акціонерного товариства;
- перевищення співвідношення капіталізації емітента до розміру виручки від реалізації товарів та до вартості чистих активів такого емітента більше ніж у 3 рази відповідно до фінансової звітності емітента;

¹ Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10.07.2015 №980 // Офіц. вісн. України. – 2015. – №57. – Ст. 1890.

- більше ніж 80% активів емітента складають фінансові інвестиції, та/або дебіторська заборгованість, та/або векселі;
- кількість працівників емітента становить менше десяти осіб, середньомісячні витрати емітента на оплату праці в середньому на одного працівника є меншими від трикратного мінімального розміру заробітної плати;
- реєстрація місцезнаходження емітента у приміщенні житлового фонду;
- менше 3% від розміру активів емітента або взагалі відсутність доходів від реалізації товарів за основним видом діяльності.

Відповідність емітента щонайменше чотирьом ознакам або одночасно двом першим ознакам є підставою для прийняття рішення про включення емітента до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності.

Що стосується фіктивності корпоративного інвестиційного фонду, то він визнається таким у разі:

- неподання до НКЦПФР регулярної інформації за станом на кінець наступного звітного періоду після спливу строку заміни компанії з управління активами;
- непроведення загальних зборів акціонерів протягом двох років поспіль;
- місцезнаходження корпоративного інвестиційного фонду зареєстровано у приміщенні житлового фонду;
- перевищення співвідношення капіталізації корпоративного інвестиційного фонду до вартості чистих активів такого емітента більш ніж у 2 рази;
- включення до складу активів корпоративного інвестиційного фонду векселів та цінних паперів емітентів, включених до списку емітентів, які мають ознаки фіктивності, на суму, що перевищує 80% від вартості активів такого фонду.

Відповідність КІФ щонайменше трьом ознакам чи одночасно першій та третій є підставою прийняття рішення про фіктивність емітента та включення його до відповідного списку.

Підсумовуючи викладене, необхідно визначити, що наведені показники свідчать про існуючі відхилення від вимог законодавства, які пов'язані з функціонуванням організаційно-правових форм учасників

ринку цінних паперів. Тобто, стає актуальним питання чи ефективно застосовані відмічені засоби впливу за діяльністю насамперед бірж з боку НКЦПФР та важливим вбачається з'ясування завдань для законодавця по удосконаленню відповідного регулювання.

Але важливим є більш ефективний показник для діяльності будь-якого акціонерного товариства, акції якого стають об'єктом інвестування. Це створення завищеної вартості таких цінних паперів.

Практика застосування санкцій НКЦПФР свідчить про проведення заходів спрямованих на очищення від зловживань на ринку цінних паперів.

Так, рішенням НКЦПФР «Про встановлення ознак фіктивності ПАТ «Пересувна механізована колона №20» та включення його до переліку емітентів, що мають ознаки фіктивності» від 12.06.2015 р. №823¹ було зазначено, що відповідно до п. 6 Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до переліку (списку) емітентів, що мають ознаки фіктивності, яке затверджене рішенням НКЦПФР від 14.10.2014 року №1360 (було чинне до прийняття рішення НКЦПФР «Про визнання таким, що втратило чинність, рішення НКЦПФР від 14.10.14 №1360» від 10.07.2015 р. №979), визнано ПАТ «Пересувна механізована колона №20» та його цінні папери такими, що мають ознаки фіктивності.

На підставі цього рішення НКЦПФР було прийнято рішення «Щодо зупинення обігу цінних паперів «ПАТ Пересувна механізована колона №20» від 23.06.2015 р. №894², відповідно до якого з 23.06.2015 зупинено обіг цінних паперів названого ПАТ, крім операцій пов'язаних з викупом та спадкуванням цих цінних паперів та заборонено ПАТ та депозитарним установам, що здійснюють облік прав власності на цінні папери емітентів у депозитарній системі

¹ Про встановлення ознак фіктивності ПАТ «Пересувна механізована колона №20» та включення його до Переліку емітентів, що мають ознаки фіктивності. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.06.2015 №823 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://document.ua/pro-vstanovlennja-oznak-fiktivnosti-pat-peresuvna-mehanizova-doc231608.html>.

² Щодо зупинення обігу цінних паперів ПАТ «Пересувна механізована колона №20». Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.06.2015 №894 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://document.ua/shodo-zupinennja-obigu-cinnih-paperiv-pat-peresuvna-mehanizo-doc233078.html>.

України здійснювати облікові операції щодо внесення змін до системи депозитарного обліку щодо цінних паперів ПАТ «Пересувна механізована колона № 20».

Але наведені для прикладу рішення оприлюднені тільки як результати діяльності НКЦПФР по окремим випадкам, тим більш чітко не зазначені підстави фіктивності порушників законодавства на ринку цінних паперів.

З цього слід зробити висновок, що по-перше, рішення про санкції НКЦПФР повинні бути розміщені в єдиному реєстрі, доступні не тільки професійним учасникам ринку цінних паперів; по-друге, рішення НКЦПФР повинні мати чітку структуру, мотивувальну частину з відображенням ознак фіктивності порушника.

4.3. Маркет-мейкерство та маніпулювання на ринку цінних паперів

Крім визнання фіктивними певних емітентів на ринку цінних паперів суттєвим засобом захисту публічних інтересів на фондовому ринку та інтересів інвесторів є усунення маніпулювання з цінними паперами. Ця проблема пов'язана зі зловживанням своїми правами певними професійними учасниками ринку цінних паперів при штучній організації котирування. Такими учасниками здебільш є маркет-мейкери.

Законодавство України має певні категорій, що стосуються котирування цінних паперів.

Так в пунктах 8, 11 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначаються поняття обігу цінних паперів та котирування:

обіг цінних паперів – вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що укладаються у процесі емісії, при викупі цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів;

котирування – механізм визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі.

Додатково визначаються поняття біржової торгівлі в Положенні про функціонування фондових бірж № 1688 (далі – Положення № 1688)¹:

двостороннє котирування – сукупність поданих одним учасником біржових торгів однієї або декількох безадресних заявок на купівлю та однієї або декількох безадресних заявок на продаж відповідних фінансових інструментів, яка відповідає вимогам, що пред’являються до граничного спреду двостороннього котирування;

маркет-мейкер – член фондової біржі, який згідно з правилами фондової біржі зобов’язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, які допущені до біржових торгів, на підставі відповідного договору з емітентом цінних паперів або з фондовою біржею;

біржовий курс цінного папера – розрахункове значення ціни цінного папера (ринкова ціна цінного папера), яке визначається відповідно до порядку визначення біржового курсу цінного папера, встановленого Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, та оприлюднено відповідно до Положення № 1688.

