

ОСНОВНІ НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ НОРМАТИВНОЇ БАЗИ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Підготовлено:
членом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку
БУРМАКОЮ М.О.
радником Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку
АНТОНОВИМ С.М.

Київ–2008

ЗМІСТ

Вступ	3
I. Сучасні технології біржової торгівлі	5
II. Модернізація депозитарної системи	13
III. Легалізація і створення системи грошових розрахунків за укладеними на біржі договорами	15
IV. Механізми підвищення ліквідності ринку	20
V. Вимоги до облікових і торговельних систем професійних учасників фондового ринку	21
VI. Взаємна комунікованість, системність і сумісність	23

Вступ

Ключовою проблемою вітчизняного фондового ринку залишається недорозвиненість його організованого сегмента.

В Україні панує непрозорий неорганізований ринок цінних паперів, який за своїми масштабами не має прецедентів у світовій практиці й значною мірою обслуговує тіньову сферу економіки.

Звідси виникає ряд проблем економічного, соціального, технологічного, психологічного характеру, які не дозволяють реалізувати інвестиційний інтерес до української економіки як закордонного, так і, що особливо важливо, масового вітчизняного інвестора, а з іншої сторони – інтерес вітчизняного емітента до українського фінансового ринку.

Досвід останніх років показує, що, незважаючи на позитивні тенденції, прогрес у створенні організованого сегмента залишається незначним.

Причиною цього, на наш погляд, є такі обставини:

1) Організований ринок не може бути створений шляхом технологічного, психологічного або адміністративного прориву – швидко й ефектно. Це багатомірний, масштабний і тривалий процес. Для того, щоб ринок почав повноцінно функціонувати, необхідно ОДНОЧАСНЕ вирішення ряду складних технологічних і регуляторних проблем, а саме:

I. Легалізувати сучасні технології біржової торгівлі і встановити регуляторні вимоги, які дозволять забезпечити дві головні функції біржового ринку, – справедливу ціну й ліквідність.

II. Технологічно модернізувати всі рівні депозитарної системи й, насамперед, рівень зберігачів, який і повинен підтверджувати права власності на цінні папери.

III. Легалізувати і створити систему грошових розрахунків (переказ коштів) за укладеними на біржі договорами (відсутність зручної й зрозумілої системи розрахунків віртуалізує і профанує будь-які біржові механізми).

IV. Розширити і регламентувати перелік фінансових інструментів, які б дозволили суттєво підвищити ліквідність організованого ринку (договори РЕПО, маржинальна торгівля, деривативи).

V. Суттєво підвищити технологічні вимоги до облікових і торговельних систем усіх професійних учасників фондового ринку й одночасно з цим підвищити вимоги до звітності всіх професійних учасників, створивши їм для цього технологічні зручності. Без наявності таких систем говорити про можливість вчасного звітування про сотні (тисячі) договорів і масове обслуговування індивідуального інвестора взагалі не варто.

VI. Все це має супроводжуватися взаємною комунікованістю, системністю, технологічними зручностями, сумісністю й опиратися на чітке нормативне поле, що регламентує електронний документообіг на фондовому ринку.

2) Фондове співтовариство є за своєю природою масою індивідуумів, які принципово не бажають консолідуватися на вирішенні складних і "дорогих" завдань. Більше того, нинішня ситуація влаштовує ринок: нецивілізованість нашого фондового ринку захищає від агресивності цивілізованих закордонних гравців і дозволяє нинішнім лідерам надовго монополізувати свої позиції без особливих витрат.

Ми вважаємо, що будь-які зміни нормативного поля мають перевірятися на конструктивність саме з позицій просування у бік створення організованого фондового ринку й, відповідно, стандартів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), Групи 30, Директив ЄС.

Концептуальне, системне вдосконалення нормативної бази вимагає внесення змін у чинні нормативні документи або прийняття принципово нових (*виділені курсивом*) нормативних документів:

- Положення про функціонування фондових бірж, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 19.12.2006 р. №1542.
- Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені рішенням ДКЦПФР від 12.12.2006 р. №1449.
- Положення про порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного), затверджене рішенням ДКЦПФР від 11.08.2004 р. №339.
- Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових і корпоративних інвестиційних фондів), затверджене рішенням ДКЦПФР від 02.07.2002 р. №201.

- Положення про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами, затверджене Постановою Правління НБУ від 02.02.2007 р. №31.
- Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні, затверджена Постановою Правління НБУ від 28.08.2001 р. №368.
- Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України, затверджена Постановою Правління НБУ від 03.10.2005 р. №358.
- Правила розміщення страхових резервів по страхуванню життя, затверджені розпорядженням Держфінпослуг від 26.11.2004 р. №2875.
- Порядок складання звітних даних страховиків, затверджений розпорядженням Держфінпослуг від 03.02.2004 р. №39.
- *Положення про критерії і нормативи достатності капіталу, диверсифікованості та якості активів страховика (проект Держфінпослуг).*
- Положення (стандарт) бухгалтерського обліку, затверджені наказами Міністерства України.
- Рішення ДКЦПФР №2 від 03.01.2003 р. "Про встановлення єдиного формату обміну інформацією в електронному вигляді між учасниками ринку цінних паперів і ДКЦПФР".
- Положення про розрахунок показників ліквідності, які обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку, затверджене рішенням ДКЦПФР від 27.12.2007 р. №2381.
- Положення про здійснення фінансового моніторингу учасниками ринку цінних паперів, затверджене рішенням ДКЦПФР від 04.10.2005 р. №538.
- Положення про державних представників на фондових біржах, у депозитаріях і торгово-інформаційних системах, затверджене рішенням ДКЦПФР від 08.05.2001 р. №144.
- Ліцензійні умови здійснення професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституціональних інвесторів (діяльності з управління активами), діяльності з торгівлі цінними паперами, діяльності з організації торгівлі, депозитарної діяльності, затверджені рішеннями ДКЦПФР від 26.05.2006 р. №№341, 346, 347, 349 відповідно.
- Порядок і умови видачі ліцензії на здійснення окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дублікату і копії ліцензії, затверджені рішенням ДКЦПФР від 26.05.2006 р. №345.
- *Положення про запобігання маніпулюванню на фондовому ринку України.*
- *Положення про договори РЕПО на організованому ринку.*
- *Положення про маржинальну торгівлю.*
- *Положення про вимоги до електронного документообігу між учасниками фондового ринку.*
- *Положення про розрахунково-клірингову діяльність по договорах з похідними (деривативами).*
- *Положення про грошовий кліринг і розрахунки по договорах із цінними паперами.*

Варто відзначити, що ці пропозиції перебувають у руслі рекомендацій світових інституцій, розроблені на основі вивчення ряду аналогічних нормативних документів, спрямованих на розвиток фондового ринку України, тобто не є якоюсь революцією для національного ринку цінних паперів. Від попередніх концепцій цей документ відрізняється лише меншою декларативністю й більшою конкретністю.

Мета запропонованої Концепції полягає не в докорінній зміні нормативної бази фондового ринку, а лише в радикальному впорядкуванні чинних нормативних актів і пропозиції найбільш важливих нових документів.

Принциповою особливістю цієї Концепції є те, що із сотень документів, які регулюють фінансовий ринок, обрано лише два десятки найбільш важливих, зміни в які мають бути внесені одночасно.

Тому наведені вище взаємозалежні нормативні новації доцільно здійснювати одноомментно, комплексно, системно, що стане запорукою підвищення конкурентоспроможності як вітчизняного фондового ринку, так і української економіки в цілому.

I. СУЧАСНІ ТЕХНОЛОГІЇ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ

Об'єднуючим за значимістю й визначальним для вирішення перелічених проблем є "Положення про функціонування фондових бірж". На сьогодні це положення описує існуючу в Україні систему біржових торгів, а по суті, "пристосувало" нормативну базу до існуючої практики торгів.

Суть пропозицій щодо змін цього положення зводиться до наступного:

1. Запропоновані сьогодні зміни визначення біржового курсу цінного папера не по укладених, а по виконаних договорах (у проекті рішення ДКЦПФР про зміну "Положення про функціонування фондових бірж", опублікованому на сайті Комісії 27.03.2008 р.), на наш погляд, вимагають уточнення, оскільки чинне Положення про функціонування фондових бірж не вимагає від бірж ніякого контролю за їх виконанням. Такий стан навіть викликав необґрунтовану критику в бік ДКЦПФР – нібито Комісія пропонує користуватися "застарілими" котируваннями. На нашу думку, це протиріччя легко усунути шляхом обмеження строків розрахунків по укладених на біржі договорах, наприклад, 3-ма або 5-ма днями. Більші строки розрахунків цілком можна "покрити" похідними цінними паперами.

Насправді ж "Т+3" є стандартним розрахунковим періодом, що рекомендується для ринків акцій Групою 30. Причому, це – граничне значення, а взагалі, за вимогами IOSCO, процедура затвердження/незатвердження укладеного договору розрахунково-кліринговими системами має здійснюватися якомога оперативніше – з максимальним наближенням до режиму реального часу.

В деяких європейських країнах термін "Т+3" використовується лише з таких причин:

- наявність певних традицій,
- документарна форма існування цінних паперів,
- принципово не надто оперативний переказ коштів, особливо в офшорні країни й такі, що в'яло співробітничать у боротьбі з тероризмом.

Для України, де такі традиції ще не встигли сформуватися, СЕП працює за принципом Т+0, а на біржі можуть обертатися цінні папери лише в бездокументарній формі, а зберігачі підтверджують право власності на бездокументарні та знерухомленні цінні папери, **немає жодних причин, включаючи технологічні, з яких варто затягувати розрахунки по договорах, укладених на організованому ринку.**

2. **Необхідно дати визначення біржового курсу** як математичної формули або хоча б інтервалу, в якому ця формула має застосовуватися біржами, яка б залежала від обсягу торгів і ціни, що склалася за певний відрізок часу. Наприклад, як стартове значення (згодом при збільшенні ліквідності ринку його можна посилити) можна було б прийняти критерії, що діють у Положенні ДКЦПФР про порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного):

- 10 тис. грн. – мінімальна сума договорів для визначення середньозваженої ціни за день, але за умови укладання договорів на загальну суму не менше 100 тис. грн. за останні 30 календарних днів.

Більше того, біржовий курс цінного папера і відповідні йому інші види котирувань (тобто чисельні значення ціни цінного папера – наприклад, ціна відкриття, ціна закриття, середньозважена ціна тощо) і обсяг договорів, за якими ці котирування визначені, мають бути не тільки публічними, але й обов'язковими для звітності в ДКЦПФР.

Чітке й жорстке (рамкове) визначення біржового курсу тим більше важливе через існуючий на сьогодні невисокий авторитет бірж (як організацій, що інформують про справедливу ціну) серед учасників фондового ринку й було б спрямоване саме на підвищення такого авторитету.

3. Саме на основі цієї інформації відповідні служби ДКЦПФР зможуть проводити дійсно ефективний аналіз і моніторинг, а при необхідності – вживати адекватних заходів впливу, зокрема, припиняти торги цінними паперами, у відношенні яких виявлені ознаки маніпулювання. У цьому зв'язку, **варто було б докладніше описати процедуру призупинення торгів і жорстко вимагати від організаторів торгівлі забезпечення державним представникам технічних можливостей з моніторингу, зупинення та припинення торгів на біржах.**

4. Важливою передумовою для виконання договорів є наявність Положення про розрахунково-клірингову діяльність (рішення ДКЦПФР №1001) в актуальній редакції. Завдяки впровадженню принципу DVP з нього прямо випливають **два положення, які доцільно включити в "Положення про функціонування фондових бірж":**

- Біржа, будучи зобов'язана забезпечувати розрахунки за принципом "поставка проти платежу", має контролювати й звітувати перед ДКЦПФР про виконання договорів, а також публікувати випадки, коли розрахунки не здійснено або укладений на Біржі договір був розірваний.

- З огляду на обов'язковість DVP, брокер має можливість протягом торговельної сесії продавати цінні папери, придбані на цій же торговельній сесії.

5. Необхідно чітко визначити **перелік і види заявок, які можуть виставлятися на біржі брокерами**. Існує дисонанс між чітким переліком "разових замовлень" в "Правилах (умовах) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами", затверджених Рішенням ДКЦПФР від 12.12.2006 р. №1449 (далі – Правила ТЦП) і повною відсутністю будь-яких вимог до виду заявок у Положенні про функціонування фондових бірж.

6. У "Положенні про функціонування фондових бірж" **відсутнє поняття спреду і будь-які обмеження щодо його розміру**. Це призводить до тривалого існування в лістингах бірж цінних паперів, які характеризуються вкрай низкою ліквідністю.

