

7. Закон України «Про захист національного товаровиробника від демпінгового імпорту» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/330-14>.
8. Закон України «Про застосування спеціальних заходів щодо імпорту в Україну» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/332-14>.
9. Маркс К. Капітал. – К.: Державне вид-во політичної літератури УРСР, 1980. – С. 45–47.
10. Махінчук В. М. Приватноправове регулювання підприємницьких відносин в Україні. – К.: Юрінком Інтер, 2013. – С. 83.
11. Dunning T. J., Trade's Unions and Strikes: Their Philosophy and Intention. – London: Published by the author, and Sold by M. Harley, No 5, Raquet court, Fleet street, E.C. 1860. – P. 35–36. – 52 p., цитата по: К. Маркс и Ф. Энгельс. Сочинения. – Изд. 2-е. – Т. 23. – С. 770.
12. Бодров В. Г. Економічний неокосерватизм: зміст, еволюція, взаємозв'язок теорії і практики [Текст]: автореф. дис... док. економ. наук.: 08.01.04 / Бодров Володимир Григорович, Київський університет ім. Тараса Шевченка, Київ, 1995. – 49 с.
13. Закон України «Про державне регулювання виробництва і реалізації цукру» // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 32. – Ст. 268.
14. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.
15. Закон України «Про захист економічної конкуренції» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/330-01>.
16. Алексеев С.С. Общая теория права: учеб. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – С.172–175.

*The article investigates the economic pravootnosheniysubektov management with other uchasnikami market and their transformation in market conditions.*

*Стаття посвячена дослідженню господарських правоотношень суб'єкта господарювання з другими учасниками ринку и их трансформації в условиях конкуренції.*

## РОЛЬ САМОРЕГУЛІВНИХ ОРГАНІЗАЦІЙ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

**Полюхович В. І.,**

*доктор юридичних наук, старший науковий співробітник,  
провідний науковий співробітник НДІ приватного права і  
підприємництва імені академіка Ф. Г. Бурчака НАПрН України*

*У статті досліджуються питання саморегулівної діяльності на фондовому ринку України. Визначено особливості існуючого стану правового регулювання саморегулювання, запропоновано шляхи його удосконалення, визначено авторську позицію щодо новітнього законодавства в цій сфері.*

**Ключові слова:** фондовий ринок, саморегулівні організації, професійні учасники, ліцензування.

Поєднання економіко-правових методів щодо централізованого та децентралізованого засобів впливу права на суспільні відносини має свою якісну відмінність та позитивні результати. Централізоване, імперативне правове регулювання (метод субординації) здійснюється на владно-імперативних засадах. Механізм правового регулювання тут простий: його початкова ланка — зобов'язуючі юридичні норми, потім відповідні правовідносини і, нарешті, реалізація юридичних обов'язків, коли суб'єктивне право зводиться до вимоги виконання обов'язку. Децентралізоване, диспозитивне правове регулювання (метод координації) визначається активністю учасників регульованих суспільних відносин. У застосуванні децентралізованого методу регулювання вступають у дію не тільки зобов'язання чи заборони, а й механізми дозволу, їх різноманітні поєднання. Особливість механізму правового регулювання полягає тут у тім, що центральною ланкою в складних комплексах застосовуваних юридичних засобів стає суб'єктивне право, що не зводиться лише до одного права вимоги, а має свій диспозитивний зміст, що повинен займати своє місце в механізмі державного регулювання [1].

В умовах розвитку системи державного регулювання фондового ринку підвищується роль саморегулювання як засобу диверсифікації та деталізації регулятивного впливу на ринок. Саморегулювання впливає з особливих синергетичних властивостей економіко-правової системи, до числа яких відносяться її самоорганізація, взаємозв'язок та взаємозалежність елементів, поєднання адміністративно-та цивільно-правових методів регулювання. Регулювання фондового ринку, як і економіки в цілому, являє собою єдність державного регулювання та саморегулювання. Як досліджено вище, історично регулювання фондового ринку було представлено саморегулюванням, що здійснювалося фондовими біржами, а безпосередньо державне регулювання виникло значно пізніше. У контексті нашого дослідження

можна стверджувати, що самоорганізація ринку цінних паперів як економіко-правової системи знайшла своє виявлення в саморегулюванні.