Пункт 3 розділу VI Положення № 1688 передбачає, що маркет-мейкери підтримують ліквідність ринку відповідних цінних паперів та мінімальний перелік обов’язків маркет-мейкера.

Безпосередні правопорушення, які відносяться до маніпулювання цінами на фондовому ринку, визначені в ст. 10¹ Закону «Про державне регулювання ринків цінних паперів в Україні»² та в п. 4 Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі³.

¹ Положення про функціонування фондових бірж [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1688 // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 100. – Ст. 4049.

² Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Текст] : Закон України від 26.10.1996 № 448/96-ВР // Відом. Верхов. Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

³ Порядок запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.06.2011 № 716 // Офіц. вісн. України. – 2011. – № 70. – Ст. 2662.

Що стосується відповідальності маркет-мейкерів за порушення вимог законодавства, то згідно Положення № 1688, вона взагалі прямо не передбачається, але може бути встановлена в обов'язкових частинах правил фондової біржі, які передбачають санкції за порушення правил фондової біржі (розділ X Положення № 1688) або в частині, що регулює порядок здійснення діяльності маркет-мейкера (пункт 2 розділу III Положення № 1688).

Разом з тим, фондова біржа може застосовувати заходи щодо недопущення маніпулюванню цінами, які у більшості закріплюються не імперативно в нормативних актах НКЦПФР, а тільки встановлюється обов'язок бірж передбачити відповідні норми в правилах бірж. Крім того, з більшості таких заходів, передбачених в Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі, затвердженому рішенням ДКЦПФР № 716 від 14.06.2011 р. (далі – Порядок № 716), мають характер регуляторний, тоді як до примусових заходів відносяться деякі дії, які не мають оперативного характеру або не надають миттєвого реагування. При цьому, навіть зупинення та призупинення та призупинення торгів на фондових біржах здійснюється державним представником. Тому, такими, серед інших, заходами, які передбачають в певному ступені вплив на порушників законодавства, що здійснюють маніпулювання цінами, відповідно до Порядку № 716, можливо вважати наступні:

1) Фондова біржа повинна здійснювати заходи щодо запобігання маніпулюванню шляхом визначення у правилах фондової біржі відповідних процедур запобігання маніпулюванню, зокрема: – здійснення контролю за укладанням біржових контрактів (договорів) щодо: – перевищення встановленої величини частки обсягу біржових контрактів (договорів), укладених відповідним учасником біржових торгів, від загального обсягу торгів за цим цінним папером за певний період; – перевищення встановленої величини частки суми біржових контрактів (договорів), укладених відповідним учасником біржових торгів за певний період, від середнього значення такої суми угод, що укладені цим учасником біржових торгів; – зміни обсягу торгів відповідним цінним папером за певний період на встановлену величину; – перевищення встановленої величини частки угод, укладених

між двома учасниками торгів за певний період по певному цінному паперу, в яких ці учасники торгів поперемінно виступають продавцями та покупцями (взаємні угоди), від загального обсягу торгів цим цінним папером за цей період.

2) З метою запобігання маніпулюванню фондові біржі забезпечують: – накладення санкцій за порушення відповідних положень правил фондової біржі щодо запобігання маніпулюванню; – постійний нагляд та аналіз дій учасників біржових торгів щодо наявності ознак маніпулювання.

3) Фондові біржі затверджують внутрішні документи щодо недопущення працівниками біржі неправомірних дій, які призведуть до маніпулювання на фондових біржах, а також перелік заходів, які будуть застосовані до працівників фондової біржі у разі порушення ними вимог цих внутрішніх документів.

4) Фондова біржа у разі виявлення у діях учасника біржових торгів або його клієнта ознак маніпулювання може призупинити біржові торги за таким цінним папером або призупинити допуск такого учасника до біржових торгів та зобов'язана повідомити про це Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку в односторонній строк та у спосіб, передбачений правилами фондової біржі. Зупинення та призупинення торгів на фондових біржах можуть здійснюватися державним представником відповідно до вимог законодавства.

5) Фондова біржа за результатом виявлення у діях учасника (учасників) біржових торгів ознак маніпулювання протягом місячного строку здійснює встановлення особи (осіб), причетної (их) до можливого маніпулювання, перевіряє зміст дій щодо можливого маніпулювання, аналізує причини, що призвели до можливого маніпулювання, складає відповідний документ із зазначеного питання.

6) Фондова біржа протягом одного дня після складання відповідного документа з висновком щодо можливого маніпулювання надає НКЦПФР такий документ з обґрунтованим описом підстав щодо його складання.

7) НКЦПФР надає висновок, підготовлений фондовою біржею щодо можливого маніпулювання, до саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку. Саморегулювальна організація

професійних учасників фондового ринку зобов'язана протягом 30 календарних днів надати до НКЦПФР свої висновки та пропозиції щодо можливого маніпулювання, які розглядаються НКЦПФР. При виявленні ознак маніпулювання уповноважена особа НКЦПФР здійснює заходи відповідно до законодавства України.

Як приклад регулювання котирування та діяльності маркет-мейкерів на рівні локальних нормативно-правових актів бірж, можливо навести також регулювання маркет-мейкерства на українських біржах, розглянуто правила публічного акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС»¹ і публічного акціонерного товариства «Українська біржа»². Фактично вони містять визначення категорій встановлених в нормативно-правових актах, але не передбачають умов про заходи впливу з боку біржі на діяльність маркет-мейкерів у випадку порушення ними правил фондового ринку та договорів з біржею.

Для порівняння наведених вимог законодавства та локальних нормативно-правових актів, розглянемо регулювання маркет-мейкерства в правилах Варшавської біржі³. Істотними умовами для угоди маркет-мейкера з фондовою біржею є:

1) порядок підтримання ліквідності фінансового інструменту або виконання в системі маркет-мейкера інших дій, пов'язаних з організацією торгівлі фінансовими інструментами, в тому числі:

- вимоги, які стосуються мінімального значення або кількості заявок, поданих в рамках виконання задач маркет-мейкера;
- вимоги до максимальної різниці цін на купівлю і продаж цінних паперів.

2) Біржа повідомляє емітента та учасників ринку про укладення договору з маркет-мейкером.

3) Умови до договору з маркет-мейкером:

¹ Офіційний сайт ПАТ «Фондова біржа ПФТС». Документи ПАТ «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.ua/uk/documents/>.

² Офіційний сайт ПАТ «Українська біржа». Файлова бібліотека ПАТ «Українська біржа» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fs.ux.ua/files/27/>.