7. Стосовно "адресного" і "безадресного" ринку – з цього приводу існує багато думок як на ринку, так і в Комісії. Очевидно, що наявність адресного ринку максимально спрощує маніпуляцію цінами, але Положення про функціонування фондових бірж про це не містить ні слова. Логічним компромісом могла б бути регламентація можливості існування двох ринків – і "адресного", і "анонімного". Але **біржовий курс необхідно визначати виключно на підставі безадресного (анонімного) ринку**.

У рамках чинного законодавства, що регулює ринок цінних паперів, поняття адресних і безадресних договорів (заявок) взагалі відсутнє. Але ж це принципово різні форми укладення договорів.

З приводу переваг і недоліків адресного та безадресного ринку дискусії тривають й досі – торговець цінними паперами повинен сам вибирати, яка форма укладення конкретного договору йому зручніша, але біржа як організатор торгівлі повинна чітко розмежовувати договори, укладені на адресному й безадресному ринку.

Адресними називаються біржові договори із купівлі-продажу цінних паперів, учасники яких знають, з ким вона укладається. Ціна договору в цьому випадку залежить від домовленостей покупця й продавця. Такі договори, власне кажучи, не є біржовими в чистому вигляді. З тим же успіхом вони можуть укладатися й поза біржею.

Тоді як час **безадресні** заявки призначені для всіх учасників торгів. Саме такий підхід узятий на озброєння провідними фондовими біржами світу, оскільки саме анонімна торгівля на основі виставлення безадресних заявок створює передумови для формування справедливої, тобто об'єктивної ціни. Саме це й дозволяє організувати по-справжньому масові, високоліквідні та ефективні ринки.

Саме за підсумками торгів на безадресному ринку як такому, де мінімальні можливості для цінового маніпулювання (оскільки учасники торгів не можуть знати заздалегідь, з ким укладають договір), і має **розраховуватися біржовий курс фондових інструментів**.

Як наочний приклад слід зазначити, що вимоги до розрахунку біржового курсу чітко регламентовані російським законодавством. Перша гучна справа в рамках боротьби з маніпулюванням у Росії мала місце у 2003 р. й стосувалася саме відмови біржі РТС розмежовувати адресні й безадресні договори, що не дозволяло перевірити, наскільки адекватний розрахунок біржового курсу. У результаті біржа ледь не втратила ліцензію й повністю втратила шанси забезпечити собі переваги в конкуренції з біржею ММВБ, яка значно активніше розвиває механізми Інтернет-трейдингу.

А замовчувати цю тему через те, що в Україні лєвова частина договорів укладається саме на адресному ринку й саме ця інформація використовується для формування біржового курсу цінних паперів, щонайменше, безвідповідально перед інвесторами, які вважають сформовану на біржі ціну справедливою й максимально об'єктивною.

З наведеного вище не випливає, що адресний ринок гірший за безадресний. Кожний функціонуючий в Україні ринок (ринок котирувань, ринок заявок, ринок РЕПО, специфічний ринок деривативів, ринок первинного розміщення, все ще жевріючий приватизаційний ринок) рівноправний і життєздатний, доки є професійні учасники, зацікавлені торгувати саме за тими умовами, які пропонує їм конкретний ринок.

Однак для формування справедливого, прозорого, ефективного ринку й залучення інвесторів біржові ціни мають формуватися при виконанні ряду цілком конкретних умов: **анонімність учасників торгів і гарантоване DVP**.

- 8. **Стосовно наявності двох етапів укладання угод на біржі.**

Сама правова природа "угоди" і "контракту" не може бути осмислена в рамках існуючого законодавства. Аналога цьому немає на жодному фондовому майданчику світу.

Діюча редакція Положення про функціонування фондових бірж допускає, що протягом торговельної сесії на біржі укладаються "біржові угоди", тобто здійснюється зафіксоване біржею одночасне прийняття учасниками біржових торгів прав і обов'язків із купівлі-продажу відповідних цінних

паперів та інших фінансових інструментів, які виникають при збігу умов зареєстрованих фондовою біржею заявок на покупку із заявками на продаж цих учасників торгів. Після цього передбачається укладення "біржового контракту", тобто договору про виконання "біржової угоди", що укладається між учасниками біржових торгів за формою, встановленою фондовою біржею.

Отже, відповідно до Положення, під час торговельної сесії в електронному виді укладаються **"біржові угоди"** і на підставі цих **"біржових угод"** учасники біржових торгів укладають **"біржові контракти"** у формі документів на папері.

Це знову ж таки "пристосування" нормативного документа під фактичну роботу ринку - відповідно до українського законодавства укласти угоду (договір) в електронному вигляді можна тільки у вигляді електронного документа, обов'язковим реквізитом якого є електронний цифровий підпис.

Таким чином, виходячи зі змісту Положення, неясно: **чи мають юридичну силу "біржові угоди" без наступного укладення "біржових контрактів"?** І взагалі – **чи є вони договорами в розумінні Цивільного кодексу України?**

Відповідно до п. 1 ст. 638 Цивільного Кодексу України (ЦКУ) і п. 2 ст. 180 Господарського кодексу України (ГКУ) *договір (господарський договір) є укладеним, якщо сторони в належній формі дійшли згоди по всіх істотних умовах договору.* Згідно п. 1 ст. 640 ЦКУ *договір є укладеним з моменту одержання особою, яка направила пропозицію укласти договір, відповіді про прийняття цієї пропозиції.*

Тобто, під час торговельної сесії на організаторі торгівлі при співпадінні істотних умов заявки учасника біржових торгів на продаж цінних паперів із заявкою учасника біржових торгів на покупку цінних паперів (які зареєстровані фондовою біржею) **має відбуватися укладання договору купівлі-продажу цінних паперів, а не його фіксація.** Саме такий порядок передбачає й світова практика біржової торгівлі.

А діючий підхід до порядку укладання договорів на українських біржах пояснюється труднощами (неможливістю, небажанням) упровадження організаторами торгівлі електронного документообігу та його складової - електронного цифрового підпису.

9. Поняття "адресного" і "безадресного" ринку знаходить своє продовження у вимозі **обов'язкової ідентифікації клієнтів брокера біржею й самим брокером ще до проведення торгів,** яка міститься в Положенні про функціонування фондових бірж.

В основі цього лежить зрозуміле бажання регулятора не допустити на біржах здійснення відмивання (легалізації) коштів, отриманих злочинним шляхом. Але **на практиці це призвело до тотальної орієнтації ринку на адресний ринок** і, як наслідок, - до масштабного поширення **формування на біржі необ'єктивних цін (маніпулювання),** а в результаті – до **використання цих цін і фондових інструментів (так званих "сміттєвих цінних паперів") для відмивання доходів, отриманих злочинним шляхом.**

Чинне Положення про здійснення фінансового моніторингу учасниками ринку цінних паперів, затверджене рішенням ДКЦПФР від 04.10.2005 р. №538 (далі – **Положення про ФМ**) вимагає:

"6.1. Для забезпечення належної реалізації своїх функцій суб'єкт (який відповідно до Закону України "Про фінансові послуги й державне регулювання ринків фінансових послуг" має статус фінансової установи) зобов'язаний проводити ідентифікацію осіб, які здійснюють фінансові операції, що підлягають фінансовому моніторингу, відкривають рахунки або за наявності підстав уважати, що інформація щодо ідентифікації особи потребує уточнення.

Якщо особа діє як представник іншої особи або у суб'єкта виникає сумнів щодо того, що особа виступає від власного імені або вигодоодержувачем є інша особа, суб'єкт зобов'язаний ідентифікувати також осіб, від імені або за дорученням яких здійснюється фінансова операція або які є вигодоодержувачами".

Викладене вище змушує торговця цінними паперами (який є фінансовою установою) **ідентифікувати свого контрагента, клієнта контрагента та їх засновників. При цьому Положення про ФМ не містить винятків для випадків:**

1) Якщо фінансова операція відбувається між двома фінансовими установами.

При цьому фінансові установи мають здійснювати ідентифікацію як власних клієнтів, так і клієнтів свого контрагента, тобто проводити перехресну ідентифікацію. Випадок, коли обоє контрагентів здійснюють фінансову операцію в інтересах клієнтів на ринку цінних паперів, можливий, відповідно до ліцензійних умов, тільки для фінансових установ.

Якщо піти далі, то, виходячи з Положення про ФМ, наприклад, депозитарій також повинен здійснювати ідентифікацію депонентів зберігача.

2) Якщо фінансова операція здійснюється на організаторі торгівлі.

Але ж на організаторах торгівлі дозволений обіг виключно цінних паперів, знерухомлених у депозитарії. Тобто, **члени фондової біржі і їх клієнти повинні відкривати рахунки в депозитарії, якщо вони є зберігачами, або в зберігача, якщо вони депоненти, а перед цим пройти обов'язкову процедуру ідентифікації.**

Крім того, Положення про розрахунково-клірингову діяльність по договорах із цінними паперами, затверджене рішенням ДКЦПФР № 1001 від 17.10.2006 р., вимагає проведення розрахунків по договорах, укладених на організаторах торгівлі, виключно за принципом "поставка проти оплати", що, безумовно, передбачає **відкриття рахунків у банку, що передбачає й проведення ідентифікації банком.**

Також і **сама фондова біржа, яка є суб'єктом первинного фінансового моніторингу, повинна здійснювати ідентифікацію як своїх членів, так і клієнтів членів фондової біржі** (п. 3 розділу X Положення про функціонування фондових бірж).

При цьому варто врахувати, що на організаторі торгівлі неможливо здійснити операцію, яка підлягає обов'язковому фінансовому моніторингу.

Згідно зі ст. 11 Закону України "Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом", *обов'язковому фінансовому моніторингу підлягають операції, які мають такі ознаки: проведення фінансових операцій із цінними паперами на пред'явника, не розміщеними в депозитаріях; придбання особою цінних паперів за готівку.* А відповідно до Закону України "Про національну депозитарну систему та особливості обігу цінних паперів в Україні" цінні папери в документарній формі для продажу на фондовій біржі мають бути знерухомілі в депозитарії, а розрахунки проводяться в безготівковій формі.

Взагалі, в усьому світі інформація про клієнта є комерційною таємницею й важливою конкурентною перевагою фінансової установи, а її розголошення може привести до несумлінної конкуренції.

Організатор торгівлі для виконання покладених на нього функцій повинен звести разом безліч покупців і продавців для виявлення справедливої ціни і надати механізм для визначення "справедливої й об'єктивної ціни" цінних паперів на базі пропозицій сотень або навіть тисяч інвесторів. Це підтверджує існуюча світова практика й просто здоровий глузд. У світі немає іншого механізму визначення ціни.

Саме тут потрібно також зупинитися на визначенні "**справедлива ціна**". Така ціна може виникнути тільки тоді, коли на оголошену пропозицію "продаю" будь-хто може відповісти "кую", а коло покупців і продавців, хоча й обмежене процедурами доступу (це члени біржі, а при наявності Інтернет-трейдингу також і їх клієнти), але заздалегідь не персоніфіковане. Тобто, до укладання договору покупець або продавець не знає, хто є його контрагентом. **Договір на організаторі торгівлі укладається не з конкретним контрагентом, а при вигідніших умовах, і тільки після його укладення контрагенти стають відомими один одному. Коли ж контрагенти відомі заздалегідь, то, напевно, заздалегідь може бути відома й ціна, а це прямий шлях до маніпуляцій, тобто формування "несправедливих і необ'єктивних цін" на цінні папери.**

У США і Західній Європі учасниками біржової торгівлі цінними паперами (опосередковано через брокерів і системи віддаленого доступу, тобто Інтернет-трейдинг) є десятки мільйонів фізичних і юридичних осіб. У Росії ця цифра досягла мільйона. Важко собі уявити, що кожний брокер або організатор торгівлі, який є фінансовою установою й, відповідно, суб'єктом фінансового моніторингу, заздалегідь, тобто до проведення біржових торгів, взмозі ідентифікувати таку кількість осіб. Хоча в Україні поки що не існує по-справжньому масового організованого фондового ринку, безумовно, цей процес набиратиме оберти, тому варто актуалізувати вирішення цього питання в Україні саме зараз.

Аналізуючи норми вітчизняного законодавства щодо фінансового моніторингу, варто відзначити, що **дія Положення про ФМ не поширюється на таких активних учасників ринку цінних паперів, як банки, які не зобов'язані контролювати контрагентів свої х клієнтів.**

Відповідно до частини 3 ст. 64 Закону України "Про банки та банківську діяльність", на банки покладено обов'язок ідентифікувати:

- клієнтів, які відкривають рахунок у банку;
- клієнтів, які здійснюють операції, що підлягають фінансовому моніторингу;
- клієнтів, які здійснюють операцію з готівкою без відкриття рахунку на суму, що перевищує еквівалент 50 тис. грн.;
- осіб, уповноважених діяти від імені зазначених клієнтів.