Саморегулівні організації (далі — СРО) є не лише засобом вироблення загальних правил гри або захисту інтересів. У світовій практиці це відокремлений ринок, доступ на який обмежений вимогами щодо професіоналізму й етики, обсягу торгівлі й капіталу тощо. Тобто створення саморегулівної організації — це, зазвичай, угода про партнерство [2].

З багатьох питань інтереси держави й саморегулівних організацій збігаються. Збіг інтересів держави й учасників ринку існує, насамперед, у сфері попередження та вирішення конфліктів між учасниками, поліпшення управління ризиками, зниження можливостей для шахрайства й інших протиправних дій, підтримки ліквідності й стабільності ринку, удосконалення ринкової інфраструктури, запровадження стандартів професійної діяльності. Рішення зазначених завдань на базі саморегулівних організацій вимагає спеціалізації останніх за видами професійної діяльності, а характер вирішуваних завдань — формування стандартів професійної діяльності та примус до їхнього виконання — зумовлює необхідність відмови від принципу конкуренції в сфері саморегулювання.

При цьому ми виходимо з позиції, що фактична наявність в країні значного числа некомерційних організацій (союзів, асоціацій), що вже об'єднують підприємців не тільки з метою захисту й лобіювання їх інтересів, а й з метою саморегулювання їх діяльності, створює практичну основу для передачі СРО, що перебувають під контролем держави, тих його функцій, які вимагають більше тонких і специфічних механізмів регулювання конкретних видів діяльності. Водночас використання інституту саморегулювання в сучасних умовах надає можливість розвантажити державу як єдиного регулятора на ринку.

Для законодавців багатьох країн, які неохоче витрачають гроші платників податків на амбіційні проекти регулювання, саморегулювання є привабливим рішенням, оскільки СРО прямо фінансуються галуззю, яку вони регулюють. Ресурси цих організацій незалежні від державного бюджету через пов'язані з ним політичні міркування, що гарантує використання значних коштів на розвиток галузі за допомогою встановлення стандартів СРО і контролю за їхнім дотриманням. Більше того, наприклад, у Великій Британії мегарегулятор фінансового ринку — Відомство з фінансових послуг (Financial Services Authority — FSA), створене як симбіоз саморегулювання та державного регулювання, фінансується винятково за рахунок професійних учасників ринку. З огляду на самофінансування галузевого регулювання з боку СРО держава може сфокусуватися на своїх власних пріоритетах і спрямувати ресурси на вирішення завдань, у яких найбільш необхідна її участь. Тому на фінансових ринках розвинутих країн СРО є невід'ємною їх складовою, утворюючи самостійний рівень механізму регулювання.

Міжнародне професійне співтовариство визнає правомірність різних моделей саморегулювання. Загальними характеристиками саморегулівних організацій у більшості юрисдикцій є їх відокремленість від урядового регулятора. Міжнародна практика фондового ринку включає різні моделі регулювання, у тому числі моделі без СРО, з однією СРО, виділеною за функціональною ознакою, або з безліччю СРО.

Так, визначені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) в її програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку» [3] базові принципи саморегулювання як складової частини державного регулювання фондового ринку полягають у такому:

- система регулювання повинна включати саморегулівні організації такою мірою, якою цього вимагають розмір та ступінь розвитку ринків;
- саморегулівні організації повинні знаходитись під контролем органу державного регулювання й дотримуватись всіх етичних норм та стандартів під час здійснення своїх функцій.

Відповідно до принципів, які декларуються щодо саморегулівних організацій, IOSCO визнає, що СРО можуть запропонувати учасникам ринку більш глибокий досвід щодо функціонування ринку та мають можливість значно швидше, ніж державний орган, пристосовуватись до зміни ринкових умов. Загальною позитивною характеристикою СРО є її певна віддаленість як регулятора від державного регулювання (хоча держава легітимізує СРО та здійснює за ними нагляд) і безпосередня участь СРО у функціонуванні галузі. IOSCO також вважає, що варто шукати форми діяльності саморегулівних організацій, прийнятні для кожної конкретної країни, і не наполягає на запровадженні єдиної моделі регулювання фондового ринку. Універсальної та стандартної для всіх країн моделі організації діяльності СРО й розподілу повноважень між державою, СРО й учасниками ринку не існує [4].