³ Офіційний сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.gpw.pl/root_gu.

- має право укласти договір з декількома маркет-мейкерами
- маркет-мейкер може обслуговувати один фінансовий інструмент певного емітента але одночасно може обслуговувати декілька емітентів

1) біржа складає перелік маркет-мейкерів та доводить інформацію про них до всіх учасників ринку;

2) маркет-мейкер не може виконувати доручень в процесі яких він виступає як продавець та покупець одночасно;

3) біржа у Детальних правилах біржової торгівлі встановлює чіткі правила діяльності маркет-мейкерів, в тому числі, детальні правила їх участі в організації торгівлі фінансовими інструментами.

4) біржа має право розірвати угоди з маркет-мейкерами у випадку порушення останніми правил фондового ринку або умов угоди, а також якщо цього вимагає безпека абр інтереси учасників біржової торгівлі;

5) що стосується маркет-мейкерів емітента, відповідно до Правил біржі, ним може бути особа, яка на підставі договору з емітентом підтримує ліквідність фінансового інструменту;

6) біржа не погоджується зі здійсненням діяльності маркет-мейкером емітента, якщо положення договору між маркет-мейкером та емітентом суперечать правилам біржі.

На нашу думку, однією з головних проблем регулювання діяльності маркет-мейкерів на фондових біржах, є здійснення несистемного регулювання законодавством такої діяльності, що призводить до неузгодженості нагляду з боку НКЦПФР та регулювання цих питань на рівні бірж, затягування періоди прийняття рішення про застосування ефуктивного засобу впливу.

Крім того, існують також проблеми щодо прозорості прийнятих заходів з метою усунення маніпулювання цінами на фондовому ринку з боку НКЦПФР та бірж, в тому числі, щодо регулювання діяльності маркет-мейкерів.

Так, як приклад, щодо запобігання маніпулюванню цінами на фондовому ринку можна провести інформацію про прийняте рішення НКЦПФР. На сайті НКЦПФР розміщено інформацію про розгляд НКЦПФР справ про маніпулювання цінами, відносно професійних

учасників ринку – ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ»¹. Зазначено, що на підставі результатів розслідування, проведеного НКЦПФР, було встановлено, що ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ» протягом значного періоду часу укладали один з одним біржові контракти відносно акцій ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20», формуючи їх біржовий курс у розмірі 5 грн. за одну акцію, що у двадцять разів перевищує їх номінальну вартість. В той час як фінансові показники ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20» були дуже низькими та свідчили про відсутність будь-яких об'єктивних підстав для такого зростання ціни на акції товариства. Внаслідок вказаного маніпулювання цінами на акції ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20», здійсненого ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ», відбулося безпідставне зростання капіталізації емітента до 4 млрд. грн. Цінні папери ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20» перебували в активах 37 ІСІ у кількості 39 млн. штук загальною вартістю майже 195 млн. грн. За встановленим фактом маніпулювання цінами до кожного з професійних учасників – ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ» – застосована фінансова санкція у вигляді штрафу в розмірі 350 тис. грн.

Але важливо, що недостатнім для належного впливу на учасників фондового ринку є оприлюднення інформаційне повідомлення НКЦПФР, а не змісту рішення та його мотивації про прийняті заходи впливу, доведення якого до професійної громадськості надавало б змогу додержуватися прозорості в діяльності наглядового органу та виконувало б профілактичні функції в частині недопущення подібних правопорушень.

Також, зауважимо, що на офіційних сайтах ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ», а також на сайті SMIDA відсутня інформація про вчинене ними правопорушення та застосовані заходи. Це також підтверджує відсутність належного інформування

¹ Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку продовжує системну протидію маніпулюванню цінами на фондовому ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_prodozhueh_sistemnu_protidiyu_manipulyvannyyu_cinami_na_fondovomu_rinku.

учасників ринку цінних паперів та інвесторів про діяльність наглядового органу та одночасно про діяльність учасників фондового ринку.

4.4. Проблемні питання оцінки цінних паперів у банківській діяльності

В умовах сьогодення ринок фінансових послуг відіграє ключову роль у забезпеченні стабільного розвитку економіки держави. Тому є важливим забезпечення ефективного функціонування фондового ринку України та запровадження жорстких нормативних вимог до якості і надійності фінансових інструментів, як для забезпечення максимізації доходів інвесторів, так і для мінімізації цінових та кредитних ризиків.

Проблемою є відсутність єдиних підходів в оцінці фінансових інструментів на окремих ринках фінансових послуг. Питання виникають в тому числі при залученні коштів фізичних осіб до інвестування, яке в значному ступені залежить від якості фінансових інструментів на ринку цінних паперів при операціях банків з цінними паперами. У зв'язку з цим є важливим формування правового механізму для обґрунтованого та прозорого визначення якісних показників фінансового активу, який буде привабливим для індивідуальних, для інституційних інвесторів, для банків. Відповідними засобами на цьому шляху є проведення лістингу цінних паперів та визначення їх оцінки.

Функціонування ринку цінних паперів досліджувалися багатьма науковцями, в тому числі: Кузнєцова Н., Назарчук І. Р., Яроцький В. Л., Кологойда О. В., Резнікова В. В. та інші. Питання лістингу розглядали дослідники економічної науки: Степанчук С. С., Кравцова І. В., Комаха А. А., Серпенінова Ю. С. Але в сучасних умовах постають додаткові питання щодо надійності цінних паперів, їх ліквідності та відповідності ринкових оцінок фінансових інструментів їх реальній вартості, для чого потрібно окремі дослідити правові механізми, що забезпечують обіг цінних паперів.

Як приклад необхідності удосконалення законодавчого регулювання розглянемо особливості процедури оцінки цінних паперів та лістингу в Україні та аналіз впливу лістингу на розміщення активів в цінні папери при здійсненні банківської діяльності.

Серед суб'єктів ринку фінансових послуг найбільш вразливим перед ризиками ринку цінних паперів постають банки, оскільки саме в банківських діяльності в значній мірі врегульована процедура встановлення економічних нормативів, формування відповідних резервів та контролю за їх додержанням, і тому миттєво відчуваються наслідки розміщення коштів в неякісні активи. Для прикладу відповідного регулювання можливо зупинитися на регулювання оцінки цінних паперів безпосередньо при проведенні операцій Національним банком України.

Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності НБУ або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань, схвалений Постановою Правління Національного Банку України від 26.10.2015 р. № 732¹ (далі – Порядок № 732) регламентує порядок здійснення оцінки за справедливою вартістю боргових цінних паперів, емітентом яких є держава в особі Міністерства фінансів України, та цінних паперів, емітентами яких є юридичні особи – резиденти України.