Клієнтом банку відповідно до того ж Закону "є будь-яка особа, що користується послугами банку". Тобто, **банк ні заздалегідь, ні згодом не ідентифікує клієнтів інших банків або фінансових установ.**

Саме таку функцію ідентифікації вимагають і **Сорок Рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів по боротьбі з відмиванням коштів (FATF)** (додаток до Постанови КМУ та НБУ №1124 від 28.08.2001 р.).

Доречно також подивитися на досвід з цього питання Російської Федерації, яка переживає подібний етап розвитку системи фінансового моніторингу. У Російській Федерації відповідно до розпорядження Федеральної комісії з ринку цінних паперів № 613/р від 03.06.2002 р. до професійних учасників, які повинні здійснювати фінансовий моніторинг, віднесені брокери, дилери, що управляють цінними паперами і здійснюють операції з грошовими коштами та цінними паперами, включаючи укладання ф'ючерсних контрактів і придбання (відчуження) опціонів на ринку цінних паперів. **Виходячи з цього, фондові біржі та депозитарії взагалі не віднесені до організацій, які повинні здійснювати фінансовий моніторинг.** Фондові біржі в Російській Федерації не повинні здійснювати фінансовий моніторинг, оскільки на фондовій біржі неможливо провести операцію, яка б підпадала відповідно до Федерального Закону від 07.08.2001 р. №115-ФЗ "Про протидію легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом" під фінансовий моніторинг.

Таким чином, за умови внесення до Положення про функціонування фондових бірж досить радикальних змін, наведених вище, буде доцільно:

- скасувати вимоги Положення про функціонування фондових бірж щодо необхідності для фондової біржі проводити ідентифікацію "особи, від імені якої здійснюється фінансова операція або яка є вигодоодержувачем", тобто – клієнтів членів фондової біржі;
- внести зміни до Положення про ФМ або надати роз'яснення про відсутність необхідності ідентифікації клієнтів фінансової установи-контрагента у випадку, якщо договір укладається на організаторі торгівлі цінними паперами.

10. Наступне питання пов'язане з попереднім – це **вимоги до електронної торговельної системи (ЕТС) біржі.**

Як не дивно, але Положення про функціонування фондових бірж не містить жодних спеціальних вимог до ЕТС.

Більше того, жодних вимог не містять і Ліцензійні умови здійснення професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку, затверджені Рішенням ДКЦПФР від 26.05.06 р. № 347, хоча в Ліцензійних умовах здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами, ведення реєстру власників іменних цінних паперів, депозитарної діяльності, діяльності з управління активами містяться вимоги до програмного забезпечення (хоч і загального характеру).

Очевидно, що **ЕТС біржі має забезпечувати електронний документообіг (ЕДО)** – у протилежному випадку неможливо забезпечити "централізоване укладання договорів", як того вимагає Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Певні вимоги до ЕТС організатора торгівлі містяться лише в Положенні про регулювання діяльності фондових бірж і торгово-інформаційних систем, затвердженому ще рішенням ДКЦПФР від 11.11.1997 р. №46 (у редакції рішення ДКЦПФР від 22.01.1998 р. №19), однак у чинному Положенні про функціонування фондових бірж відсутні будь-які посилання на цей документ. Крім того, вимоги до ЕТС організаторів торгівлі, наведені в цьому документі, вимагають істотної ревізії у зв'язку зі стрімким розвитком сучасного програмного забезпечення і відповідної нормативної бази. З огляду на перспективність розвитку електронної торгівлі, що підтверджується світовим досвідом, необхідно передбачити, як мінімум, такі вимоги до ЕТС бірж:

- 1) конфіденційність інформації, переданої за допомогою ЕТС, тобто неможливість втрати, знищення і блокування інформації, порушення цілісності й режиму доступу до цієї інформації відповідно до Законів України "Про інформацію", "Про захист інформації в інформаційно-телекомунікаційних системах";
- 2) наявність у системі електронного документообігу;
- 3) відповідність операційних можливостей цієї системи "Вимогам до програмних продуктів на фондовому ринку", затвердженим рішенням ДКЦПФР №349 від 16.07.2003 р.
- 4) реалізація "безадресного ринку";
- 5) комунікаційні можливості щодо інтеграції з депозитарними та платіжними системами.

Актуальність зазначених вимог посилюється через те, що всі діючі в Україні депозитарії (ВАТ "Міжрегіональний фондовий союз", ВАТ "Національний депозитарій України", Національний банк України) використовують електронний документообіг і гарантують необхідну законодавством конфіденційність. Тому для фондових бірж доцільно передбачити вимоги до організації електронного документообігу, як мінімум, не нижче, ніж у діючих депозитаріїв.

11. Ще одне питання, безпосередньо пов'язане з виконанням біржею однієї з головних своїх функцій – **забезпеченням ліквідності** – це **впровадження інституту маркет-мейкерів.**

Варто відзначити, що ужорсточення вимог до лістингу з боку регулятора, що спостерігається в останні роки, на жаль, не привело до бажаних результатів:

1) "Сміттєві" папери продовжують обертатися й обсяги їх не зменшилися - за оцінками експертів, вартість неліквідних "сміттєвих паперів" в Україні станом на середину 2008 р. становить \$3-4 млрд, у тому числі в портфелях банків - \$2-2,5 млрд. (див.: *КоммерсантЪ-Украина №147 від 22.08.08 р.*, <http://www.kommersant.ua/doc.html?DocID=1014407&IssueId=46994>).

2) Норма про укладання договорів саме з емітентами, за умови незацікавленості останніх у такому лістингу, просто зменшує кількість цінних паперів на організованому ринку і не сприяє підвищенню конкуренції між біржами.

Лєвова частина емітентів, з огляду на недостатню розвиненість вітчизняного ринку цінних паперів і мінімальні можливості залучення коштів через фондові інструменти, абсолютно не зацікавлена у супроводі обігу власних цінних паперів на біржах. Тим більше, що чинне законодавство і правила фондових бірж покладають на емітентів лише відповідальність за розкриття інформації, але не передбачають жодних переваг у результаті включення їхніх паперів у лістинг.

Недостатність лістингових цінних паперів призводить до того, що біржі не зацікавлені у жорсткому контролі виконання емітентами своїх зобов'язань. Виключення цінних паперів з лістингу мають одиничний характер і пов'язані лише з найбільш гучними випадками безцеремонної поведінки емітентів стосовно учасників ринку. Крім того, чинне законодавство жодним чином не забороняє емітенту в такому випадку включити свої цінні папери в лістинг іншої фондової біржі.

3) Особливості підприємницької діяльності в Україні, історія створення і приватизації підприємств не сприяють створенню брендів на фондовому ринку, а в такій ситуації просто скорочують перелік доступних для обігу фондових інструментів.

4) Жорсткі обмеження лістингу і високі відповідні вимоги НБУ щодо формування резервів під можливі ризики від операцій з цінними паперами відштовхують банки від інвестування в цінні папери. Складається парадоксальна ситуація: банки, що мають серед фінансових посередників найбільший рівень довіри населення, чиї лідируючі позиції за обсягом залучених коштів сьогодні не підлягають сумніву, мають висококваліфікований персонал в інвестиційних підрозділах, зараз не можуть активно розміщувати залучені кошти на ринку цінних паперів.

5) Досвід розвинутих біржових ринків показує, що в лістингу мають перебувати цінні папери не обов'язково цікавих за фундаментальними показниками підприємств – лідерів у своїх галузях. Зрештою, ринок акцій великих підприємств-монополістів характеризується найчастіше й підвищеними юридичними та політичними ризиками. Практика свідчить, що ринок сам може вирішити, які папери йому цікаві. Для ринку важлива, насамперед, ліквідність паперів, кількість укладених договорів, обсяги торгів, тобто фактори, які практично не залежать від діяльності емітента.

Із зазначених проблем, пов'язаних із внесенням цінних паперів у лістинг виключно з ініціативи емітента, впливає простий висновок: ринок має право сам вирішувати, які папери йому цікаві, і має власні механізми забезпечення прозорості емітентів та підтримки ліквідності у вигляді інституту маркет-мейкерів. Тому доцільніше в такому випадку використати досвід розвинутих країн, біржова практика яких передбачає внесення цінних паперів у лістинг, у першу чергу, маркет-мейкером.

Внесення цінних паперів у лістинг бірж маркет-мейкерами:

- протидіятиме штучному обмеженню кількості цінних паперів в обігу на біржах;
- дасть можливість професійним учасникам ринку торгувати на організованому ринку не будь-якими, а цікавими саме ринку інструментами;
- гарантує підтримку маркет-мейкерами ліквідності ринку цінних паперів із самого початку їх обігу.

Однак такі новації будуть доцільні тільки за умови, що цінні папери не просто перебувають у лістингу, але й торгуються. Тому в Положення про функціонування фондових бірж, як мінімум, доцільно внести такі обмеження щодо процедури лістингу і делістингу на організаторах торгівлі:

1) якщо протягом певного проміжку часу (наприклад, місяця) торгів по цінному папері не зафіксовано, такий **цінний папір підлягає виключенню з лістингу**;

2) варто обумовити **перебування паперів у лістингу наявністю маркет-мейкера** і, передусім, на "безадресному" ринку.

Це в короткий термін **позбавить фондовий ринок**, принаймні – організований його сегмент, **від фіктивних паперів**: навряд чи торговець цінними паперами візьме на себе безумовне зобов'язання щодо купівлі "сміттєвих" цінних паперів.

Крім того, зазначені обмеження забезпечать хоча б мінімальну ліквідність для паперів у портфелях НПФ та ІСІ, яка визначатиметься за обсягом гарантованого викупу такого паперу маркет-мейкером.

12. Прийнята ДКЦПФР 21.05.2008 р. редакція Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу (Рішення ДКЦПФР №505) надала ринку додаткові стимули для розміщення облігацій саме на фондових біржах. Тепер відкрите (публічне) розміщення можливе лише через організатора торгівлі, а ДКЦПФР здійснює реєстрацію звіту про розміщення облігацій протягом 5 (!) днів.

Дійсно, якщо фондова біржа забезпечує укладання договорів саме на біржі й здійснює контроль за поставкою цінних паперів і переказом коштів за принципом "поставка цінних паперів проти платежу", то він може контролювати всі дії, передбачені при розміщенні (укладення договору купівлі-продажу, оплата в розмірі 100% вартості придбаних цінних паперів, поставка 100% цінних паперів від емітента до інвестора).

Однак, чинне Положення про функціонування фондових бірж не містить вимог щодо відображення цих істотних умов у правилах біржі при розміщенні цінних паперів.

Вбачається, що ці вимоги мають, принаймні, містити:

- докладний опис механізму реалізації "поставки проти платежу" при розміщенні;
- вимоги до механізму укладання та зберігання договорів, укладених на біржі;
- вимоги до механізму взаємодії біржі та депозитарію;
- вимоги до механізму взаємодії біржі та розрахункового банку (платіжної системи);
- регламент проведення торгів, що дозволяє гарантувати справедливу ціну і зменшує протиріччя між андеррайтером та емітентом.

Лише наявність у Правилах біржі таких положень дозволяє фондовій біржі брати участь у розміщенні цінних паперів.

Ясність у цьому питанні дала б підстави регулятору у подальшому дозволити емітенту деякі параметри випуску облігацій (у першу чергу, відкритого) формувати на підставі попиту/пропозиції, що склалися на фондовій біржі при розміщенні. Адже найчастіше за період між ухваленням рішення про випуск і реєстрацію випуску ситуація на фінансовому ринку може змінитися, а отже, зміниться й прибутковість облігацій.

Тільки впорядкувавши базові принципи біржової торгівлі та впровадивши загальноприйняті механізми встановлення справедливої ціни – "біржового курсу цінного папера" можна перейти до обговорення проекту "Положення щодо запобігання маніпулюванню на фондовому ринку України".

13. Продовженням теми "справедливої ціни" є **уніфікація вимог і, бажано, термінологічних, до визначення ціни (вартості активів) в усіх інституціональних інвесторів.**

Насамперед, за актуальністю, це нормативний документ "Про визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування". На наш погляд, дискусія щодо визначення вартості активів по "виконуваних" чи "невиконуваних" договорах алогічна без чіткого встановлення:

- як укладається договір?
- як формується справедлива ціна?
- як виконується договір?
- чи можна укласти бутафорський (фіктивний) договір?

