



**USAID**  
FROM THE AMERICAN PEOPLE

## Capital Markets Project

**Виступ Роберта Д. Страхоти,  
старшого спеціаліста з питань ринків капіталу  
Проекту USAID «Розвиток ринків капіталу»  
на спільній конференції трьох СРО професійних учасників фондового ринку.  
Київ  
4-го жовтня 2010 р.**

Доброго ранку! Хотів би подякувати за запрошення виступити тут і поділитися з вами думками щодо ролі українських СРО у контексті проекту стратегії розвитку ринків капіталу на період до 2015 року, підготованого Державною Комісією з цінних паперів та фондового ринку.

План розвитку ринку, підготований будь-яким державним регулятором, може бути успішним лише тоді, коли він має пропозиції та підтримку учасників ринку, які представляють приватний сектор економіки, тобто тих суб'єктів, яких найбільше стосується такий план. Саме члени трьох СРО, які зібралися у цій залі сьогодні, представляють собою тих професійних учасників фондового ринку, від яких Комісія може отримати, як з перших рук, найконкретніші коментарі щодо змісту підготованого нею стратегічного плану. Шановні учасники ринку, це ваш капітал, яким ви повсякденно ризикуєте у вашій операційній діяльності, і саме цей капітал у першу чергу залежить від того, як саме будуть сформульовані положення цієї стратегії регулятора. Якщо вжити іншу термінологію, можна сказати, що тим, хто «має що втрачати від результату гри», краще за усіх видно, що не так у гри, і що треба зробити, щоб удосконалити правила, за якими відбувається гра.

Я вже вивчав свого часу питання, пов'язані з діяльністю СРО в Україні, тому маю певні підстави для висловлення рекомендацій на сьогоднішній поважній зустрічі. У червні 2007 року я підготував на прохання ДКЦПР докладний звіт з рекомендаціями щодо розвитку, діяльності та нагляду за саморегульованими організаціями на фондовому ринку України. Англійський та український тексти цієї роботи були передані тоді ж Комісії та СРО, і цей звіт досі розміщений на сайті Проекту USAID «Розвиток ринків капіталу» (а саме, [www.capitalmarkets.ua.com](http://www.capitalmarkets.ua.com)). У цьому звіті 2007 року:

1. визначено проблеми правового і регуляторного середовища, які заважають створенню і оптимальному використанню СРО, з зазначенням тих напрямків, де практика українських СРО не відповідає найкращій міжнародній практиці;
2. запропоновано критичний аналіз та запропоновані зміни до внутрішніх положень і правил УАІБ, ПАРД та ПФТС. Пізніше, коли єдиним СРО торгівців стала Асоціація український фондових торгівців (АУФТ), я також проаналізував і запропонував шляхи вдосконалення статутних документів та правил цієї СРО;
3. здійснена оцінка спроможності до саморегулювання кожної з цих СРО та запропоновані повноваження, які можна делегувати УАІБ і ПАРД. На час написання цього звіту я не бачив, яким чином АУФТ чи будь-яка інша СРО ліцензованих торгівців може виконати вимоги Закону 2006 року щодо встановленої ним кількості членів, якої достатньо, щоб отримати статус єдиної СРО торгівців.

Відтоді відбулося чимало подій у сегменті СРО, однак і сьогодні залишається кілька проблем, які я зауважив ще у 2007 році.

Я вважав у 2007 році і вважаю сьогодні, що з трьох СРО учасників ринку УАІБ знаходиться у найвигіднішому положенні щодо фінансових ресурсів та кадрового забезпечення для того, аби перебрати на себе делеговані повноваження з регулювання. У 2007 році, на мою думку, перебрати на себе повноваження з регулювання ПАРД заважала наявність конкуруючого СРО реєстраторів, яка не була зацікавлена у здійсненні саморегулювання. Проблема конкуруючої СРО було усунено, коли ПАРД отримав статус єдиної СРО реєстраторів та депозитаріїв цінних паперів згідно з Законом 2006 року. Однак обмежені фінансові ресурси ПАРДу та останні ініціативи стосовно дематеріалізації та роботи національної депозитарної системи можуть зменшити кількість реєстраторів-членів ПАРД та

вплинути на здатність асоціації виконувати делеговані їй повноваження з регулювання. Повноваження, пропоновані мною, можна делегувати СРО різних учасників ринку, згаданих у моєму звіті за 2007 рік, тому не буду знову перелічувати їх сьогодні.

Найсерйознішою проблемою залишається питання єдиної СРО торгівців цінними паперами. СРО торгівців цінними паперами є найважливішою з трьох СРО професійних учасників ринку через більш активну їх взаємодію між собою та з інвесторами.