У наш час організаційна побудова сучасної системи регулювання фондового ринку в переважній більшості держав базується на концепції дворівневої системи органів регулювання. Перший рівень становлять органи державного регулювання, другий рівень утворюють саморегульовані організації, створені професійними учасниками ринку цінних паперів — різного роду союзи, асоціації, ліги професійних учасників, фондові біржі, організатори позабіржової торгівлі. Розподіл функцій і повноважень між державними органами та саморегулівними організаціями обумовлений культурними та історичними традиціями кожної країни, а також рівнем розвитку ринку цінних паперів.

Проте поширеною є модель ринку, в якій взагалі не існує саморегулювальних організацій (Австралія, Австрія, Бельгія, Бразилія, Угорщина, Німеччина, Індія, Іспанія, Данія, Тайвань, Туреччина, Швеція, Швейцарія). До країн з єдиною СРО відносяться Нова Зеландія, Польща, Корея. Прикладами країн з багатьма СРО можуть виступати США, Канада, Японія і Норвегія [5].

Досить поширене створення саморегулювальних організацій за функціональною ознакою (брокерсько-дилерська діяльність, депозитарно-реєстраторська діяльність), за ознакою інструменту (наприклад, емісійні цінні папери), закріпленості за певним ринком (біржі, позабіржовий ринок) або за інфраструктурою, що обслуговує певні ринки. В останніх випадках СРО виконують не тільки функції саморегулювання, а й функції організації ринку. Саме так організоване саморегулювання в США, у рамках якого створена Національна асоціація фондових дилерів (NASD) як СРО, за якою закріплені позабіржовий ринок і його торговельні системи, а фондові біржі США мають статус саморегульованих організацій на біржовому ринку. Фактично нині на американському ринку цінних паперів діють два різні типи саморегулювальних організацій [6].

Перший тип – це інфраструктурні організації, які самі є професійними учасниками ринку цінних паперів. Це, наприклад, Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Національна клірингова корпорація з цінних паперів (National Securities Clearing Corporation – NSCC), Клірингова корпорація на ринку опціонів (Option Clearing Corporation – OCC) та інші інфраструктурні організації. Членство у таких СРО є добровільним, права й обов'язки такого саморегулювання виникають на засадах договору між учасниками ринку цінних паперів [7].

Другий тип СРО – це Національна асоціація фондових дилерів. Відповідно до законодавчих актів членство у цій СРО є обов'язковим для брокерів і дилерів. Без членства у NASD організація не може отримати дозвіл (ліцензію) на діяльність на ринку цінних паперів, стати членом біржі, клірингової чи депозитарної організації.

NASD — це модель СРО, яка передбачає делегування цій організації на основі закону певної частини повноважень державної влади з регулювання і контролю за діяльністю брокерів і дилерів. Проте головним регулятором і контролером на ринку цінних паперів залишається державний орган – Комісія з цінних паперів і бірж (SEC), який має великі повноваження виконавчої, представницької влади, почасти, і юрисдикційні повноваження.

Дещо відрізняється правове положення СРО у Великій Британії [8], де мегарегулятор ринку – Відомство з фінансових послуг (FSA) — було фактично створено шляхом надання саморегулюванню статусу державного органу. Під егідою FSA діє система саморегулювальних організацій, кожна з яких розробляє правила за напрямками діяльності її членів. Різними сферами професійної діяльності опікуються різні СРО. Так, The Securities and Futures Authority (SFA) об'єднує брокерів і дилерів. The Investment Management Regulatory Organisation (IMRO) регулює діяльність керуючих компаній, які організують функціонування схем колективного інвестування і пенсійних фондів. Personal Investment Authority (PIA) організує діяльність індивідуальних підприємців у сфері управління і консультування колективних інвестиційних, пенсійних і страхових схем. Формально у Великій Британії участь у СРО не є обов'язковою. Дозвіл на право здійснювати професійну діяльність компанії можуть отримувати в СРО або безпосередньо в FSA, проте на практиці другий варіант є винятком. При цьому одна й та сама компанія може бути членом двох і більше СРО. Подібно до США законодавство Великої Британії не вимагає від бірж, організаторів торгівлі, клірингових і депозитарних організацій членства у СРО. Зважаючи на досвід країн з розвинутими ринками цінних паперів та системами СРО, варто зазначити, що біржі і депозитарно-клірингові установи залишаються провідними саморегулювальними організаціями професійних учасників ринку цінних паперів у розвинутих країнах, які забезпечують розроблення і дотримання ними високих стандартів професійної діяльності, генерують нові ідеї й технології на ринку цінних паперів. Зі свого боку державні органи цілком підтримують національні клірингові й розрахункові організації. Таким чином, розглянуті особливості функціонування СРО в США та Великій Британії свідчать, що існують моделі СРО як з обов'язковим, так і з добровільним членством учасників ринку, але завжди з реальним делегуванням таким СРО частини повноважень держави.