Без вирішення цих питань у Положенні про функціонування фондових бірж, внесення тих або інших змін у цей та інші нормативні документи ДКЦПФР матимуть характер косметичного ремонту.

Безумовно, при розрахунку чистих активів має використовуватися "біржовий курс" цінного папера або його найближча аналогія. При цьому варто використати не найменшу ціну, яка склалася на якійсь одній біржі з декількох, де обертається цінний папір, а "біржовий курс", отриманий на тій біржі, де укладена та виконана більша кількість договорів з більшою кількістю цінних паперів. При цьому, безумовно, маєтися на увазі достатня **уніфікація Правил кожної біржі в частині вимог до формування справедливої ціни.**

Такий же підхід цілком доречно впроваджувати й для розрахунку активів НПФ у "Положенні про порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного)", затвердженого рішенням ДКЦПФР №339 від 11.08.2004 р.

Також це було б доречним і для формування резервів страхових компаній.

Принципово важливим було б поширення цього підходу й на банки в "Положенні про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами", затвердженому Постановою Правління НБУ №31 від 02.02.2007 р.

Безумовно, поняття біржового курсу замість балансової ціни необхідно внести в "Положення про розрахунок показників ліквідності, які обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку", замінивши ним "балансову" вартість цінних паперів.

До речі, підхід до встановлення ліквідності КУА також вимагає нормативного осмислення.

14. **Але найважливішим є внесення змін у нормативні документи стосовно особливостей бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами.**

На теперішній час облікова політика торговців цінними паперами (не банків), незважаючи на яскраво виражену (виключну) орієнтацію на фондові операції, практично не відрізняється від обліку інших суб'єктів господарської діяльності.

Лише по фінансових інструментах Міністерство фінансів України затвердило окреме Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №13. Облік же цінних паперів може здійснюватися, виходячи з норм П(С)БО №12 "Фінансові інвестиції" і навіть П(С)БО №9 "Запаси".

ДКЦПФР спробувала в рамках наявних повноважень врегулювати це питання, прийнявши такі нормативні документи:

- "Методичні рекомендації Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з обліку основних видів операцій торговця цінними паперами", схвалені Рішенням ДКЦПФР від 02.06.2002 р. №125;
- "Методичні рекомендації Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з обліку основних видів операцій торговців цінними паперами в інвестиційному фонді", схвалені Рішенням ДКЦПФР від 25.02.1999 р. №30;
- "Положення про особливості бухгалтерського обліку операцій інститутів спільного інвестування", затверджене Рішенням ДКЦПФР від 07.07.2005 р. №362.

Але якщо останній документ досить чітко регламентує облік ІСІ й містить посилання на Положення (стандарт) бухгалтерського обліку Мінфіну, якими слід керуватися в тій чи іншій ситуації, то методичні рекомендації завжди залишаються лише рекомендаціями і не більше того.

Вважаємо, що **жорсткий контроль** за виконанням зростаючих вимог регулятора до ліцензування та формування звітності професійними учасниками фондового ринку **може бути забезпечений лише шляхом введення чітких універсальних обмежень в обліковій політиці професійних учасників.**

Крім прийняття відповідних нормативних документів ДКЦПФР, ряд змін має бути внесено і в Положення (стандарт) бухгалтерського обліку Мінфіну в частині особливостей обліку цінних паперів суб'єктами господарювання (щодо першочергового використання саме біржових курсів цінних паперів тощо).

Ці вимоги повною мірою відповідають **Принципам IOSCO**: для забезпечення захисту інвесторів стандарти обліку та аудиту для емітентів і ринкових посередників мають бути високого, світового рівня, тобто відповідати світовим стандартам бухгалтерського обліку:

"Як правило, інтереси інвесторів краще захищені при використанні звітності, яка базується на вартості, коли можна визначити достовірну ринкову або справедливую вартість".

II. МОДЕРНІЗАЦІЯ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ

Існуюча в Україні дворівнева депозитарна система, яка в цілому відповідає кращій міжнародній практиці, з категоричною заборобою на відкриття рахунків зберігачами один у одного (встановленням кореспондентських відносин між зберігачами) на **сьогодні сепарована від біржової системи, і це, як не дивно, створює проблеми на етапі** впровадження біржових технологій.

У Росії депозитарна система має один рівень і не має центрального депозитарію, а дві провідні біржі створили по спеціалізованому депозитарію (аналог українського зберігача), у кожному з яких учасник біржі відкриває рахунок незалежно від наявності в нього ліцензії спецдепозитарію. З цього стає зрозумілою та легкістю, з якою наші сусіди налагодили DVP і біржову систему розрахунків.

Іншою особливістю вітчизняної депозитарної системи є те, що, незважаючи на її створення, передусім, для обслуговування біржового ринку, саме цей ринок вона й не обслуговувала – не було потреби. І, відповідно, будь-які докори на адресу МФС не справедливі.

Незважаючи на нормативні та технологічні новації депозитаріїв і фондових бірж, ринок так і не зацікавився DVP. Для торговців і зберігачів принцип "поставка проти оплати" є черговою нікому не потрібною "страшилкою". Організаційно, фінансово і технічно торговці цінними паперами не готові до забезпечення зобов'язань щодо виконання договорів.

Однак потреба у цій послугі з боку клієнтів уже назріла. І це об'єктивно, адже нічого кращого принципу гарантованого DVP у світовій практиці поки не існує.

Схема "поставка проти платежу", згідно з Принципами IOSCO, дозволяє зменшити ризик того, що учасник торгів поставить іншій стороні за договором цінні папери на повну вартість і не одержить при цьому ніякої оплати. Така схема передбачає здійснення поставки тільки тоді, коли здійснюється оплата.

Саме гарантоване DVP повністю забезпечує всі три основних завдання регулювання ринку цінних паперів, виділені IOSCO:

- захист інвесторів,
- забезпечення справедливості, ефективності та прозорості ринків,
- зниження системного ризику.

Напрацьованих у світі механізмів управління ризиками при використанні принципу DVP не так вже й мало. Крім повного або часткового депонування коштів і паперів можуть використовуватися:

- розвинена система кредитування коштами і паперами, забезпечена пулом банків,
- принцип солідарної відповідальності учасників ринку (створення гарантійного фонду),
- маржинальні внески учасників торгів,
- різні види страхування, система лімітів тощо.

Не останню роль для забезпечення гарантованого здійснення платежів відіграють також власний і резервний капітали клірингової організації.

Причому комбінація всіх цих підходів дає найповніший, ешелонований захист для обов'язкового проведення численних розрахунків.

Однак, враховуючи нинішній фінансовий стан більшості торговців цінними паперами і рівень поширення на ринку страхових і кредитних механізмів, найбільш прийнятним для ринку, принаймні, спочатку, стане попереднє депонування активів для участі в біржових торгах.

Саме при дотриманні цього принципу й досягається захист прав інвесторів, мінімізація ризиків забезпечення ефективної роботи фондового ринку – за умови, що тільки при гарантованому DVP на анонімному ринку може бути сформована біржова ціна при рівних для всіх по-справжньому справедливих умовах.

Ще одним джерелом зниження системних ризиків є скорочення післябіржового періоду - періоду часу, що відводиться для здійснення розрахунків. Як уже зазначалось вище (у розділі про сучасні технології біржової торгівлі), строк для здійснення розрахунків на організованому фондовому ринку має бути нормативно обмеженим.

Нарешті, ще одна особливість: очевидно, що **в Україні ще якийсь час будуть працювати кілька депозитаріїв**, а прогнозувати як довго це триватиме, досить складно. Таким чином, зберігач буде змушений одночасно відкривати рахунки у кількох депозитаріях.

Така ситуація вимагає, як мінімум, або створення універсального програмного продукту зберігача, який був би адаптований до всіх депозитаріїв, або послідовної адаптації якого-небудь продукту до всіх депозитаріїв.

Однак склалася традиція, що програмне забезпечення (ПЗ) зберігача "повинні" розробляти депозитарії, а останні саме не дуже зацікавлені у взаємній комунікабельності (жоден з них не встановив кореспондентські стосунки один з одним). Таким чином, в Україні кожний депозитарій будує "свою депозитарну систему".

Додамо до цього відсутність на ринку уніфікованих стандартів до формату повідомлень і уніфікованих вимог до розпоряджень щодо депозитарної діяльності.

Така ситуація неадекватна ролі, яку відіграє зберігач на ринку — адже саме він і підтверджує право власності на бездокументарні або знерухомлені цінні папери. Ще більша роль зберігача на біржовому ринку – тут його роль у комунікаціях між біржовою і депозитарною системами, мабуть, навіть більша, ніж у депозитарію та біржі. Саме зберігачу доводиться відображати і розпорядження від депозитарію, і розпорядження від брокера за результатами біржових торгів.

На наш погляд, **доцільно істотно розширити ліцензійні вимоги саме до діяльності зберігача цінних паперів** - передусім з позицій їх технологічної готовності до ефективного та надійного здійснення ліцензованої діяльності.

Це необхідно в будь-якому разі: адже якщо серед торговців цінними паперами і компаній з управління активами в останні роки спостерігається певна активність у плані підвищення рівня автоматизації своєї діяльності в надії на різке збільшення клієнтської бази, то зберігачі цінних паперів не проявляють такої активності. Але без ефективної роботи зберігачів ані Інтернет-трейдинг, ані масовий фондовий ринок неможливі.

Крім того, регулятор міг би одночасно вирішити також проблему відсутності комунікацій між діючими в Україні депозитаріями: зобов'язати депозитарії або встановити кореспондентські стосунки стосовно цінних паперів між собою, або надати зберігачам цінних паперів доступ до програмного забезпечення депозитаріїв для інтеграції з власними програмними продуктами зберігачів.

І це був би найлояльніший до ринку шлях, що забезпечує здорову конкуренцію та створення єдиного депозитарію, механізмів центрального контрагента (ССР) й інші переваги цивілізованого фондового ринку.

III. ЛЕГАЛІЗАЦІЯ І СТВОРЕННЯ СИСТЕМИ ГРОШОВИХ РОЗРАХУНКІВ ЗА УКЛАДЕНИМИ НА БІРЖІ ДОГОВОРАМИ

Коротко нагадаємо базовий Закон "Про цінні папери та фондовий ринок":

Стаття 20, п. 1: "Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку - діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозиції, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі".

Стаття 26, п. 2 абз. 2: "Організатори торгівлі можуть здійснювати діяльність з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на такому організаторі торгівлі".

Уже тут можливе двояке тлумачення:

- 1) або законодавець допускає можливість проведення клірингу і розрахунків на біржі тільки для похідних (деривативів),
- 2) або кліринг і розрахунки по похідних можуть здійснювати виключно біржі, які можуть це робити й по інших цінних паперах.

Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" у ст. 4 "Діяльність на ринку цінних паперів, що підлягає ліцензуванню" у п. 10 стосовно діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку повторює наведене вище визначення Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", а в п. 7 дає таке визначення депозитарної діяльності депозитарію цінних паперів: "діяльність з надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо цінних паперів на рахунках зберігачів цінних паперів, а також операцій емітента щодо випущених ними цінних паперів".

Крім того, ст. 7 формулює, що завданням ДКЦПФР є визначення "за погодженням з Національним банком України особливості отримання комерційними банками ліцензії на депозитарну та розрахунково-клірингову діяльність".

І тільки п.1 ст.8 Закону України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" зазначає:

"Кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються **виключно** депозитаріями, які забезпечують поставку цінних паперів на рахунки зберігачів у депозитарії з одночасною оплатою грошових коштів на рахунках зберігачів".

Що ж мається на увазі під терміном "розрахунки за угодами щодо цінних паперів"?

Цей термін прямо пояснюється в ст.1 цього ж Закону:

"Депозитарна діяльність – надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій по цих рахунках (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів".

Тобто, термін "розрахунки за угодами щодо цінних паперів" **обмежується виключно розрахунками в цінних паперах**, що цілком логічно – хто веде рахунки, той і може здійснювати розрахунки – за аналогією з грошовими розрахунками (переказом коштів).

На цю ж розбіжність вказує й абз. 3 п. 3 ст. 8 Закону "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні":

"Правила та операційні стандарти клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Правила та операційні стандарти грошового клірингу та розрахунків за операціями з цінними паперами затверджуються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України і Міністерством фінансів України".

Однак ці правила так і не були розроблені, а сьогоденні способи організації грошових розрахунків (переказу коштів) розгортаються навколо поняття "розрахункового банку".

