

**Ящук В. В.,**

начальник Управління фінансової політики  
Секретаріату Кабінету Міністрів України

## **РОЗВИТОК СИСТЕМИ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ У ЗАРУБІЖНИХ КРАЇНАХ**

*Досліджуються питання розвитку системи регулювання у зарубіжних країнах. Наголошується на винятковій ролі ринків фінансових послуг як механізму залучення та ефективного перерозподілу вільних фінансових ресурсів. Окреслено основні напрями подальшого розвитку регулювання вітчизняного ринку фінансових послуг з урахуванням світових тенденцій.*

Ключові слова: ринок фінансових послуг, фінансовий ринок, фондовий ринок, цінні папери, регулювання, фінансові інститути, фінансові інструменти, колективні інвестиції.

Ринки фінансових послуг в Україні переживають сьогодні доволі складний період. Посилення останнім часом впливу світової фінансової кризи призвело до певних негативних тенденцій, зокрема, зниження ліквідності фінансових інститутів та інструментів ринків фінансових послуг. З огляду на наявність проблем розвитку ринків фінансових послуг в Україні зростає актуальність вивчення зарубіжного досвіду регулювання сфери фінансових відносин з метою пошуку ефективних інструментів фінансової політики держави.

Розробка концептуальних засад розвитку ринку фінансових послуг України потребує вивчення сучасних методів державного регулювання, їх розвитку, структуризації та диференціації в країнах з розвинутою економікою, а також аналізу регіонального та міжнародного аспектів регулювання.

Нині ринок фінансових послуг перебуває у сфері особливих інтересів держави, оскільки не тільки забезпечує міжгалузеве переливання капіталів, а й безпосередньо впливає на фінансову безпеку держави. Вітчизняний ринок фінансових послуг має зробити якісний прорив у своєму розвитку, щоб забезпечити додатковими фінансовими ресурсами економіку країни. Розвинутий ринок фінансових послуг надасть державі ефективний інструмент реалізації фінансово-економічної політики та макроекономічних рішень. Гальмування розвитку ринків фінансових послуг унеможливить інноваційний розвиток України та подальший економічний розвиток держави на довгострокову перспективу. Якщо держава не матиме потужного фінансового сектора, то втратить конкурентні переваги й в усіх інших галузях економіки.

Регулювання ринку фінансових послуг здійснюється на різних рівнях:

- національному – відображається в макроекономічній та зовнішній політиці держави;
- регіональному – проявляється у торговельній політиці інтеграційних інститутів країн;

- міжнародному – відбивається у цілях та стратегії міжнародних фінансових організацій.

Аналіз функціонування світових ринків фінансових послуг доводить, що процес регулювання є головною проблемою на сучасному етапі розвитку міжнародних фінансів. Сьогодні ми спостерігаємо кардинальні зміни на світових фінансових ринках. Відбувається зміна парадигми, в яку має вписатися й вітчизняна економіка. Для цього потрібно надати ринку фінансових послуг необхідні ресурси й забезпечити їх доступність та ефективно використання.

Ринки фінансових послуг країн з розвинутою економікою – це усталена та цілісна система, яка останнім часом під впливом кризових явищ переживає зміни технічного характеру та певні концептуальні новації. Загальною тенденцією багатьох національних ринків є процеси створення наднаціональних правових та регулятивних систем, а також уніфікації юридичних механізмів функціонування фінансових інститутів. Особливої уваги заслуговують також процеси зближення принципів регулювання фінансових ринків у країнах континентального права з підходами, притаманними англо-американській системі права.

*Ринок фінансових послуг США.* Модель ринку фінансових послуг США – одна з найбільш цікавих та специфічних економічних систем. Головна особливість фінансового сегмента економіки Сполучених Штатів – відсутність єдиного фінансового регулятора та вагома роль інфраструктурних інститутів у сфері функціонування фондового ринку й колективних інвестицій.

Саме у США вперше з'явилися саморегульовальні організації учасників ринку фінансових послуг та більша частина фінансових інструментів, що нині перебувають в обігу.

У цілому прогресивна модель ринку фінансових послуг та гнучка система організації його роботи постійно удосконалюються та адаптуються до умов економічної кон'юнктури ринку. Про це свідчить послідовний розвиток законодавства "blue sky law", що регламентує питання розкриття інформації на ринку фінансових послуг та у корпораціях (серед найбільш значущих – Sarbanes-Oxley Act), а також уніфікація правового регулювання обігу емісійних цінних паперів, одним з етапів якого стала поява National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA).