Відповідно до пунктів 5, 7, 8, 9, 10 розділу II справедлива вартість цінних паперів визначається відповідно до норм Міжнародного стандарту фінансової звітності 13 «Оцінка справедливої вартості». Метою оцінки справедливої вартості цінних паперів є визначення ціни, за якою відбувалася б звичайна операція з купівлі-продажу цінних паперів між учасниками ринку на дату оцінки за нинішніх ринкових умов. Для визначення справедливої вартості цінних паперів НБУ використовує ринковий підхід (у разі можливості). Якщо вхідних даних 1-го рівня не достатньо для використання ринкового підходу, то використовується дохідний підхід. Джерелами вхідних даних для оцінки справедливої вартості цінних паперів є:

¹ Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності НБУ або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань, схвалений постановою Правління Національного банку України від 26.10.2015 № 732 [Електронний ресурс] // Інформаційно-аналітичний центр «ЛІГА: ЗАКОН».

1) інформація про договори з державними цінними паперами, отримана безпосередньо із системи автоматизації депозитарію Національного банку України;

2) інформація агенцій фінансової інформації (Cbonds <http://ua.cbonds.info/>, Bloomberg, Thomson Reuters тощо);

3) інформація від фондових бірж, Публічного акціонерного товариства «Національний депозитарій України», Публічного акціонерного товариства «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках»;

4) інформація з офіційного сайту Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України та з інших джерел.

Для прикладу розглянемо оцінку акцій та боргових цінних паперів, емітентами яких є юридичні особи – резиденти України.

Акції публічних акціонерних товариств, які мають активний ринок повинні одночасно задовольняти такі критерії (відповідно до підпунктів 1, 2, 3 пункту 10 Порядку № 732):

1) перебувати у біржовому реєстрі фондової біржі, тобто бути лістинговими цінними паперами відповідно до правил фондової біржі та нормативно-правових або розпорядчих актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку;

2) біржовий курс для акцій повинен розраховувався не менше ніж протягом 10 календарних днів за останні 30 календарних днів;

3) у вільному обігу повинно перебувати не менше ніж 10% від загального випуску акцій. Частка акцій у вільному обігу визначається відповідно до нормативно-правових або розпорядчих актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Згідно з підпунктом 2 пункту 18 Порядку № 732, справедлива вартість цінного папера визначається з використанням таких підходів у порядку зниження їх пріоритету:

– якщо для цінного папера є активний ринок відповідно до критеріїв, що визначені в пункті 10 розділу II Положення № 732, то справедлива вартість цього цінного папера визначається з використанням ринкового підходу та вхідних даних 1-го рівня і дорівнює мінімальній ціні котирування BID, що склалася на головному ринку для цих цінних паперів, або, якщо немає головного ринку, то на найсприятливішому ринку для цих цінних паперів на дату, що передуює

даті проведення оцінки цінного папера, за якої сумарний обсяг заявок цінного папера, розрахований наростаючим підсумком у порядку зменшення ціни, становить величину, не менше ніж мінімально допустимий обсяг, який визначений у відповідних нормативно-правових або розпорядчих актах Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку;

– якщо для цінного папера немає активного ринку відповідно до критеріїв, що визначені в пункті 10 розділу II, то справедлива вартість цього цінного папера визначається з використанням дохідного підходу.

Справедлива вартість цінних паперів на час первісного визнання, відповідно до підпунктів 1, 2, 3 пункту 21 Розділу II Порядку № 732, дорівнює:

1) ціні договору купівлі-продажу цінних паперів, якщо договір купівлі-продажу укладений на ринкових умовах;

2) останні оприлюднені НБУ ціни продажу цінних паперів на фондовому ринку в разі набуття у власність НБУ залишку цінних паперів, нереалізованих за результатами їх продажу відповідно до нормативно-правових і розпорядчих актів НБУ з питань задоволення вимог за операціями рефінансування та операціями прямого репо;

3) справедливій вартості цінних паперів, визначеній відповідно до пунктів 18, 19 Розділу II Порядку № 732.

Згідно з підпунктами 1, 2 пункту 22 розділу II договір купівлі-продажу цінних паперів є укладеним на ринкових умовах, якщо:

– для боргових цінних паперів, що належать до умовно неліквідного сегмента фондового ринку, дохідність до погашення, визначена на основі ціни договору купівлі-продажу, відхиляється від дохідності до погашення, визначеної на основі розрахункової справедливої вартості;

– для всіх інших цінних паперів ціна договору купівлі-продажу дорівнює розрахунковій справедливій вартості.

Таким чином, в операціях НБУ найбільш об'єктивний чинник фондового ринку – лістинг цінного паперу, враховується при оцінці цінного паперу опосередковано, як критерій віднесення до певної групи, а не як пряма умова визначення ціни певного фінансового інструмента.

Для операцій, які здійснюються іншими банками, справедлива вартість цінних паперів, яка визначається самостійно банком, враховується банками разом з даними котирувань цінних паперів при формуванні резерву. Відповідно до пунктів 2.1, 2.2 глави 2 розділу III «Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями», затвердженого постановою Правління Національного банку України №23 від 25.01.2012 р.¹ (далі – Положення №23), банк формує резерв за цінними паперами, справедлива вартість яких визначається банком за даними оприлюднених котирувань цінних паперів, унесених до біржового реєстру, та за якими є ризик цінного папера, на суму накопиченої оцінки за цими цінними паперами на дату розрахунку резерву. Банк під час розрахунку резерву за цінними паперами, справедлива вартість яких визначається згідно з п. 2.1 глави 2 розділу III Положення №23, дотримується послідовності дій, визначених у п. 4.11 глави 4 розділу III цього нормативно-правового акту. Банк у разі уцінки (від'ємної різниці) цінного папера здійснює перегляд усієї доступної інформації про такий цінний папір та його емітента з метою виявлення ризику. Банк формує резерв на суму накопиченої уцінки, якщо така уцінка спричинена ризиком.

Визначення показника ризику цінного папера, відповідно до п. 4.1 глави 4 розділу III Положення №23, здійснюється банком за результатами комплексного аналізу фінансового стану емітента, виду цінного папера та його поточної вартості, а також усієї наявної в банку достовірної інформації про обіг відповідних цінних паперів на фондовому ринку. Джерелами інформації щодо фінансового стану емітента є, зокрема, його установчі документи, фінансова, податкова та статистична звітність, інша інформація, що може свідчити про наявність ризику цінного папера. Джерелами інформації щодо обігу відповідного цінного папера на фондовому ринку можуть бути оприлюднені котирування цінних паперів, які внесені до біржового реєстру фондових бірж, дані щодо перебування цінного папера в біржовому реєстрі.