На українському ринку цінних паперів відповідно до чинної на сьогодні редакції ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [9] формально юридично можуть існувати лише саморегулювальні організації професійних учасників ринку, що здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами, діяльність з управління активами інституційних інвесторів та окремих сегментів депозитарної діяльності. Відповідно до законодавчих актів членство у таких СРО є обов'язковим для ліцензатів визначених видів професійної діяльності. Без членства у СРО організація не може отримати (або позбавляється) ліцензії на діяльність на ринку цінних паперів, а, відповідно, бути членом фондової біржі.

Взагалі, якщо раніше були офіційно зареєстровані та визначались фахівцями 12 саморегулювальних організацій, перелік яких складався з асоціацій професійних учасників та бірж [10], то на сьогодні в

Україні відповідно до вимог Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зареєстровані НКЦПФР та діють лише чотири саморегулівні організації. Це Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), що діє в сфері професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів і об'єднує 351 учасника, Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД) охоплює регулюванням діяльність реєстраторів та зберігачів в кількості 460 учасників, Асоціація «Українські Фондові Торговці» (АУФТ): діяльність з торгівлі цінними паперами – 680 учасників, депозитарна діяльність – 333 учасники та Асоціація «Фондове партнерство»: діяльність з торгівлі цінними паперами – 278 учасників, депозитарна діяльність – 191 учасник [11]. Всі інші існуючі суб'єкти, в тому числі фондові біржі та Центральний депозитарій, Розрахунковий центр не відповідають існуючим законодавчим вимогам до СРО, а тому юридично не є саморегулівними організаціями.

В п. 4 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що професійна діяльність учасників фондового ринку, крім депозитаріїв і бірж, здійснюється за умови членства щонайменше в одному об'єднанні професійних учасників або СРО. Положенням про об'єднання професійних учасників фондового ринку [12] визначено, що ОПУ та СРО утворюються в організаційно-правових формах, передбачених для об'єднань підприємств. Але відповідно до п. 2 ст. 118 ГК України об'єднання підприємств утворюються підприємствами на добровільних засадах [13]. Також зазначимо, що всі СРО в Україні діють у формі асоціацій. Відповідно до п. 2 ст. 120 ГК України асоціація – договірне об'єднання, створене з метою координації господарської діяльності підприємств. Відповідно до ст. 627 ЦК України «Свобода договору» сторони є вільними в укладенні договору. Таким чином, наведене свідчить, що примусове зобов'язання професійних учасників до членства в СРО як умови здійснення професійної діяльності на ринку (отримання відповідної ліцензії) є прямим порушенням норм господарського та цивільного законодавства. Вважаємо, що ситуація потребує виправлення шляхом відміни норм, що пов'язують здійснення професійної діяльності з обов'язковим членством у СРО. В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» має бути встановлено норму-принцип щодо добровільності під час входження професійного учасника до СРО. Стимули для професійного учасника щодо членства у СРО мають визначатися в економічній, а не адміністративній площині. А задля цього можливим є запровадження певних пільгових умов, в тому числі щодо ліцензування, для членів СРО. Це може бути реалізовано також при делегуванні НКЦПФР окремих повноважень СРО, в тому числі щодо сертифікації фахівців та ліцензування.