Спроба вирішити цю проблему зроблена в Україні ще 10 років тому, коли були прийняті:

- спільна Постанова/Рішення НБУ та ДКЦПФР №497/178 від 06.10.1999 р. "Про затвердження Тимчасового положення про вимоги до розрахункового банку та Типового договору про грошові розрахунки за операціями щодо цінних паперів",

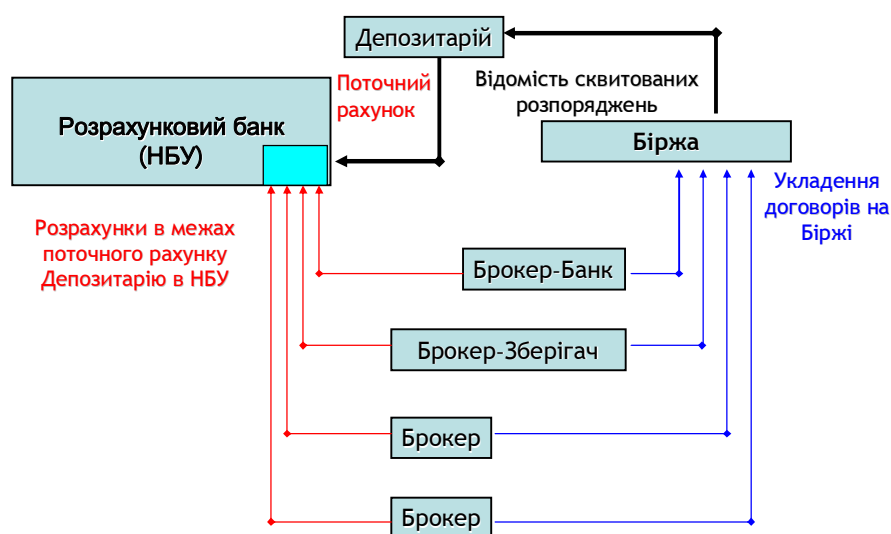
- Рішення ДКЦПФР № 11-а від 27.01.1998 р. "Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність", №283 від 30.12.1999 р. "Про затвердження Порядку взяття на облік у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку банку як розрахункового", якими були затверджені основні вимоги до розрахунково-клірингової діяльності.

Але механізм DVP не запрацював і дотепер, і жоден комерційний банк до цього часу (листопад 2008 року) так і не отримав статус розрахункового. Мається на увазі, що єдиним розрахунковим банком є Національний банк України.

Сьогодні на ринку "реалізована" модель грошових розрахунків, запропонована ВАТ "Міжрегіональний Фондовий Союз". Слово "реалізована" взято в лапки тому, що фактично, незважаючи на готовність Депозитарію МФС до її реалізації на програмному рівні, масового застосування ця схема ще не одержала.

Принциповою особливістю цієї Платіжної схеми є дворівнева модель розрахунків, що відповідає депозитарній моделі. При цьому спочатку кошти на свій поточний рахунок одержує зберігач, а потім зберігачі переказують їх на поточний рахунок депозитарію в розрахунковому банку (НБУ).

Малюнок 1. Розрахункова модель в межах поточного рахунку Депозитарію



Але з прийняттям Законів України:

- "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" (№ 2664-III від 12.07.2001 р.),
- "Про платіжні системи та переказ коштів" (№ 2346-III від 05.04.2001 р.)

виникла можливість і необхідність переглянути існуючу модель.

1) Аналіз чинного законодавства України показує, що кліринг – це окрема операція, вона не містить у собі розрахунки ні за цінними паперами, ні переказу коштів. Більше того, кліринг слід відрізнити від розрахунків (переказу коштів і цінних паперів).

2) **Щодо термінів "переказ коштів" і "грошові розрахунки".**

Згідно зі ст. 2 Закону України "Про банки та банківську діяльність" *розрахункові банківські операції – рух коштів на банківських рахунках, здійснюваний згідно з розпорядженнями клієнтів або в результаті дій, які в рамках закону призвели до зміни права власності на активи.*

Виходячи зі змісту Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні", **переказ коштів є термінологічним еквівалентом грошових розрахунків (розрахункових операцій).** Відповідно до цього Закону *переказ коштів – рух певної суми коштів з метою її зарахування на рахунок отримувача або видачі йому в готівковій формі.* При цьому, у контексті переказу коштів, у зазначеному Законі вживаються такі поняття, як "розрахунковий документ", "розрахунково-касове обслуговування" тощо.

Таким чином, Закон України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" ототожнює "переказ коштів" і "грошові розрахунки". З огляду на пріоритет, який має цей Закон над іншим законодавством України завдяки своєму спеціальному характеру та обумовленій самим Законом нормі про застосування законів й інших нормативно-правових актів у частинах, що не суперечать йому, більш правильним терміном буде все-таки "переказ коштів".

3) Згідно з нормами вищевказаного Закону, **суб'єктами правовідносин при переказі коштів є учасники та члени платіжних систем**. При цьому членами платіжних систем можуть бути тільки банки, які мають банківську ліцензію НБУ, а також небанківські фінансові установи, які мають ліцензію Держфінпослуг на здійснення переказу коштів і уклали договір з платіжною організацією відповідної платіжної системи.

Таким чином, цей закон чітко визначив суб'єктів переказу коштів та їх функції.

Відповідно до Закону України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг" **депозитарії та біржі в принципі не можуть одержати ліцензію** і, відповідно, надавати фінансові послуги щодо переказу коштів, оскільки не є суб'єктами регулювання ні НБУ, ні Держфінпослуг.

4) Більше того, **ст. 7 Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" пов'язує діяльність з переказу коштів з можливістю відкриття рахунків своїм клієнтам**, що цілком логічно, оскільки відповідно до ст. 3 цього ж Закону, **безготівкові кошти існують у вигляді записів на рахунках, тобто і переказувати їх можна виключно шляхом списання/ зарахування на ці рахунки**.

Хто ж може відкривати рахунки учасникам платіжних систем? – Знову ж таки банки та небанківські фінансові установи – члени платіжних систем (ст. 7 зазначеного Закону).

5) А чи можна здійснювати розрахунки між суб'єктами господарювання, використовуючи для цього власний банківський (поточний) рахунок і не мати відповідної банківської ліцензії або ліцензії Держфінпослуг на переказ коштів?

Необхідно звернути увагу на особливий режим коштів на власному банківському рахунку, передбаченому гл. 72 Цивільного кодексу України (ЦКУ).

Згідно з ч. 3 ст. 1066 ЦКУ банк не має права визначати і контролювати напрями використання коштів клієнта та установлювати інші, не передбачені договором або законом, обмеження його права розпоряджатися коштами на власний розсуд. Таким чином, клієнт (власник рахунку) має право вільно розпоряджатися коштами, які зберігаються (обліковуються) на його рахунку. З цього можна зробити висновок, що суб'єкт, який отримує грошові кошти на свій рахунок у банку, автоматично стає їх власником.

Таким чином, "розрахунки", **здійснювані окремими депозитаріями**, не будуть вважатися переказом коштів відповідно до чинного законодавства, на їх підставі не будуть формуватися первинні документи, а отже, не буде реалізовуватися облікова та податкова функції переказу коштів. Тобто "розрахувати" суб'єктів господарювання можна, але це не вважатиметься переказом коштів (грошовими розрахунками).

Більше того, такі "розрахунки" без відкриття рахунку суперечать і Закону України "Про систему оподатковування", який покладає на фінансові установи, які здійснюють переказ коштів, цілий ряд інших обов'язків.

Якою ж має бути розрахункова (грошова) платіжна система фондового ринку і як мають здійснюватися грошові розрахунки на біржовому ринку?

З огляду на пріоритетність норм Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" (згідно з п. 2 розділу X до приведення у відповідність із цим законом закони та інші нормативно-правові акти застосовуються в частині, що не суперечить йому) і його спеціальний характер, варто шукати відповідь саме в ньому. Зі сказаного випливає, що будь-яке Положення (наприклад, щодо розрахунково-клірингової діяльності, вимог до розрахункового банку або умов договору між депозитарієм і розрахунковим банком) не може суперечити Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" в частині, що стосується переказу коштів (грошових розрахунків). Більше того, жоден нормативний документ не зможе (не буде) діяти в частині, що суперечить цьому Закону.

Виходячи з вищевикладеного, можна зробити такі висновки:

1. Кліринг по договорах із цінними паперами, як у цінних паперах, так і в коштах, можуть здійснювати фондові біржі та депозитарії.

2. Розрахунки в цінних паперах можуть здійснювати суб'єкти депозитарної діяльності, тобто депозитарії та зберігачі.

3. Розрахунки в грошових коштах (переказ коштів) можуть здійснювати банки та небанківські фінансові установи, які одержали ліцензію Держфінпослуг на переказ коштів і є членами платіжної організації. Підкреслимо, що депозитарії та біржі відповідно до чинного законодавства не підпадають під регулювання НБУ та Держфінпослуг, тобто не можуть одержати й відповідну ліцензію на переказ коштів.

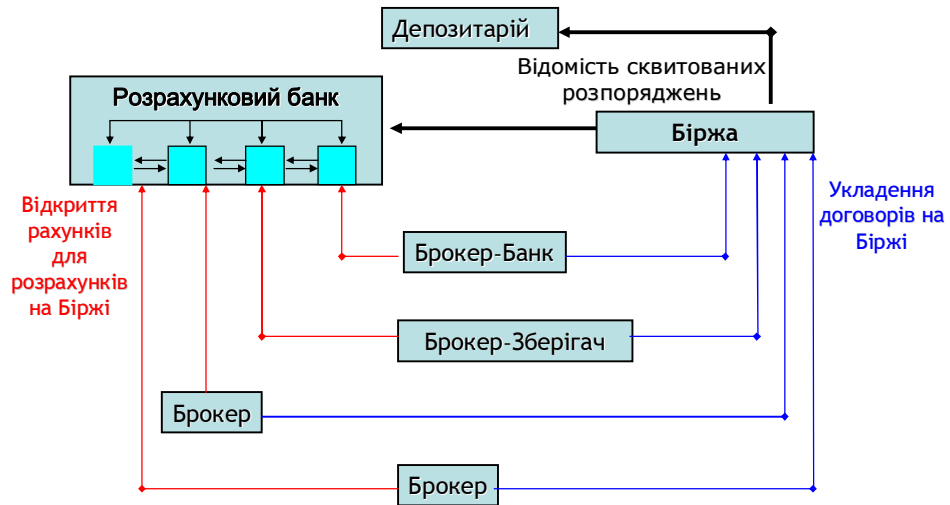
4. Грошові розрахунки (переказ коштів) у межах власного поточного рахунку одного суб'єкта господарювання між іншими суб'єктами господарювання здійснювати не можна.

5. Кліринг і розрахунки по похідних можуть здійснювати фондові біржі, які повинні вести облік цих похідних.

Таким чином, платіжна схема має набути такого вигляду:

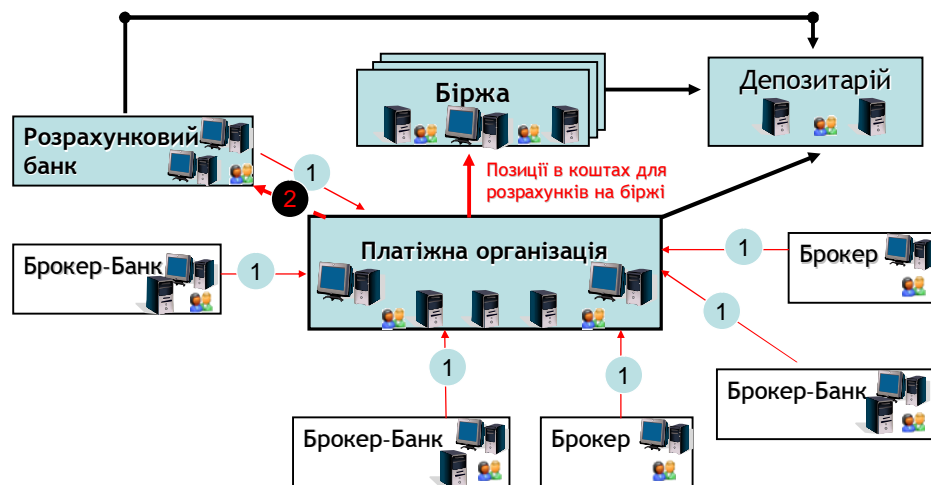
а) розрахунки з використанням рахунків, що відкриваються учасниками біржових торгів у Розрахунковому банку:

Малюнок 2. Розрахунки з використанням рахунків, відкритих Учасникам біржових торгів в Розрахунковому банку



б) розрахунки за участю небанківської Платіжної організації:

Малюнок 3. Розрахунки за участю небанківської Платіжної організації



1. Відкриття брокерами та банками рахунків в Платіжній організації.
2. Відкриття рахунків Платіжної організації в Розрахунковому банку. Групі рахунків в Платіжній організації відповідає рахунок в Розрахунковому банку.