¹ Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями [Текст] : затв. постановою Правління Нац. банку України від 25.01.2012 №23 // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 16. – Ст. 595.

Згідно з пунктами 4.2, 4.3 глави 4 розділу III Положення № 23, банк, під час укладання договору на придбання цінного паперу, крім цінного паперу, внесеного до біржового реєстру, здійснює оцінку фінансового стану: емітента цінних паперів – банку згідно з вимогами глави 6 розділу II Положення № 23; емітента цінних паперів – юридичної особи (крім банку та бюджетної установи) згідно з вимогами глави 2 розділу II Положення № 23; емітента цінних паперів – бюджетної установи згідно з вимогами глави 7 розділу II Положення № 23. З відміченого робиться виключення, і банк, у разі отримання від рейтингового агентства (компанії), яке має право визначати рейтинги згідно із законодавством України, рейтингу емітента або цінних паперів емітента визначає значення показника ризику цінного папера без урахування класу емітента.

Вплив котирування лістингових цінних паперів та поточної справедливої вартості відповідно відбувається безпосередньо на розрахунок резерву за цінними паперами. При цьому банк послідовно здійснює наступні дії відповідно до п. 4.11 Положення № 23:

1) здійснює за потреби нарахування процентів, амортизацію дисконту/премії, нарахування дивідендів;

2) визначає поточну справедливу вартість цінного папера за його котирувальною ціною покупця за даними оприлюднених котирувань лістингових цінних паперів на фондових біржах за станом на час закриття останнього біржового дня звітного місяця. У разі відсутності таких котирувань на зазначену дату банк має визначити справедливу вартість цінного папера за останнім біржовим курсом, що визначений за результатами біржових торгів, які відбулися протягом останніх п'яти робочих днів звітного місяця;

3) розраховує різницю між поточною справедливою вартістю цінних паперів і балансовою вартістю таких цінних паперів і здійснює переоцінку цінних паперів на величину такої різниці;

4) здійснює перегляд усієї доступної інформації про цінний папір та його емітента з метою виявлення ризику цінного папера.

У разі відсутності котирувань цінних паперів не відбувається визначення поточної вартості.

Таким чином, лістинг та котирування цінних паперів, які є об'єктом банківських операцій, займає суттєве місце як фактор формування вартості таких фінансових інструментів.

Але істотними недоліками для врахування біржових цін в діяльності банків є деякі проблеми інформаційного забезпечення обігу фінансових інструментів та можливі зловживання на ринку цінних паперів.

Безсистемне подання інформації у відкритих джерелах, в тому числі, на сайті SMIDA, показує про ігнорування вимог щодо додержання прав інвесторів. Як відмічається на прикладі акціонерних товариств, це може бути свідченням по-перше, небажання доводити інформацію про свою діяльність до відома акціонерів, державних органів та інших учасників ринку цінних паперів, але так як в законі закріплено даний обов'язок – товариства виконують імперативний припис, проте здебільшого формально. По-друге, недосконалої системи контрольних органів, які допускають існування такої поведінки, а також, проблеми на законодавчому рівні, тобто встановлення надто м'якого виду відповідальності за дане правопорушення¹.

Таким чином, крім всіх позитивних наслідків лістингу цінних паперів, чутливим з точки зору настання ризику формування необ'єктивної ціни, є котирування цінного паперу. Ця проблема пов'язана зі зловживанням своїми правами певними професійними учасниками ринку цінних паперів при штучній організації котирування. Такими учасниками здебільш є маркет-мейкери.

Відповідно до пункту 11 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначається поняття котирування, яке є механізмом визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі.

Пов'язаним з цим механізмом є біржовий курс цінного папера як розрахункове значення ціни цінного папера (ринкова ціна цінного папера), яке визначається відповідно до порядку визначення біржового курсу цінного папера, встановленого Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, та оприлюднено відповідно до Положення про функціонування фондових бірж № 1688².

¹ Сидоренко, Ю. В. Права акціонерів щодо одержання інформації в корпоративних інвестиційних фондах [Електронний ресурс] / Ю. В. Сидоренко // Право та інновац. суспільство. – 2014. – № 2. – С. 91. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/pric_2014_2_13.

² Положення про функціонування фондових бірж [Текст] : затв. рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1688 // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 100. – Ст. 4049.

На сьогодні досконалих умов усунення можливих ризиків від діяльності маркет-мейкерів немає, при формуванні біржових цін та котируванні можливо штучне завищення цін на акції з боку маркет-мейкерів. У зв'язку з цим, до розв'язання проблеми з відсутністю достатнього контролю за операціями маркет-мейкерів, для об'єктивної оцінки не достатньо біржової ціни, що призводить до самостійної оцінки цінних паперів НБУ.

Таким чином, як висновок необхідно відмітити, що банкам, як найбільшим інвесторам на ринках фінансових послуг України, до усунення можливості для зловживання з боку маркет-мейкерів, в сучасних умовах необхідно проводити самостійну оцінку акцій, а реформування законодавства повинно здійснюватися в напрямку посилення контролю за біржовими операціями з боку НКЦПФР, фондової біржі та саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку.

ВИСНОВКИ

1. Державне регулювання ринку фінансових послуг є система форм, методів державного впливу на учасників ринку фінансових послуг, заснована на принципах (засадах) господарського правопорядку, основною метою застосування яких є задоволення соціально-економічних потреб споживачів фінансових послуг та реалізація господарської діяльності учасників ринку, яка реалізуються за допомогою сукупності засобів регулювання, заснованих на діючому законодавстві та виконання функцій державних регуляторів.

2. Контроль, як форма державного регулювання на ринку фінансових послуг, – це діяльність суб'єктів організаційно-господарських повноважень НБУ, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг, Антимонопольного комітету України, їх органів територіальних та інших, що реалізують свої повноваження з метою забезпечення належного функціонування й виконання зобов'язань кожного із суб'єктів ринку фінансових послуг у чітко визначених межах і відповідно до норм чинного законодавства у формі ревізій, перевірок, аудиту й фінансового моніторингу за допомогою таких засобів, як реєстрація, ліцензування й нагляд.

3. Пруденційний нагляд – захід впливу на діяльність суб'єктів ринку фінансових послуг, що реалізується органами, які здійснюють державне регулювання, та має на меті забезпечення стабільного та належного функціонування ринку фінансових послуг в цілому, а також захист прав споживачів фінансових послуг шляхом встановлення звітності, моніторингу та реагування відповідних органів влади на порушення норм законодавства та надання звітності.