Конкретно проблема полягає в тому, що у тексті проекту стратегії Комісії зазначено, що на ринку є 735 торгівців цінними паперами, які мають ліцензії, отже повинно бути 735 членів асоціації «Українські фондові торговці» (АУСТ). Однак, якщо подивитися на кількість торгівців цінними паперами, на яких припадає понад 95% усього об'єму торгівлі цінними паперами, статистика покаже, напевно, значно менше число – менш ніж 200, чи навіть ближче до 100 торгівців. Відтак маємо ситуацію, де більшість членів АУСТ – це особи, які мають ліцензії, але не є активними торговцями, мають дуже малу частку в грі та майже чи зовсім не зацікавлені у вкладанні в СРО ресурсів, необхідних для її розвитку та просування якісних принципів саморегулювання.

Щоб мати ефективну СРО торгівців цінними паперами, нинішня ситуація має змінитися. Як? Один із варіантів рішення – внести поправки до закону про цінні папери 2006 року, тобто дозволити, щоб на ринку існувала більш ніж одна СРО торгівців цінними паперами. Однак, на мою думку, краще, з огляду на міжнародний досвід та враховуючи специфіку українського ринку, було б мати тут одну СРО для конкретного класу учасників ринку. Попередній досвід України свідчить, що наявність понад одної СРО не означає прогрес у розвитку ринку капіталу. На користь необхідності однієї СРО для кожного виду професійних учасників ринку цінних паперів грає і той факт, що український ринок може запропонувати досить обмежені фінансові ресурси на саморегулювання.

Безперечно, коли є одна СРО для кожного виду учасників ринку, членство в якій є обов'язковим, можуть виникнути інші питання, пов'язані з корпоративним управлінням: зокрема, як забезпечити представництво інтересів усіх сегментів, до яких належать члени СРО, в управлінні організацією, та гарантувати, що СРО діє в інтересах людей. Наприклад, коли FINRA, СРО торгівців США, нещодавно розширилася, перебравши на себе функції саморегулювання, які раніше виконувала Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), склад її ради управляючих, до якої входили 23 особи, розподілився таким чином:

- 2 директори;
- 11 публічних управляючих, не пов'язаних з ліцензованими торговцями цінними паперами;
- 3 управляючих від великих торговців;
- 3 управляючих від маленьких торговців;
- 1 управляючий від середніх торговців;
- 1 управляючий від біржових трейдерів;
- 2 управляючі від торговців спеціальними продуктами на ринку цінних паперів.

Інше рішення – внести поправки до закону 2006 року, в яких визначити, що єдиною СРО торгівців цінними паперами, яка отримає відповідну ліцензію від Комісії, буде СРО, на членів якої припадає найбільша частка торгівлі в Україні. Така зміна, якщо вона буде запроваджена, все ж нестиме у собі потенційну проблему, якщо в дії залишиться загальноприйнятий принцип «один член СРО – один голос». В такому випадку залишиться більшість ліцензованих торговців цінними паперами, які можуть контролювати СРО, навіть не будучи активними учасниками ринку.

Третє рішення – зважити, чи СРО торгівців цінними паперами справді необхідна, якщо існують природно утворені СРО, що здатні виконувати всі функції саморегулювання, які може виконувати відповідальний єдиний торговець цінними паперами. Природна СРО – це термін, який я використав у звіті 2007 року, описуючи фондові біржі та центральні депозитарії цінних паперів. Я радий бачити, що Комісія визнала цю концепцію у своїй стратегії, принаймні стосовно фондових бірж.

Давайте розглянемо цю концепцію природної СРО через призму трьох основних функцій торговця цінними паперами: (1) взаємозв'язки з клієнтами; (2) виконання угод на ринку цінних паперів; та (3) кліринг і розрахунки за цими угодами.

Торгуючи на ринку цінних паперів, його головним завданням є чесність і законність торгівлі та недопущення маніпулювання ринком. Природна СРО, яка має забезпечити виконання торговцями цього завдання, є біржа, на якому здійснюється торгівля. В умовах України для СРО торговців недоречно займатися наглядом за ринком, оскільки наразі у країні існують три активні біржі, причому рівень участі членів цієї СРО у торгівлі на цих біржах та їх зацікавленість у кожній з них є різними. На жаль, досі існують також кілька інших бірж, деякі з яких залишилися ще з часів масової приватизації; вони не виконують жодної функції, корисної для фондового ринку, і подовжувати строк дії їх ліцензії недоречно.

Щодо розрахунково-клірингового обслуговування угод з цінними паперами природною СРО є центральний депозитарій цінних паперів, з встановленими правилами, затвердженими Комісією, який забезпечує участь своїх членів, торговців та банків, що виконують функцію зберігача, у системі, які здійснює своєчасні розрахунки та поставку паперів проти платежу. Для того, щоб забезпечити ефективність здійснення цієї функції, також непотрібно мати єдину СРО торговців цінними паперами.

Тобто, залишається перша з функцій торговця цінними паперами, а саме, взаємодія з клієнтами. Для цього потрібно, щоб фірма-торговець дотримувалась встановлених правил ведення бізнесу, а її персонал, який обслуговує клієнтів і має справу з їх активами, були кваліфікованими фахівцями, які пройшли відповідну фахову підготовку. В історичному плані можна сказати, що для виконання цього завдання багато країн не створювали для цього єдину СРО торговців. Натомість для цієї мети вони вдавалися до певного поєднання зусиль фондових бірж та державного регулятора. Навіть у США, де не існує СРО торговців, ще зовсім недавно правила фірм-членів Нью-Йоркської фондової біржі включали правила щодо стосунків з клієнтами.