Слід зазначити, що згідно з п. 19 статті 8 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" **розробка та впровадження моделі інфраструктури фондового ринку віднесено до повноважень ДКЦПФР.**

До речі, без розрахункового банку в значенні Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" не може обійтися жодна платіжна система в Україні (банківська або небанківська), оскільки безготівкові кошти існують саме у вигляді **записів на рахунках у банках.**

Власне кажучи, здійснення грошових розрахунків (переказу коштів) за договорами, укладеними як на організованому, так і на неорганізованому ринку, безумовно, вимагає додаткового нормативного регулювання.

П. 3 ст. 7 Закону України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" передбачає, що:

1. Правила та операційні стандарти клірингу і розрахунків за договорами щодо цінних паперів затверджуються ДКЦПФР.

2. Правила та операційні стандарти **грошового** клірингу і розрахунків за договорами щодо цінних паперів затверджуються ДКЦПФР за узгодженням із НБУ та Мінфіном України.

Таким чином, Закон відрізняє кліринг і розрахунки в цінних паперах від грошового клірингу та розрахунків.

Чинне Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів, затверджене рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. №1001 регламентує саме правила здійснення клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів, однак практично не регулює особливостей грошового клірингу та розрахунків за операціями щодо цінних паперів.

Виходячи з цього, було б доцільно створити ініціативну групу за участю представників ДКЦПФР та НБУ для узгодження проекту **нормативного акта з регулювання саме грошового клірингу та розрахунків за договорами, укладеними на організованому фондовому ринку.**

IV. МЕХАНІЗМИ ПІДВИЩЕННЯ ЛІКВІДНОСТІ РИНКУ

Уже саме по собі створення чітких правил на організованому ринку – як у частині організації торгів, так і в частині розрахунків – істотно підвищить довіру до ринку, а значить, і залучить на нього додаткову кількість інвесторів, у т.ч. іноземних.

У той же час інвестори зацікавлені в наявності ліквідних фондових інструментів, зокрема деривативів, обсяги торгів якими преважують на розвинутих фондових ринках. В Україні ж похідні залишаються доволі екзотичними інструментами, передусім, через мінімальну правову врегульованість їх обігу.

Оцінка стану законодавства про ринки цінних паперів у країнах з перехідною економікою, здійснена ЄБРР станом на 01.06.2007 р. в 29 країнах на предмет відповідності національних законодавств **Принципам IOSCO** показала, що законодавство України у сфері цінних паперів характеризується досить високим рівнем відповідності Принципам IOSCO. Але на загальному фоні (65-90% відповідності) різко виділяється вкрай низьким рівнем сегмент регулювання різних фінансових інструментів (20% відповідності Принципам IOSCO).

1. Основним напрямом, спрямованим на підвищення ліквідності фондового ринку в Україні, є легалізація РЕПО-договорів.

На сьогодні існує єдиний нормативний документ, що регламентує договори РЕПО – Положення про регулювання НБУ ліквідності банків України. Однак він має вузькоспрямований характер, оскільки призначений вирішувати лише завдання регулювання грошової маси шляхом використання виключно державних ЦП.

Тому необхідним є створення нормативного документа, який по суті опише існуючу практику, у т.ч. й міжнародну, і має роз'яснити і значно активізувати фондовий ринок як за рахунок внутрішніх кредитних механізмів, так і за рахунок залучення міжнародних фінансових потоків.

2. Прийняття документів, які регламентують порядок біржових торгів і легалізують РЕПО, стало б фундаментом і для прийняття "Положення про маржинальну торгівлю".

Без цього положення говорити про переорієнтацію інвестиційних уподобань населення з банківських депозитів та вкладень у нерухомість у бік фондового ринку не варто. Таке положення забезпечить можливість надання кредитів фізичним особам торговцями цінними паперами, у т.ч. банками, під заставу цінних паперів і юридично базується на договорах РЕПО.

Однак **перелік паперів, які використовуються при маржинальній торгівлі, тобто приймаються в заставу, строго регламентується залежно від їх ліквідності виключно на організованому ринку.** Це, з однієї сторони, ще більше актуалізує значення "Положення про розрахунок показників ліквідності, які обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку" і має гарантувати ліквідність торговця у випадку невикupu цінних паперів при зворотній операції РЕПО, а з іншої – захищає інвестора (фізичну особу) від можливих зловживань і виконує соціальне завдання захисту інвестора.

3. Певні кроки в напрямі розвитку механізмів ліквідності фондового ринку вже зроблені шляхом прийняття ДКЦПФР 21.05.2008 р. нової редакції Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу (Рішення ДКЦПФР №505), яке зобов'язує проводити відкрите (публічне) розміщення виключно через організатора торгівлі (п. 12 розділу 1).

4. Надзвичайно доцільно було б регламентувати і порядок публічного розміщення на біржі цінних паперів диверсифікованих ІСІ – однозначно привабливих і орієнтованих на масового інвестора.

5. Ринок деривативів. Існує думка, що розвиток ринку деривативів стримується виключно неприйняттям профільного закону, однак багаторічний досвід розвитку фондового ринку в Україні свідчить, що одного закону явно недостатньо. Як вже засвідчив вітчизняний досвід, зокрема, в плані розвитку ринку акцій, якщо після прийняття закону не буде підготовлена інфраструктурна модель обігу деривативів, висока ймовірність того, що він реально не запрацює.

Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" покладає функції проведення клірингу та розрахунків, як і організацію самого обігу деривативів, виключно на біржі. Очевидно (див. розділ про створення системи переказу коштів за договорах, укладених на біржі), що й тут законодавець під розрахунками має на увазі розрахунки саме в деривативах. Таким чином, і облік деривативів має здійснювати біржа. Грошові розрахунки (переказ коштів) здійснюватиме платіжна система (банківська або небанківська).

Оскільки обіг деривативів має здійснюватися виключно на біржах, то доцільно розробити **єдиний документ, що регламентує як облік, так і кліринг і розрахунки за договорами щодо деривативів, укладеними на біржі.** При цьому, безумовно, необхідно скористатися досвідом, накопиченим при створенні Національної депозитарної системи України.

V. ВИМОГИ ДО ОБЛІКОВИХ І ТОРГОВЕЛЬНИХ СИСТЕМ ПРОФЕСІЙНИХ УЧАСНИКІВ ФОНДОВОГО РИНКУ

Незважаючи на тривалі дискусії, пов'язані з перспективами впровадження Інтернет-трейдингу в Україні, фактично **переважна більшість учасників ринку не готова технічно, організаційно і технологічно до активного обслуговування масового інвестора.**

Комплексною автоматизацією діяльності займаються лише найбільші гравці – як правило, філії іноземних інвестиційних компаній. У ряді великих і середніх компаній тією чи іншою мірою реалізовані власні, вузькоіндивідуальні розробки, орієнтовані, насамперед, на автоматичне або напівавтоматичне відображення операцій з цінними паперами у програмному забезпеченні, початково орієнтованому на бухгалтерський облік. Приклади ж пропозиції на ринку спеціалізованого програмного забезпечення для фондового ринку одиничні і найчастіше мінімально адаптовані до української депозитарної системи, розрахункової моделі, звітності, практики ведення торгів.

Круглий стіл на тему "Проблеми розвитку Інтернет-трейдингу в Україні та шляхи їх розв'язання", організований компанією "Київ Сек'юритіз Груп" 16.04.2008 р. у конференц-залі "Російського медіа-центру", показав, що стан вітчизняного ринку відповідає стану фондового ринку Російської Федерації 1999-2000 рр. Однією з головних перешкод для розвитку Інтернет-трейдингу в Україні, з погляду як вітчизняних, так і іноземних брокерів, є вкрай низький рівень автоматизації як бізнесу в цілому, так і фондового ринку, зокрема. Учасники круглого столу дійшли висновку, що **без інтеграції програм трейдингу, бек-офісу та бухгалтерії в єдину систему українські брокери будуть не в змозі обслуговувати навіть кілька сотень договорів на день**, не говорячи вже про тисячі, які вже зараз генерує середній російський Інтернет-брокер.

У зв'язку з цим, крім вищеописаного підвищення вимог до ЕТС бірж (п. 10 розділу 1), **доцільно доповнити Правила ТЦП і Ліцензійні умови** здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами **вимогами до необхідності організації автоматизованої облікової системи торговця цінними паперами**, що забезпечує формування, зберігання, архівування даних про операції клієнтів, і обумовити формат та умови доступу до цих даних контролюючих органів. Для захисту інтересів населення (найбільш масового інвестора) було б логічно, насамперед, зобов'язати створити таку систему торговців цінними паперами, що здійснюють брокерську діяльність та управління цінними паперами.

Безумовно, аналогічні вимоги мають бути обов'язковими і для інших професійних учасників фондового ринку, які обслуговують фізичних осіб.

Без ефективної облікової системи, просто неможливо своєчасно сформувати достовірну звітність ДКЦПФР при значній кількості проведених на ринку операцій.

Зростання кількості учасників, обсягів торгівлі та ускладнення взаємозв'язків на фондовому ринку неминуче створює передумови до збільшення можливостей для маніпулювання цінами. Крім організаційних і технічних заходів, які можуть бути вжиті для принципового недопущення таких явищ, **маніпулювання може виявитися на етапі прийняття та моніторингу звітності професійних учасників фондового ринку.**

Для цього необхідно, щоб звітність різних видів професійних учасників фондового ринку формувалася з використанням універсальних форматів (докладніше мова про це піде нижче) і співставних даних. Крім того, основні нормативні акти ДКЦПФР, що регламентують діяльність професійних учасників фондового ринку, мають чітко і недвозначно описувати порядок здійснення операцій у частині особливостей формування відповідних адміністративних даних.

Як приклад, можна навести діяльність торговців цінними паперами – базову на фондовому ринку.

У цілому чинні Правила ТЦП є досить логічними, у той же час, практика їх застосування й відповідного формування звітності ДКЦПФР вимагає деяких уточнень.

1. Треба чітко і формально вказати, що **будь-яка юридична дія, що призводить до зміни вже укладеного договору, є окремим договором (правочином)**, і, відповідно, окремим договором і вимагає окремої реєстрації в журналі договорів торговця цінними паперами та об'єктом звітності.

2. **Початок застосування в практиці договорів управління, напевно, вимагає й уточнення відповідних розділів Правил.**

Принципово управління можна класифікувати як:

а) "пасивне", коли ТЦП-управитель здійсніє операції з активами на підставі окремих доручень клієнта (а це - аналог "разових заявок"), та

б) "активне", коли ТЦП-управитель на підставі основного договору здійсніє операції з активами в управлінні на власний розсуд (аналог дилерської діяльності на основі договору управління).

3. Про андеррайтинг. Принципово андеррайтинг припускає укладання торговцем-андеррайтером двох видів договорів як похідних від основного:

– або договір в інтересах емітента з контрагентом (при цьому договір андеррайтингу є аналогом брокерського договору, а договір з контрагентом – аналогом "разової заявки"),

– або (при "твердому" андеррайтингу) договір купівлі-продажу цінних паперів між андеррайтером та емітентом (у цьому випадку такі договори можна було б розглядати, як, наприклад, доповнення до основного договору андеррайтингу).

Важливо, що одночасна наявність двох видів договорів створює для андеррайтеру конфлікт інтересів:

– чим дорожче він продає цінні папери контрагентам, тим більше він заробить у вигляді комісійних від емітента,

– для себе ж андеррайтер захоче придбати цінні папери максимально дешево.

Цей конфлікт можна було б вирішити шляхом саморегулювання на фондовій біржі, де б таким саморегулятором виступала б біржа.

4. Ще одне питання стосується **особливостей розміщення цінних паперів ІСІ**, де передбачається, що торговець цінними паперами виступає як агент.

Запропонована класифікація – це не данина жанру. **Класифікація договорів має орієнтуватися, насамперед, на наявність/відсутність зобов'язань торговця та їх обсяг.** А на підставі цього вже можна було б об'єктивно розраховувати ліквідність.

VI. ВЗАЄМНА КОМУНІКОВАНІСТЬ, СИСТЕМНІСТЬ І СУМІСНІСТЬ

1. Основними тенденціями на міжнародних фондових ринках є консолідація розрахункових систем, стандартизація електронного документообігу з метою скорочення розрахункових витрат, переходу на "наскрізну обробку інформації" і скорочення часу розрахункового циклу.