4. Однією з найважливіших цілей, що лежить в основі функціонування сучасного ринку фінансових послуг є забезпечення захисту активів інвесторів у цьому секторі. Інвестори, які інвестують свої гроші повинні бути належним чином захищені. Система захисту інвесторів складається з: а) видачі дозволу на здійснення фінансовими установами своєї діяльності (перевірка всіх аспектів функціонування фінансових установ, для гарантування допуску підготовлених осіб); б) системи державного контролю та нагляду за поточною діяльністю, мета яких усунути небезпеку ситуації, яка загрожує тим, хто довірив

свої інвестиції; в) система компенсації інвесторам. Так, система компенсації інвесторів в Україні нажаль відсутня, і тому це питання потребує детального дослідження і подальшого нормативного закріплення в законодавчих актах.

5. Встановлення кредитних рейтингів емітентів, рейтингів цінних паперів, здійснення лістингу цінних паперів є засобами регулювання якості фінансових активів для інститутів колективного (спільного) інвестування та захисту одночасно публічних та приватних інтересів. Більшість з показників для рейтингової оцінки повинна одержуватись рейтинговими агентствами з інформації, яка підлягає публічному розміщенню. На практиці ж, окремих емітентів ринку цінних паперів спостерігається обмежене оприлюднення інформації про свою діяльність.

Шляхи вирішення таких проблем полягають в усуненні на законодавчому рівні конфлікту інтересів учасників рейтингування та в проведенні в певному ступені стандартизації, удосконалення методик рейтингування та прозорості рейтингів, що в більшості вирішується в праві Європейського Союзу.

6. Регламент ЄС № 1060/2009 Європейського парламенту та Ради Європи від 16.09.2009 р. «Про кредитно-рейтингові агенції» містить необхідні умови для належного регулювання ринку цінних паперів та забезпечення публічних та приватних інтересів на ньому при здійсненні діяльності рейтингових агентств. У зв'язку з необхідністю адаптації правового регулювання ринків фінансових послуг до права ЄС, норми Регламенту ЄС 1060/2009 можуть бути імплементовані в законодавство України.

Зміст Кодексу засад діяльності рейтингових агентств IOSCO містить оргієнтири для регулювання рейтингових агентств, які сформульовані у відповідних принципах, при відсутності чіткої фіксації цих принципів у відповідних нормах Регламенту ЄС № 1060/2009 Європейського парламенту та Ради Європи від 16.09.2009 р. «Про кредитно-рейтингові агенції», названі принципи можуть застосовуватися при наявності прогалин в законодавстві. Тому, для України також необхідно запропонувати впровадження в якості принципів регулювання ринку цінних паперів по окремим питанням ключових положень

Кодексу IOSCO в нормативно-правові акти України (авт. – перелік принципів викладено з посиланням на норми Кодексу IOSCO).

7. Для реалізації позитивних рис лістингу в законодавстві України необхідно додатково визначити наступні положення:

– забезпечення прозорості умов лістингу та закріплення загальних принципів лістингу для всіх бірж;

– покладання на емітентів додаткових інформаційних обов’язків про цінні папери та надання додаткової інформації в спеціалізованих джерелах, в тому числі, уповноважених НКЦПФР;

– забезпечення зв’язку рейтингової оцінки емітента, цінних паперів, з лістингом цінних паперів та доступності рейтингової оцінки для інвесторів.

8. Відповідальність маркет-мейкерів за порушення вимог законодавства прямо не передбачається в Положенні про функціонування фондових бірж, затвердженому рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688 (далі – Положення № 1688), але може бути встановлена в обов’язкових частинах правил фондової біржі, які передбачають санкції за порушення правил фондової біржі (розділ 10 Положення № 1688) або в частині, що регулює порядок здійснення діяльності маркет-мейкера (пункт 2 розділу 3 Положення № 1688). Залишається проблемою реалізація компетенції фондової біржі, яка не може застосовувати заходи щодо недопущення маніпулювання цінами, які у більшості закріплюються не імперативно в нормативних актах НКЦПФР, а тільки встановлюється обов’язок бірж передбачати відповідні норми в правилах бірж. Тому в законодавстві необхідно імперативно закріпити умови, при яких:

1) фондова біржа повинна здійснювати заходи щодо запобігання маніпулюванню шляхом визначення у правилах фондової біржі відповідних процедур запобігання маніпулюванню, зокрема: здійснення контролю за укладанням біржових контрактів (договорів) щодо: перевищення встановлених показників біржової торгівлі та інших індикаторів;

2) з метою запобігання маніпулюванню, фондові біржі повинні здійснювати: накладення санкцій за порушення відповідних положень правил фондової біржі щодо запобігання маніпулюванню; постійний

нагляд та аналіз дій учасників біржових торгів щодо наявності ознак маніпулювання;

3) фондові біржі повинні мати внутрішні документи щодо недопущення працівниками біржі неправомірних дій, які призведуть до маніпулювання на фондових біржах, а також перелік заходів, які будуть застосовані до працівників фондової біржі у разі порушення ними вимог цих внутрішніх документів.

9. Відсутність належного інформування учасників ринку цінних паперів та інвесторів про діяльність наглядового органу та одночасно про діяльність учасників фондового ринку потребує чіткого нормативного закріплення, і найбільш доцільним шляхом для вирішення цієї проблеми одночасно з проблемами прозорості обігу інших фінансових інструментів є адоптація законодавства України до норм ЄС.

10. Однією з головних проблем регулювання діяльності маркет-мейкерів на фондових біржах, є здійснення несистемного регулювання законодавством такої діяльності, що призводить до неузгодженості нагляду з боку НКЦПФР та регулювання цих питань на рівні бірж. На сьогодні досконалих умов усунення можливих ризиків від діяльності маркет-мейкерів немає. При формуванні біржових цін та котируванні можливе штучне завищення цін на акції з боку маркет-мейкерів. У зв'язку з цим, при існуванні невирішеної проблеми з неконтролюємістю маркет-мейкерів, для об'єктивної оцінки є недостатньою біржова ціна, і така ситуація призводить до самостійного регламентування оцінки цінних паперів, уповноваженими органами, наприклад, на ринку банківських послуг – Національним банком України. Таким чином, банкам, як найбільшим інвесторам, до усунення можливості для зловживання з боку маркет-мейкерів, необхідно проводити самостійну оцінку акцій, а реформування законодавства повинно здійснюватися в напрямку посилення контролю за біржовими операціями з боку НКЦПФР, фондової біржі та саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку.