Про необхідність подальшого розвитку нормативно-правового регулювання законодавства США й адаптації фінансових інститутів до нової практики регулювання та уніфікованих механізмів ЄС постійно наголошується у доповідях Комісії по біржах США.

Ключовим актом федерального рівня у системі правового регулювання фондового ринку США є згаданий законодавчий акт NSMIA. Втім, в останні роки з'явилися нові завдання та питання, які потребують вирішення – перегляду функціонування фінансових інститутів та удосконалення законодавчої бази. Так, своєчасним та визнаним є впровадження глобального інвестиційного інституту (global investment company), який відповідав би потребам не тільки національного ринку США, а й зовнішніх (іноземних) інвесторів та учасників ринку. Зокрема, є пропозиції переглянути систему

оподаткування доходів та операцій в інвестиційних фондах (європейська модель, за якою інвестиційні інститути (фонди) звільняються від оподаткування прибутку); створити прозоріші механізми нарахування винагород для інфраструктури, яка обслуговує обіг фінансових ресурсів, а також уніфікувати механізми управління інвестиційною компанією (фондом).

*Регулювання ринків фінансових послуг у Євросоюзі.* Нині для більшості країн з розвинутою економікою орієнтиром є правові рішення, які містяться у директивах Європейського Союзу, що регулюють діяльність на ринках фінансових послуг країн – членів ЄС.

Нормотворча діяльність європейського законодавства у сфері функціонування ринків фінансових послуг має понад 20-річну історію. Першим нормативно-правовим актом стала Директива ЄС від 20 грудня 1985 р. (про координацію законів та інших нормативних актів, що регулюють перетворення колективних інвестицій на цінні папери), на основі якої досі функціонують ринкові схеми колективного інвестування в країнах ЄС. У свою чергу Директива ЄС від 21 квітня 2004 р. про ринки фінансових інструментів покликана впорядкувати процедуру та умови випуску фінансових інструментів, що обмежені в обігу.

Функції фінансового регулятора в країнах ЄС (у національному масштабі) покладено на профільні комітети Ради ЄС з економіки та соціальних питань, а також Комітет з європейських цінних паперів (European Securities Committee). Європейський Центральний банк у даному випадку виступає тільки як додатковий координаційний орган. Повноцінний фінансовий регулятор в ЄС фактично відсутній. Тобто потреба створення аналога Європейського Центрального банку для ринку фінансових інструментів не є нагальною. Його відсутність компенсується діяльністю зазначеного Комітету та Комісії по біржах та цінних паперах у кожній з країн – членів ЄС. Втім, дискусії щодо створення мегарегулятора на теренах ЄС тривають.

Головними завданнями ЄС є подальше узагальнення досвіду національних правових систем (як в рамках ЄС, так і за його межами), вироблення рамкових правових механізмів регулювання ключових сегментів ринку фінансових послуг та сприяння їх впровадженню на національному рівні.

Активна робота здійснюється Європейським комітетом фінансових регуляторів (European Securities Regulators Committee /ESRC), у тому числі й з адаптації національних законодавств до Директив ЄС.

Характерними ознаками європейського ринку фінансових послуг є:

- наявність інституту “взаємного визнання” учасників (інвесторів) ринку в країнах, які приєднуються до виконання вимог директив ЄС;
- “відкритий” характер правових норм – можливість детального узгодження правил та вимог з національним законодавством;
- відносно високий рівень інтеграції фінансових інститутів країн – членів ЄС, розвиток взаємовідносин на рівні національних фінансових інститутів у межах ЄС;

- розробка новітніх максимально універсальних рішень та механізмів правового регулювання фондового ринку, ринку колективних інвестицій та проектного фінансування;
- високий рівень розвитку компенсаційних механізмів (основи закладаються у вигляді директив; конкретні рішення (фонди) реалізуються на рівні країн – членів ЄС);
- вільний режим руху капіталів у межах ЄС (основна характерна ознака економіки ЄС).

Слід зауважити, що уніфікація законодавства держав – членів ЄС сприяє усуненню адміністративних перепон для вільного руху капіталу з однієї країни в іншу.

Нині німецькою та угорською біржами створено NEWEX – нову європейську біржу, призначення якої – торгівля цінними паперами компаній країн Центральної та Східної Європи, у тому числі й України.

Органи регулювання ЄС приводять законодавство у відповідність до нових тенденцій, усуваючи перешкоди для розміщення цінних паперів за кордоном та діяльності іноземних емітентів і професійних учасників на національних ринках.

*Національне нормативно-правове регулювання ринків фінансових послуг європейських країн.* Моделі ринків фінансових послуг у провідних країнах – членах ЄС заслуговують особливої уваги. До таких доцільно віднести Францію, Німеччину та Великобританію. Певний інтерес викликає й фінансове законодавство Нідерландів.