Причина – усвідомлення учасниками розвинених фондових ринків того факту, що успіх масового сегмента ринку значною мірою залежить від наявності гнучкої, ефективної інфраструктури, невід'ємною частиною якого є **наявність електронного документообігу та єдиних форматів електронних документів**.

1.1. Варто відзначити, що чинний Указ Президента "Про основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки" від 26.03.2001 р. №198/2001 ще 7 років тому висунув такі вимоги до розвитку національного фондового ринку:

1) *в частині розвитку інфраструктури фондового ринку:*

- впровадження **електронного документообігу** при укладанні та виконанні угод із цінними паперами, прийняття **єдиних стандартів і сертифікації систем електронного цифрового підпису та шифрування даних**;

2) *у частині розвитку Національної депозитарної системи:*

- **обов'язкова технологічна консолідація реєстраторів власників іменних цінних паперів, які ведуть реєстри емітентів, цінні папери яких перебувають у лістингу організаторів торгівлі, з центральним депозитарієм цінних паперів на основі електронного документообігу та електронного цифрового підпису**;

- охоплення **електронним документообігом** прямих учасників Національної депозитарної системи та організаторів торгівлі цінними паперами.

1.2. Через те, що перелічені вище та інші вимоги були сприйняті ринком лише як концептуальні і такі, що потребують тривалого часу на реалізацію, однією з основних причин недостатнього розвитку, низької ліквідності, обмеженості масових інвестицій на українському фондовому ринку в цей час є саме низька технологічність інфраструктури та професійних учасників ринку цінних паперів і пов'язані з цим фактори:

- відсутність можливостей для інвесторів оперативно укласти значну кількість договорів на організованому ринку;

- відсутність надійних комунікаційних зв'язків між професійними учасниками фондового ринку;

- відсутність забезпечення належної конфіденційності інформації про укладені договори навіть при поданні звітності організаторам торгівлі, саморегулюючим організаціям та ДКЦПФР.

1.3. **На поточний момент український фондовий ринок і навіть його професійні учасники усвідомлюють необхідність змін.**

За результатами круглого столу 26.02.2008 р. "Консолідація біржової системи України на принципах регульованих ринків, передбачених директивами ЄС" (*див. детальніше: <http://www.in.gov.ua/index.php?get=news&id=980>*), представники депозитаріїв, українських бірж, торговців цінними паперами заявили, що:

- метою консолідації фондових бірж може бути створення уніфікованого електронного документообігу з використанням електронного цифрового підпису та надійної гарантованої системи клірингу і розрахунків.

1.4. **Активізувала свою нормотворчу діяльність у цьому аспекті й Комісія. Наведемо перелік чинних нормативних документів ДКЦПФР, які вже містять положення, що регламентують (дозволяють) електронний документообіг на фондовому ринку:**

– Положення про депозитарну діяльність, затверджене рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. №999;

– Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів, затверджене рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006 р. №1001;

– Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами; брокерській діяльності, дилерській діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені рішенням ДКЦПФР від 12.12.2006 р. №1449;

– Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу, затверджене рішенням ДКЦПФР від 17.07.2003 р. №322;

– Положення про порядок складання адміністративних даних щодо діяльності торговців цінними паперами та подання відповідних документів до ДКЦПФР, затверджене рішенням ДКЦПФР від 08.06.2004 р. №279.

Також необхідно відзначити, що відповідно до «Концепції розкриття інформації на фондовому ринку України», затвердженої рішенням ДКЦПФР від 13.07.2006 р. №570, на довгострокову перспективу Комісією заплановане впровадження цифрового електронного підпису та надання учасниками ринку цінних паперів регулярної інформації до ДКЦПФР в електронному виді.

1.5. Не можна залишити без уваги процес удосконалення розкриття інформації емітентами цінних паперів через мережу Інтернет. Відповідно до прийнятого Комісією Положення про розкриття інформації емітентами цінними паперами, сформована система розкриття інформації на фондовому ринку емітентами цінних паперів в Загальнодоступній інформаційній базі даних Комісії про ринок цінних паперів (доменне ім'я www.stockmarket.gov.ua). Ця система передбачає первісне розміщення звітної інформації в мережі Інтернет (на безкоштовній основі) з наступною публікацією в офіційному виданні й наданням до Комісії. З моменту функціонування системи (01.03.2007р.) зареєстровано 15 158 емітентів цінних паперів, якими розкрито 51 833 звітні інформації.

Заплановане також впровадження електронного цифрового підпису для подачі в Комісію учасниками фондового ринку звітних документів в електронному виді. В першу чергу такі норми будуть стосуватися професійних учасників фондового ринку та їхньої звітності, яку вони подають безпосередньо в центральний апарат Комісії.

1.6. Цілком очевидно, що відповідно до чинного законодавства України ЕТС біржі має забезпечувати електронний документообіг. Це тим більше логічно, коли державні органи (Держфінмоніторинг, НБУ, ПФУ, ДПАУ, ДКЦПФР, Держфінпослуг, Мін'юст тощо) повсюдно впроваджують електронний документообіг при прийманні звітності, а всі діючі депозитарії цінних паперів його вже впровадили. І, мабуть, саме на підставі електронного документа – розпорядження державного представника – можуть бути призупинені (зупинені) торги на біржі.

Однак чинне законодавство України щодо електронного документообігу недостатньо докладно описує принципи (визначальні) процедури такого обороту – як ведеться архів електронних документів, як вирішуються суперечки щодо електронного документообігу, відсутні уніфіковані вимоги до копії електронного документа у вигляді документа на папері й т.п.

Необхідно ще більше підсилити положення про використання електронного документообігу для того, щоб максимально широко впровадити його в ділову практику. Легітимізація договірної спілкування за допомогою електронного документообігу між торговцями цінними паперами, торговцями та зберігачами, торговцями та біржами, торговцями та КУА й ін. була б тільки підвищена за наявності цих положень у нормативному документі.

Важливим фактором упровадження електронного документообігу на фондовому ринку є уніфікація вимог до порядку оформлення копії електронного документа у вигляді документа на папері.

Чи повинні електронні документи бути повністю ідентичними паперовим формам?

У Росії вимога Положення про вимоги до здійснення діяльності учасників фінансових ринків при використанні електронних документів, затвердженого Наказом ФСФР від 08.12.2005 р. №05-77/пз-н, "представити документ в електронній формі та (або) його копію на паперовому носії, завірену у встановленому порядку" трактується окремими учасниками "буквально", тобто висувається вимога включати в електронний документ надлишковий перелік полів, які містяться в аналогічній паперовій формі.

При вирішенні питання про правила обробки таких електронних повідомлень виникає питання про необхідність та (або) доцільність перевірки відповідності різних реквізитів (наприклад, коду та повного найменування організації), оскільки це призводить до ускладнення процесів обробки таких документів і підвищення ризику відмови у виконанні операції. В окремих випадках така надмірність диктується нормативними документами, які, як правило, орієнтовані на паперовий документообіг.

Правильнішим є розробка стандартів форматів документів, виходячи з достатності інформації для виконання операції.

Тому важливою передумовою формалізації вимог до ЕТС біржі було б прийняття ДКЦПФР **"Положення про вимоги до електронного документообігу між учасниками фондового ринку"**.

2. Вкрай необхідною є також уніфікація стандартів повідомлень між учасниками фондового ринку.

2.1. На сьогодні існують такі об'єктивні передумови розробки **стандартів повідомлень** на українському фондовому ринку:

- розширення кола учасників ринку інвестицій, як у кількісному, так і в географічному відношенні;
- різке збільшення кількості інститутів спільного інвестування (1086 станом на 30.06.2008 р.);
- розвиток регіональних агентських мереж для полегшення інвестування вільних коштів дрібних інвесторів, у тому числі з використанням керуючими компаніями регіональних підрозділів найбільших банків і брокерів (АКІБ "Укрсиббанк", ТОВ "Мережа фондових магазинів", ОТП Банк, Надра, Райффайзен Банк, Аваль);
- наявність потреби в учасників взаємодіяти з різними елементами фондової інфраструктури за єдиними правилами з використанням уніфікованих документів (наприклад, брокерські компанії можуть взаємодіяти з різними зберігачами та КУА);
- збільшення обсягів проведених операцій (збільшення інформаційних потоків по основних категоріях повідомлень – заявок на придбання, обмін, погашення інвестиційних паїв, звітів про проведення операцій), необхідність їх автоматизованої обробки з метою зниження операційних ризиків);
- зростання потреби в прискоренні передачі та обміну інформацією.

Можна виділити такі основні проблеми учасників фондового ринку, пов'язані з організацією документообігу:

- розширення кола учасників інформаційної взаємодії на фондовому ринку в умовах відсутності єдиних стандартів документів;
- необхідність взаємодії з різними категоріями учасників фондового ринку:
 - призводить до зростання витрат на підтримку множини форматів при взаємодії з різними категоріями учасників і забезпечення правильного перекодування, підтримку актуальності форматів та ПЗ, що забезпечує перетворення форматів електронних документів,
 - завдання ускладнюється тим, що відбуваються досить часті зміни в законодавчій базі і постійно необхідна зміна форматів та доробка ПЗ;
- необхідність підтримувати можливість взаємодії щодо аналогічних операцій у різних форматах з різними учасниками інформаційної взаємодії та збільшення видатків на супровід ПЗ, поступова втрата контролю за внесенням змін у ПЗ зі збільшенням кількості таких доробок;
- необхідність і складність (а в окремих випадках неможливість) інтеграції внутрішньої інформаційної системи учасника ЕДО з різними суб'єктами електронного документообігу, використання проміжних операцій ручного введення (наприклад, при квітуванні повідомлень із реєстрів, уведенні виписок тощо);
- вкрай низьке використання засобів ЕЦП та криптографічного захисту інформації на фондовому ринку і в Україні в цілому.

2.2. **Уніфікація формату обміну даними між учасниками фондового ринку** стане однією з основних передумов для впровадження електронного документообігу між учасниками фондового ринку".

Основні проблеми розробки й використання форматів на фондовому ринку:

- незначна частка документів, форми яких визначені законодавчими та іншими нормативно-правовими актами;
- велика частка документів, форми яких не визначені, але для яких затверджений мінімальний реквізитний склад (наприклад, реєстр власників цінних паперів);
- висока ймовірність зміни реквізитного складу документів та переліку самих форм;
- відсутність єдиних довідників, які б використовувались усіма учасниками ринку;
- недостатня зацікавленість професійних учасників фондового ринку в переході на стандарти, які розробляються, в тому числі, й саморегульними організаціями, до офіційного визнання їх обов'язкового статусу регулятором;

- невідповідність внутрішньої структури баз даних учасників обміну прийнятій (в окремих сферах обміну) або запропонованій структурі наведення (представлення) інформації:
 - відсутність реквізитів, які мають зазначатися в повідомленнях в обов'язковому порядку для забезпечення автоматизованої обробки (великі розбіжності в практиці учасників);
 - надмірність вимог за вказівкою характеристик об'єктів (наприклад, при описанні сторони);
 - відсутність окремого зберігання реквізитів, що характеризують об'єкт (структурована адреса, документи, що його посвідчують);
 - наявність індивідуальних довідників;
- необхідність постійного супроводу розроблених форматів документів, внесення змін у довідники, розгляд пропозицій учасників щодо внесення змін у формати документів.

Уніфікація і стандартизація форматів, використовуваних учасниками ЕДО на фондовому ринку з метою створення передумов для впровадження технології системи обробки інформації на принципах STP (Straight through processing) на всіх етапах обробки доручень/розпоряджень учасників відповідають загальноприйнятим світовим стандартам.

Мета – збільшення прозорості та конкурентоспроможності українського ринку цінних паперів, зменшення транзакційних витрат учасників, прискорення розрахунків.

Шляхи реалізації цього завдання вбачаються такими:

- визначення основних функціональних сфер взаємодії учасників ринку;
- виділення основних бізнес-процесів, для яких мають бути розроблені формати повідомлень;
- виділення основних операцій у рамках бізнес-процесів;
- визначення можливості та доцільності реалізації обміну документами такого типу в електронному вигляді;
- виділення найчастіше використовуваних документів, насамперед, багатофункціональних (які використовуються при проведенні різних операцій або передаються між різними категоріями учасників цього (такого) сегмента ринку);
- виділення блоків полів, що повторюються, які використовуються у різних категоріях повідомлень та їх опис;
- складання макетів повідомлень і проведення аналізу учасниками ринку з метою виявлення недостатніх (відсутніх) полів для наведення інформації.