БІБЛІОГРАФІЯ

Монографії, статті

1. Вінник, О. М. Інвестиційне право [Текст] : навч. посіб. / О. М. Вінник. – К. : Прав. єдність, 2009. – 616 с.
2. Вінник, О. М. Господарське право [Текст] : курс лекцій / О. М. Вінник. – К. : Атіка, 2005. – 624 с.
3. Внукова, Н. Кредитно-рейтингова оцінка підприємств-емітентів як інструмент забезпечення розвитку фондового ринку України [Текст] / Н. Внукова // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1–2. – С. 93.
4. Внукова, Н. Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів [Текст] / Н. Внукова, Н. Притула // Економіка України. – 2007. – № 10. – С. 38.
5. Внукова, Н. М. Вибір якісних показників кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Зінченко (Притула) // Економіка розвитку. – 2006. – № 3. – С. 101–105.
6. Внукова, Н. М. Формування системи кількісних показників для проведення кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Зінченко (Притула) // Фінанси України. – 2006. – № 12. – С. 112–120.
7. Внукова, Н. М. Кредитно-рейтингова оцінка підприємств-емітентів як інструмент забезпечення розвитку фондового ринку України [Текст] / Н. М. Внукова, Ю. С. Потьомкін, Н. І. Зінченко (Притула) // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1–2. – С. 93–98.
8. Внукова, Н. М. Сучасні підходи до методичного забезпечення кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Притула // Економіка України. – 2007. – № 10. – С. 38–42.
9. Внукова, Н. М. Впровадження кредитно-рейтингової системи для підвищення прозорості емітентів на фондовому ринку [Текст] / Н. М. Внукова, Н. І. Зінченко (Притула) // Стандарти прозорості на конкурентоспроможному фондовому ринку та в банківській системі України : матеріали Четвертого Пленуму Спілки економістів України та Міжнар. екон. укр.-нім. конф. / під заг. ред. В. В. Оскольського. – К., 2005. – С. 85–91.
10. Гарагонич, О. В. Теоретичні питання державного регулювання господарської діяльності [Електронний ресурс] / О. В. Гарагонич. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Yurnpo/2010_1/141-147.pdf.

11. Гаращук, В. М. Контроль та нагляд у державному управлінні [Текст] : монографія / В. М. Гаращук. – Х. : Фоліо, 2002. – 176 с.
12. Глібко, С. В. Питання правового регулювання інвестиційних фондів в ЄС [Електронний ресурс] / С. В. Глібко, Ю. В. Сидоренко // Теорія і практика правознавства. – Вип. 1 (7) / 2015. – Режим доступу: http://tlaw.nlu.edu.ua/wp-content/uploads/2015/07/Глібко_ст.pdf.
13. Глібко, С. В. Правове регулювання лістингу в Європейському Союзі [Електронний ресурс] / С. В. Глібко, Ю. В. Сидоренко // Право та інноваційне суспільство : електрон. наук. вид. – 2015. – № 2 (5). – Режим доступу: http://apig.org.ua/wp-content/uploads/2015/12/Glibko_Sydorenko5.pdf.
14. Глібко, С. В. Проблеми регулювання обігу цінних паперів в банківській діяльності [Електронний ресурс] / С. В. Глібко // Електронне наукове фахове видання «Порівняльно-аналітичне право. – 2015. – № 6. – Режим доступу: <http://www.pap.in.ua/index.php/arhiv-vidannja>.
15. Дідківська, Л. І. Державне регулювання економіки [Текст] : навч. посіб. / Л. І. Дідківська, Л. С. Головка. – 4-те вид., випр. – К. : Знання, 2004. – 213 с.
16. Ерпылева, Н. Ю. Международное банковское право [Текст] : учеб. пособие / Н. Ю. Ерпылева. – М. : Дело, 2004. – 480 с.
17. Задохайло, Д. В. Державне регулювання ринкових відносин як актуальна юридична проблема [Текст] / Д. В. Задохайло // Укр. комерц. право. – 2005. – № 6. – С. 18–28.
18. Задохайло Д. В. Господарсько-правове забезпечення економічної політики держави [Текст] : монографія / Д. В. Задохайло. – Х. : Юрайт, 2012. – 456 с.
19. Зінченко (Притула), Н. І. Побудова інформаційної моделі визначення проблем кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів [Текст] / Н. І. Зінченко (Притула) // Економіка розвитку. – 2007. – № 2. – С. 60–62.
20. Зінченко (Притула), Н. І. Склад та співвідношення показників кредитно-рейтингової оцінки фінансового стану підприємств-емітентів [Текст] / Н. І. Зінченко (Притула) // Інформ. листок Харк. центру наук.-техн. та екон. інформації. – 2007. – № 01. – 4 с.
21. Кравець, І. М. Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень [Текст] : монографія / І. М. Кравець – К. : Юрінком Інтер, 2010. – 240 с.
22. Кротюк, В. Л. Національний банк – центр банківської системи України. Організаційно-правовий аналіз [Текст] / В. Л. Кротюк. – К. : Видав. дім «Ін Юре», 2000. – 248 с.

23. Кузнєцова, Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування [Текст] / Н. С. Кузнєцова, І. Р. Назарчук. – К. : Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
24. Кундицький, О. О. До питання про сутність державного регулювання економіки [Текст] / О. О. Кундицький // Наук. вісн. – 2006. – Вип. 16.2.
25. Науменкова, С. В. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн [Текст] : навч. посіб. / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К. : Центр наук. досліджень НБУ, Ун-т банк. справи НБУ, 2010. – 170 с.
26. Ненада, О. А. Пруденційний нагляд на фондовому ринку України. Мета, завдання, перспективи [Текст] / О. А. Ненада // Економіка. Фінанси. Право. – 2002. – № 11. – С. 29–33.
27. Нилов, К. Н. Государственное регулирование предпринимательской деятельности [Текст] : учеб. пособие / К. Н. Нилов. – Калининград : Изд-во КГУ, 2001. – 142 с.
28. Орехова, І. С. Державний контроль у сфері господарської діяльності: адміністративно-правові засади [Текст] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / І. С. Орехова. – О., 2009. – 21 с.
29. Остапович, Г. М. Державний контроль на ринку цінних паперів України [Текст] : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / Остапович Ганна Михайлівна. – К., 2006. – 205 с.
30. Поєдинок, В. В. Форми та засоби державного регулювання інвестиційної діяльності [Електронний ресурс] / В. В. Поєдинок. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ppip/2011_10/Poedinok.pdf.
31. Полюхович, В. І. Державне регулювання фондового ринку України: господарсько-правовий механізм [Текст] : монографія / В. І. Полюхович. – К. : [б. в.], 2012. – 336 с.
32. Притула, Н. І. Розроблення способу шкального виміру оцінки фінансового стану підприємств-емітентів [Текст] / Н. І. Притула // Економіка розвитку. – 2007. – № 3. – С. 87–89.
33. Притула, Н. І. Сучасні підходи до методичного забезпечення кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів [Текст] / Н. І. Притула // Економіка України. – 2007. – № 10. – С. 38–42.
34. Притула, Н. І. Кредитно-рейтингова оцінка підприємств-емітентів як інструмент забезпечення розвитку фондового ринку в Україні [Текст] / Н. І. Притула, Ю. С. Потьомкін // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1–2. – С. 93–98.