Франція є провідною країною у впровадженні схем колективного інвестування. Головним органом регулювання виступає національний фінансовий регулятор (Autorité des marchés financiers, AMF), який здійснює нагляд за ринком фінансових послуг, біржами та розкриттям корпоративної інформації. Зазначимо, що компетенція AMF не поширюється на банківський та страховий сектори.

Головними нормативно-правовими актами фінансового законодавства Франції є:

- кодифікований закон про монетарну політику та фінансові ринки (The Monetary and Financial Code);
- основні положення щодо схем колективного інвестування, професійних учасників ринку фінансових послуг, емісійних процедур, розкриття інформації, а також інфраструктури фінансових ринків і зловживань при здійсненні професійної діяльності, що містяться у нормативно-правовому акті – General Regulation of the AMF – books II-VI: issuers and financial disclosure, service providers, collective investment products, market infrastructures, market abuse: insider dealing and market manipulation.

Також слід згадати Закон “Про економічну модернізацію” (Breton Act) № 2005-842 від 26.07.2005 та Закон DDAC Act № 2005-811 від 20.07.2005. Незважаючи на провідну роль у запровадженні схем колективного інвестування, французька модель регулювання ринків фінансових послуг потребує модернізації та стандартизації – впровадження положень директив ЄС у

законодавство Франції. Цьому питанню приділяється чимало уваги, що підтверджується “Оглядом правового регулювання у Франції в рамках майбутньої фінансової системи”. У цьому документі, зокрема, йдеться про те, що французька правова система в цілому гармонізована з європейським правом, проте деякі сектори фінансового ринку потребують подальшої роботи з адаптації до загальноєвропейських стандартів (стандарти аудиту, розкриття інформації тощо).

Законодавство Великобританії є прикладом сполучення системи загального (англосаксонського) права та інститутів континентального права у зв'язку з практикою співпраці (кооперації) з країнами континентальної Європи, а також імплементацією норм ЄС. Особливо можна відзначити правові моделі регулювання фінансових ринків та оподаткування у цій сфері, закріплені у нормативних актах: Закон “Про фінансові ринки та послуги на ринках” 2000 р. (Financial Services and Markets Act, 2000); Закон “Про податок на прибуток” 2006 р. (Corporation Tax, 2006).

Цілісна система фінансової інфраструктури та учасників ринку фінансових послуг, закріплена комплексним нормативним актом 2000 р., найбільше відповідає новим вимогам європейських директив та визначає єдиного регулятора для фінансових ринків (за винятком банківського сектора) у вигляді Служби фінансового ринку (Financial Services Authority), який входить у структуру Казначейства (Her Majesty's Treasury).

Одночасно з уніфікацією нормативно-правової бази проводиться також активна робота з розробки механізмів та інститутів у фінансовій сфері Великобританії. Зокрема, у дискусійній доповіді Служби фінансового ринку наголошується на необхідності ретельної роботи над питаннями правового регулювання обігу фінансових інструментів строкового ринку (у тому числі деривативів на товарні контракти та специфічні контракти) на національному та європейському рівнях у рамках Директиви ЄС “Про ринки фінансових інструментів” (MiFID).

Одним з головних нормативних актів регулювання ринку колективних інвестицій Великобританії став Закон “Про податок на прибуток” 2006 р. у частині трастів нерухомості (The Real Estate Investment Trusts). Відповідно до тенденцій мінімізації податкового тягаря для довгострокових проектів та проектів, пов'язаних з реальним сектором економіки в цілому, було введено пільговий режим оподаткування доходів від діяльності трастів.

Німецький ринок фінансових послуг тільки нещодавно отримав у розпорядження сучасний фінансовий інструментарій, зокрема для роботи на ринку нерухомості. Слід зазначити, що була запозичена ідея американських фондів нерухомості (нормативно-правовий акт 2007 р. — Real Estate Investment Trust). Втім, правова модель функціонування фонду заснована на європейських (континентальних) стандартах, як і в цілому фінансове законодавство Німеччини.

Нідерланди також, як Великобританія та Франція, впроваджують інноваційні рішення й механізми у національне законодавство. Так, у 2006 р. було прийнято Закон (ордонанс) “Про регулювання фінансових ринків” (Financial Supervision Act, 2006). Правова модель ринку фінансових послуг

та інфраструктури, що визначається цим законодавчим актом, близька до французької моделі (як за термінами, так і за змістом). Водночас слід відзначити специфіку голландського законодавства. Зокрема, нагляд за усіма секторами фінансового ринку, у тому числі ринку колективних інвестицій та фондового ринку, віднесений до компетенції Центрального банку Нідерландів (The Dutch Central Bank). Проте питання безпосереднього контролю за діяльністю на ринках фінансових послуг та їх регулюванням перебувають у віданні незалежного виконавчого органу – Служби фінансових ринків (Autoriteit Financiële Markten).