В умовах відсутності єдиних стандартів різними категоріями учасників українського фондового ринку використовуються різні формати електронних документів для оформлення аналогічних операцій:

- власні унікальні формати депозитаріїв, що мають системи ЕДО (НДУ, МФС, НБУ) для взаємодії з депонентами.
- приватні формати окремих учасників інших категорій (фондові біржі);
- формат надання в ДКЦПФР адміністративних даних, встановлений Рішенням ДКЦПФР №2 від 03.01.2003 р. "Про встановлення єдиного формату обміну інформацією в електронному вигляді між учасниками ринку цінних паперів і ДКЦПФР".

Як правило, використовуються різні типи форматів:

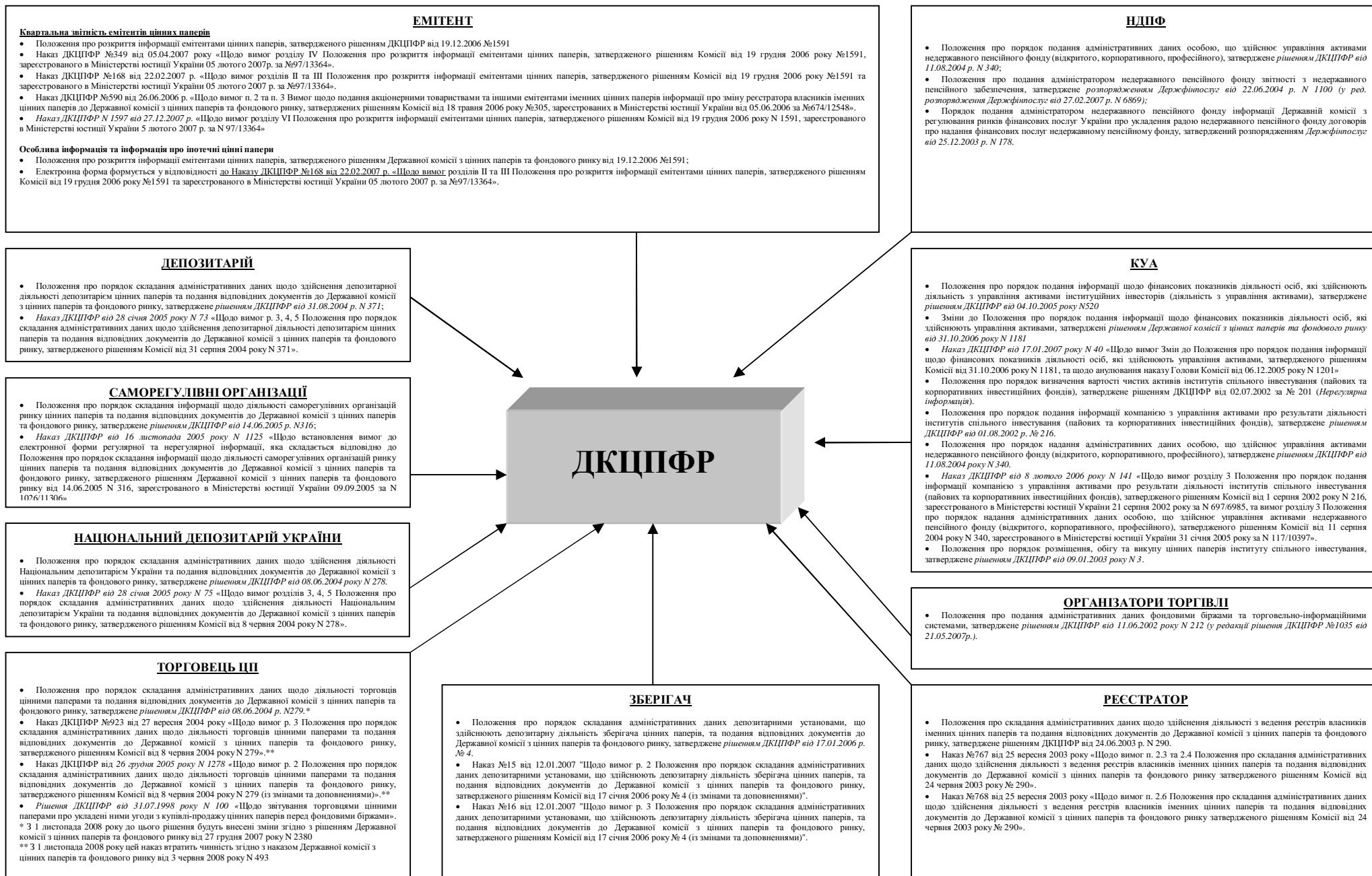
- текстовий;
- XML;
- SMML;
- DBF;
- MS Office (MS Access, MS Excel, MS Word).

2.3. На наведеній нижче схемі представлена система нормативно-правових актів, що регулюють надання регулярної звітності учасників фондового ринку в ДКЦПФР.

Рис. 4. Нормативно-правові акти, які регулюють подання звітності до ДКЦПФР

Загальні нормативно-правові акти

- Рішення ДКЦПФР від 03.01.2003 року N 2 «Про встановлення єдиного формату обміну інформацією в електронному вигляді між учасниками ринку цінних паперів і Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку».
- Вимоги до програмних продуктів на фондовому ринку, затверджені рішенням ДКЦПФР від 16.07.2003 р. N 349.
- Наказ ДКЦПФР №989 від 12.12.2003 р. «Щодо вимог п. 3 рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 16.07.2003 N 349 "Про встановлення вимог до програмних продуктів на фондовому ринку"».



Слід зазначити, що **формати звітності по кожному учаснику фондового ринку створювалися кожний у свій час і за відсутності уніфікованого підходу.**

Як результат, **незважаючи на велику кількість наведеної інформації, діяльність ДКЦПФР з моніторингу та аналізу фондового ринку** (необхідна як для самого регулятора, так і для інвесторів та професійних учасників ринку) **сьогодні пов'язана зі значними технологічними труднощами.**

2.4. Формат DBASE-IV (dbf), нині регламентований Комісією для формування та перевірки звітності професійних учасників фондового ринку, є дійсно досить доступним, але вкрай незручним.

На сьогодні цей формат є морально застарілим і нездатним забезпечити функціональну гнучкість. Формат dbf може бути реалізований тільки на одній платформі ПЕОМ, а саме на платформі Intel в операційній системі Microsoft Windows або DOS.

Цей формат є незручним:

- для користувачів - оскільки експорт-імпорт інформації з файлів dbf ускладнений необхідністю використання спеціальних процедур і спеціалізованого програмного забезпечення;
- для розробників - тому що добавка в цей формат нових полів записів при необхідності внесення змін у звітність є досить трудомістким процесом і вимагає повної або часткової модифікації програмного забезпечення;
- для самої Комісії - оскільки є ліміт полів записів, що не вміщає деякі параметри звітності, а при розбіжностях у формуванні скорочень база даних формує різні результати, що й робить їх непридатними для аналізу або моніторингу.

В Україні є приклади ефективного використання прогресивніших і сучасних форматів обміну даними.

Так, наказом Державної податкової адміністрації України від 03.05.2006 р. №242 "Про затвердження формату (стандарту) електронного документа звітності платників податків" як формат звітності платників податків затверджено формат (стандарт) електронного документа на основі специфікації **eXtensible Markup Language** (розширювана мова розмітки **XML**).

Формат XML має такі очевидні переваги:

- є сучасним промисловим стандартом для збереження та обміну даними і широко використовується світовим співтовариством;
- орієнтований на мережу Інтернет: застосування xml-формату дозволяє полегшити online-режим обміну даними;
- підтримується широко розповсюдженими інструментами та програмними засобами, у тому числі як комерційними програмними платформами (Microsoft Windows), так і платформами з відкритою архітектурою (Linux);
- зручний інструментарій значно спрощує побудову схем повідомлень і полегшує їх розуміння, а також спрощує внесення змін у програмне забезпечення.

Що стосується організації обміну даними, то використання формату XML для файлу звіту:

- максимально ефективно вирішує проблему визначення обов'язковості та формату окремих полів даних і забезпечує можливість коректної обробки інформації, що міститься в повідомленні, а також можливість контролю правильності повідомлення на етапі його первинної обробки, тобто спрощує самостійну перевірку правильності внесених даних;
- дозволяє подавати будь-яку звітність із використанням єдиного синтаксису, що дає можливість уніфікувати обробку документів як для приймаючої сторони, так і для тієї, що звітує;
- полегшує публікацію даних звітності в мережі Інтернет;

- дозволяє широко використовувати електронний цифровий підпис і засоби криптографічного захисту інформації, що є досить актуальним для автентичності інформації, використовуваної державними органами.

Саме універсальність формату XML створила передумови для організації обміну інформацією між органами державної влади. Порядок такого обміну інформацією затверджений загальним наказом від 12.07.2006 р. №259/407 Державної податкової адміністрації України, Пенсійного фонду України та Державного центру зайнятості Міністерства праці та соціальної політики України.

Зміна формату обміну даними між ДКЦПФР та учасниками фондового ринку з DBASE-IV на XML, однозначно буде зручною для всіх учасників завдяки спрощенню звітності, автоматизації її формування та перевірки і надасть ринку додаткові стимули для підвищення автоматизації діяльності.

Аналіз шляхів упровадження стандартів показує, що **успішне впровадження універсального стандарту обміну електронними документами на фондовому ринку можливе тільки у випадку встановлення обов'язковості використання стандартів усіма учасниками ринку, що встановлюється регулятором органом (ДКЦПФР).** У протилежному випадку учасники ринку продовжують використовувати власні стандарти та утримуються від інвестування коштів у розробку програмного забезпечення з метою забезпечення переходу на "необов'язкові" стандарти.

2.5. Використання в якості формату обміну даними між учасниками фондового ринку саме XML перебуває в руслі процесу євроінтеграції України.

Розвиток регульованого та прозорого ринку цінних паперів і дієвого сектора небанківських фінансових установ, є досить важливим для України, для підтримки швидкого росту і забезпечення її успішної інтеграції в єдиний ринок фінансових послуг Євросоюзу.

На сьогоднішній день одним з новітніх і прогресивних продуктів управління та моніторингу фондового ринку є Система Віддаленого Надання Звітної Інформації **Transaction Reporting System (TRS)**, використовувана в ЄС Службою Керування Фінансами Financial Management Service (FMS).

В якості формату обміну даними TRS використовує саме формат XML.

Transaction Reporting System – система, призначена для забезпечення захищеного, централізованого, електронного документообігу між контролюючим органом (у даному випадку це FMS) і учасниками ринку цінних паперів.

Система **TRS** надає наступні основні можливості учасникам ринку:

- Для малих фінансових установ з невеликим обсягом звітної інформації пропонується веб-інтерфейс, для використання якого необхідний лише Інтернет-браузер (наприклад - Internet Explorer). Даний механізм надає можливість за допомогою веб-форм ввести звітні дані.
- Для великих фінансових установ, що мають прикладне програмне забезпечення (ППО) внутрішнього електронного документообігу, існують 2 можливі процедури надання звітних даних: використання веб-інтерфейсу віддаленого завантаження файлів (HTTPS) і захищений протокол передачі файлів (SFTP).
- Спеціалізоване програмне забезпечення для перевірки правильності формування файлу звітних даних.
- Надання сертифікатів для цифрового підпису звітних даних.

Система **TRS** надає наступні основні можливості для контролюючих органів:

- Централізований доступ до масиву даних.
- Гнучка система моніторингових запитів.
- Надання аналітичних звітів.

При побудові національної системи обміну даними професійних учасників фондового ринку з регулятором, що враховує особливості українського законодавства, функціонування ринку цінних паперів, діючої та перспективної інфраструктури, дуже важливо врахувати європейський досвід для забезпечення можливості безболісної інтеграції в європейську систему обміну даними.

2.6. Організація обміну даними істотно ускладниться, якщо не створити і не надати в користування єдині довідники та бази даних для професійних учасників фондового ринку.

Мають використовуватися єдині довідники для всіх учасників і сегментів ринку, тому що перекодування може призвести до помилок і неможливості подальшої обробки інформації. Такі довідники мають бути єдиними для всіх сегментів ринку й інтегруватися в стандартне програмне забезпечення, яке використовується на фондовому ринку.

Для цього необхідно:

- забезпечити механізм оперативного внесення змін у погоджені та використовувані учасниками довідники;
- вирішити питання єдиної кодифікації фінансових інструментів, контрагентів по договорах тощо.

Комплексне вирішення перелічених технологічних і регуляторних проблем, безумовно, приведе фондовий ринок України до цивілізованішого, конкурентного, значимого для населення, іноземних інвесторів та власної економіки стану.