35. Притула, Н. И. Теоретические основы кредитно-рейтинговой оценки финансового состояния предприятий-эмитентов [Текст] / Н. И. Притула // Бизнес-Информ. – 2007. – № 9. – С. 69–71.
36. Притула, Н. І. Управління портфелем цінних паперів із застосуванням кредитно-рейтингової оцінки фінансового стану підприємств-емітентів [Текст] / Н. І. Притула // Інформ. листок Харк. центру наук.-техн. та екон. інформації. – 2007. – № 23. – 4 с.
37. Саснко, М. І. Правове регулювання державного контролю у сфері фінансових послуг в Україні [Електронний ресурс] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / М. І. Саснко. – 2010. – 20 с. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/pis/2010_1/Sayenko.pdf.
38. Саниахметова, Н. Поняття державного регулювання підприємництва [Текст] / Н. Саниахметова // Укр. комерц. право. – 2005. – № 6. – С. 10–17.
39. Сидоренко, Ю. В. Права акціонерів щодо одержання інформації в корпоративних інвестиційних фондах [Електронний ресурс] / Ю. В. Сидоренко // Право та інновац. суспільство. – 2014. – № 2. – С. 86–93. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/pric_2014_2_13.
40. Фогельсон, Ю. Правовые проблемы государственного надзора на рынках финансовых услуг [Текст] / Ю. Фогельсон // Хоз-во и право. – 2010. – № 7. – С. 77–99.
41. Ходаківська, В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика [Текст] : навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К. : ЦУЛ, 2002. – 616 с.
42. Шестак, В. С. Державний контроль в сучасній Україні (теоретико-правові питання) [Текст] : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.01 / Шестак Валентин Сергійович. – Х., 2002. – 195 с.
43. Шовкопляс, Г. М. Створення в Україні інституту фінансового омбудсмена як одного з головних механізмів захисту прав інвесторів-споживачів [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Підприємництво, госп-во і право. – 2012. – № 3. – С. 88–90.
44. Шовкопляс, Г. М. Сучасні теоретичні аспекти державного регулювання ринку фінансових послуг в Україні [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Підприємництво, госп-во і право. – 2012. – № 11. – С. 93–96.
45. Шовкопляс, Г. М. Контроль як форма державного регулювання ринку фінансових послуг в Україні [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Проблеми законності. – 2013. – № 123. – С. 95–104.
46. Шовкопляс, Г. М. Господарсько-правове регулювання пруденційного нагляду [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Підприємництво, госп-во і право. – 2014. – № 1. – С. 29–33.

47. Шовкопляс, Г. М. Засади поділу ринку фінансових послуг залежно від системи органів регулювання в Україні та країнах ЄС [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Право та інновації. – 2014. – № 3. – С. 105–112.
49. Шовкопляс, Г. М. Проблеми спільного інвестування на ринку інвестиційних послуг і шляхи їх вирішення з урахуванням права європейського союзу [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Право і суспільство. – 2015. – № 3. – С. 61–68.
50. Шовкопляс, Г. М. Аналіз європейських гарантійно-компенсаційних механізмів захисту прав інвесторів на ринках фінансових послуг та впровадження таких механізмів в Україні [Текст] / Г. М. Шовкопляс // Право та інновації. – 2015. – № 3. – С. 22–26.

Право ЄС та інше іноземне законодавство

1. Act Establishing the Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG of 22 April 2002 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/findag_en.html?nn=2821360#Start.
2. Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wphg_101119_en.html?nn=2821360.
3. Act on the Supervision of Insurance Undertakings (Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/vag_010512_va_en.html?nn=2690284.
4. Banking Act (Kreditwesengesetz – KWG) 25 June 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Aufsichtsrecht/dl_kwg_en.pdf?__blob=publicationFile.
5. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies IOSCO 2015. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.
6. Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454404140540&uri=CELEX:32003L0125>.

7. Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32006L0073&qid=1454419240519>.
8. COUNCIL REGULATION (EU) No 1092/2010 of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board Board [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRB-en.pdf?aa560e12d90f1c1456c76f429ba5b05e>.
9. COUNCIL REGULATION (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRBen.pdf?aa560e12d90f1c1456c76f429ba5b05e>.
10. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454597597507&uri=CELEX:32001L0034>.
11. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003L0071>.
12. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449491475124&uri=CELEX:32004L0109>.
13. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449491683591&uri=CELEX:32003L0006>.

14. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0039&qid=1449485054112>.
15. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449489563688&uri=CELEX:32014L0065>.
16. Financial Services Act 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents>.
17. The Financial Services and Markets Act 2000 (PRA-regulated Activities) Order 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/556/contents/made>.
18. The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/544/contents/made>.
19. Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009R1060&qid=1454338833411>.
20. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1449491959452&uri=CELEX:32014R0596>.

Наукове видання

Глі́бо Сергій Васильович,
Шовкопляс Ганна Миколаївна,
Ониськів Ірина Олегівна

**АКТУАЛЬНІ ПИТАННЯ
ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ
РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ
В УКРАЇНІ**

Монографія

Видається в авторській редакції

Коректор *Н. Ю. Шестьора*
Комп'ютерна верстка *А. Т. Гринченка*

Підписано до друку __.__.2016.
Формат 60×84 ¹/₁₆. Папір офсетний. Гарнітура Times.
Ум. друк. арк. 10,81. Обл.-вид. арк. 8,93. Вид. № 1441.
Тираж ___ прим.

Видавництво «Право» Національної академії правових наук України
та Національного юридичного університету імені Ярослава Мудрого
Україна, 61002, Харків, вул. Чернишевська, 80а
Тел./факс (057) 716-45-53
Сайт: www.pravo-izdat.com.ua
E-mail для авторів: verstka@pravo-izdat.com.ua
E-mail для замовлень: sales@pravo-izdat.com.ua

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців, виготівників і розповсюджувачів
видавничої продукції — серія ДК № 4219 від 01.12.2011 р.

Виготовлено у друкарні ФОП Леонов
Тел. (057) 717-28-80