Проте не лише в США, а й на багатьох ринках такі фондові біржі, як Нью-Йоркська фондова біржа, із взаємних товариств перетворилися на публічні комерційні біржі. Зробивши таку трансформацію, багато з них вирішили відмовитися від частини саморегулювання, яка стосується операцій фірм-членів з клієнтами. У тих країнах, де це відбулося, така функція зараз виконується СРО торговців цінними паперами, державним регуляторним органом або двома цими організаціями разом.

Отже, я веду до того, що, зважаючи на кон'юнктуру ринку України, все ще бажано мати єдину саморегульовану організацію торговців цінними паперами, переважно для того, щоб розглядати виконання правил бізнесу по відношенню до взаємодії з клієнтами, а також професійні кваліфікації працівників торговця цінними паперами. Управляти таким СРО повинні члени, які зацікавлені в цьому процесі, а саме: активні торговці цінними паперами. Очевидно, що Комісія повинна зберегти за собою регуляторну роль нагляду, але, на мою думку, було б серйозною помилкою, якщо б одна тільки Комісія відповідала за цей напрям роботи. Нещодавно повідомлялось, що Президент Янукович зазначив, що надто багато державних органів виконують комерційні функції. Можливо, це одна з проблем, яка стосується процесу визначення Комісією кваліфікації працівників ринку цінних паперів; надто велика увага приділяється комерційним аспектам ліцензування і недостатня – стандартам «професійної придатності та добросовісності».

Як, можливо, вже деякі з вас догадалися, сьогодні основний лейтмотив мого виступу полягає в тому, що надто багато ліцензованих торговців цінними паперами та ліцензованих бірж в Україні є суттєвою перешкодою розвитку ринку капіталів країни. Дійсно, це не лише проблема АУФТ. Пасивні члени – компанії з управління активами та реєстратори і зберігачі можуть бути проблемою для УАІБ та ПАРД.

Вивчаючи, як це питання вирішується у стратегічному документі Комісії з цінних паперів, я бачу змішані сигнали.

1. По-перше, мене підбадьорює те, що Комісія визнає існування проблеми.

2. погоджуюсь, що вимога стосовно обов'язкового мінімального рівня діяльності для отримання ліцензії торговця чи фондової біржі має право на існування. Але я хотів би, щоб Комісія прийняла Статті 8(a) та 36.5(a) Директиви ЄС щодо ринків фінансових інструментів. В них передбачено, що регулятор може відкликати ліцензію інвестиційної фірми або учасника ринку, якщо вони не користуються ліцензією протягом 12 місяців або не надали жодної інвестиційної послуги чи не провадили інвестиційної діяльності за останні шість місяців.
3. Також Комісія повинна перевіряти всіх торговців цінними паперами та біржі при продовженні ліцензії на новий строк, виходячи із застосування до керівництва та осіб, контролюючих торговців цінними паперами, «критерію професійної придатності та добросовісності» вищезгаданої Директиви ЄС. Мені приємно усвідомлювати, що стратегія Комісії принаймні визнає таку можливість.
4. Мене надихає те, що липневі зміни до законодавства про цінні папери збільшують вимоги до капіталу капітал учасників ринку. Але ці зміни ще не відповідають нормам ЄС і мають концептуальний недолік. Наприклад, ЄС дозволяє, що мінімальний капітал інвестиційної фірми, яка займається виключно брокерською діяльністю становив 125 000 євро, і Україна вимагає також приблизно еквівалентну суму в 1 000 000 грн., але від інвестиційної фірми, яка займається торгівлею цінними паперами за власний кошт, ЄС вимагає мати капітал в розмірі 730 000 євро, тимчасом як Україна - лише 500 000 грн. Відповідні вимоги, призначені для оцінки ліквідності та використання позикових коштів також значно відрізняються.
5. Також я радю тому, що Комісія пропонує здійснювати нагляд за учасниками ринку на основі оцінки ризиків. Базою такого нагляду стане модель, яку НБУ використовує для банків. Але завдання Комісії – не просто скопіювати модель, але й бути здатною впровадити ефективну модель нагляду на основі оцінки ризиків, яка б була пристосована не до банків, а до торговців цінними паперами. Впровадження такої моделі у 2004 році не допомогло НБУ запобігти серйозній банківській кризі в Україні. У разі належного впровадження, нагляд на основі оцінки ризиків є кроком у вірному напрямку для нагляду за активними торговцями цінними паперами та компаніями з управління активами. Але це не є прийнятною альтернативою позбавленню ринку капіталів від торговців цінними паперами та фондових бірж, які не провадять діяльності на яку отримали ліцензію.

Дякую