Обмежений обсяг статті унеможливує наведення даних по кожній країні – члену ЄС, а також інших розвинутих країнах, втім, аналіз світового досвіду регулювання ринків фінансових послуг дає підстави для висновку, що у сучасній практиці використовуються різні моделі нагляду за ринком, зокрема:

- модель, яка передбачає зосередження наглядових функцій у Центральному банку (традиційна модель, характерна для Нідерландів);
- модель, яка передбачає функціонування спеціального єдиного державного органу нагляду (Австрія, Великобританія, Німеччина, Данія, Швеція, Угорщина, Латвія);
- модель, яка поєднує у собі елементи першої та другої моделі (США, Франція, Італія, Португалія, Фінляндія, Чехія, Польща, Словаччина, Словенія, Литва).

Сучасні тенденції регулювання функціонування ринків фінансових послуг характеризуються інноваційними підходами до управління фінансовими потоками в умовах інтеграції фінансових структур, а також стимулювання залучення в обіг вільних коштів широкого кола інвесторів (юридичних та фізичних осіб). Зростає роль фінансових інститутів інфраструктури ринку фінансових послуг, які безпосередньо організують рух фінансових ресурсів та забезпечують мобілізацію і перерозподіл вільних капіталів. З огляду на зміни в економіці зарубіжних країн виникає необхідність подальшого розвитку вітчизняного ринку фінансових послуг, зокрема поступового наближення національного законодавства до вимог ЄС.

Слід зазначити, що в Україні сьогодні діють три регулятори фінансового сектора і нагляд може бути ефективним тільки за умови їх активної взаємодії. У ст. 22 Закону України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг”<sup>1</sup> детально описано основні способи такого співробітництва. Це й обмін інформацією, й участь у прийнятті рішень, які готуються іншим регулятором, й зустрічі керівництва усіх трьох регуляторів для узгодження позицій з тих чи інших питань. На жаль, ця норма Закону не виконується. Навіть у кризовий період жодного разу не проводилися зустрічі керівників Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулю-

---

<sup>1</sup> Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг : закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>.

вання ринків фінансових послуг. Відповідно, відсутня єдність політики й підходів до роботи регуляторів, що необхідно для побудови єдиної ефективної системи нагляду за ринками фінансових послуг. Досвід різних країн доводить, що питання координації вирішуються за умови консолідації нагляду в одному органі, тобто коли створюється мегарегулятор. На нашу думку, такий варіант є найбільш прийнятний для України.

Вже десятиріччя світ здійснює заміну принципів нагляду за нормативами на пруденційний нагляд на основі ризиків. При цьому регулятори у сфері фінансів як країн англосаксонської фінансової та правової системи, так і континентальної рухаються у одному напрямі, що відбувається доволі рідко. Наголосимо, що Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг прийняла рішення про рух України у цьому напрямку та активізацію роботи з удосконалення регулювання ринків фінансових послуг.

Криза продемонструвала недоліки вітчизняної системи регулювання, втім, зрозуміло, що за місяці неможливо пройти шлях, яким інші країни йшли роками. Разом з тим перші кроки вже зроблено, зокрема у структурі Держфінпослуг створено Департамент пруденційного нагляду, функції якого значно ширші, ніж збір та узагальнення звітності. Стратегія такого переходу розробляється спільно з провідними міжнародними експертами. Втілення її у життя потребує значних зусиль органів державного регулювання України. Зокрема, це стосується побудови системи збору та обробки звітності небанківських фінансових установ, яка нині повністю відсутня. Необхідна зміна якісних підходів до процесу впровадження нової системи нагляду. Ця система нагляду за ступенем ризикованості операцій фінансового посередника буде працювати на випередження, а не на фіксацію пост-фактум.

У цілому вітчизняний ринок фінансових послуг за підтримки фінансових регуляторів та уряду слугуватиме ефективним механізмом мобілізації та перерозподілу вільних капіталів, а також провідною ланкою для впровадження фінансових інновацій.

У свою чергу взаємодія зі світовими фінансовими ринками і його учасниками робить національний ринок більш конкурентоспроможним та ефективним. Розширення кола інвесторів дає змогу у короткий термін впроваджувати новітні технології та ефективно перерозподіляти фінансові ресурси, спрямовуючи грошові потоки на розвиток вітчизняної економіки.