З редакції ст. 48 і 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» випливає, що Законом встановлено порядок, згідно з яким НКЦПФР об'єднання професійних учасників (ОПУ) фондового ринку набуває статусу саморегулівної організації за певним видом професійної діяльності на фондовому ринку з дня надання йому статусу СРО Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. На нашу думку, ОПУ, якому не делеговано жодне реальне повноваження на зразок вищенаведених прикладів, не є регулятором, а лише асоціацією із захисту інтересів, по суті – лобістським угрупованням. Правила набуття статусу саморегулівної організації зумовлені тим, що вона володіє, власне кажучи, функціями, що притаманні органам державної влади. Саме в цьому проявляються особливості правового статусу СРО. З одного боку, це юридична особа, заснована на добровільних засадах іншими юридичними особами. Суб'єкт господарсько-правових відносин, заснований на принципі рівності всіх учасників. Прикладом в недалекій за часом вітчизняній практиці були випадки, коли СРО (наприклад Асоціація ПФТС) здійснює професійну діяльність на ринку цінних паперів як організатор торгівлі. З іншого боку, як справедливо зазначив у своїй праці Е. А. Павлодський, реально юридична особа може бути віднесена до СРО тільки в тому випадку, коли на підставі закону окремі повноваження із здійснення державного регулювання переходять до такої організації [14]. Таким чином, наділення ОПУ окремими повноваженнями органів державного регулювання вступає у певне протиріччя з основними принципами цивільного права. Проте цей випадок є, на нашу думку, таким, що чітко виокремлює базові засади господарського права як галузі права, а саме – застосування в господарській діяльності особи окремих управлінських функцій, які є організаційно-господарськими за своєю природою, що, в свою чергу, є однією з основних ознак розмежування господарського та цивільного права.

Слід зазначити, що будь-яке саморегулювання нерозривно пов'язано з рівнем розвитку правової культури осіб, що його здійснюють, і розвиненістю самого ринку. У наших умовах, коли відбувається активне становлення фондового ринку, формуються правила гри на ньому, необхідно визначити оптимальний баланс розподілу повноважень між державними органами та СРО. Варто, з одного боку, щоб СРО дійсно мали визначений обсяг делегованих повноважень та одночасно обережно ставилися до надмірного наділення СРО адміністративними функціями. За умов існуючого рівня правової культури в Україні можливий ухил у бік саморегулювання може призвести до зловживання з боку СРО. Вони замість здійснення регулюючої функції можуть розпочати відігравати роль лобіста інтересів найбільших учасників СРО

на шкоду іншим учасникам ринку аж до рейдерських захоплень. Такі приклади є в закордонній практиці. Можна згадати скандал у США з корпорацією «Енрон», що був сприйнятий не інакше, як криза саморегулювання. Нові конфлікти виникають в останні роки навколо Нью-Йоркської фондової біржі. Основні претензії до неї з боку інвестиційних інститутів пов'язані з тим, що, з одного боку, біржа неефективно виконує регулятивні функції, а з іншого, користуючись своїм статусом саморегулятора, уникає прозорості біржових торгів. Саме тому існуючі в науковій літературі пропозиції щодо оптимального поєднання ринкового саморегулювання економічних відносин суб'єктів господарювання та державного регулювання макроекономічних процесів із застосуванням критеріїв такого поєднання у вигляді максимізації економічних функцій, що впливають з кейнсіанської моделі, моделі системного втручання держави в економіку тощо, є об'єктивно необхідними і для застосування в сфері державного регулювання фондового ринку.

У зв'язку з цим в українських умовах правильним буде зберегти дворівневу систему регулювання ринку цінних паперів, коли здійснюється і повноцінне державне регулювання, і саморегулювання. Правове становище СРО, їхні функції, завдання і повноваження як не мають бути формальними, так і збігатись з компетенцією відповідних державних органів. Саморегулювання має стати дійсно самостійною ланкою в системі регулювання фондового ринку, проміжною між професійними учасниками та НКЦПФР та підконтрольною останній. Проте правовий зміст саморегулювання має бути уточнений та удосконалений в руслі розглянутих нами проблемних питань та запропонованих змін.

### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. *Алексеев С.С.* Право: азбука – теория – философия: опыт комплексного исследования. – М.: «Статут», 1999. – С. 370–372.
2. *Басова А. В.* Правовой статус участников рынка ценных бумаг: проблемы регулирования: дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. – 2008. – С. 45.
3. *IOSCO (May 2003)* «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.
4. *Лагунов В. Я., Абрамов А. Е., Иванов К. В.* СРО: идеи, практика и предложения // Право и экономика. – М. – 1999. – № 4. – С. 20.
5. *Герасимов А. А.* Современное саморегулирование за рубежом – законодательство, практика и тенденции [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kalugatechnadzor.ru/analitika/362-sovremennoe-samoregulirovanie-za-rubezhom--zakonodatelstvo-praktika-i-tendenczii>.
6. *Регулювання ринку цінних паперів у США* // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7–8. – С. 33.
7. *Депозитарно-трастова і клірингова установа США* // Фінансовий ринок України. – 2011. – № 2. – С. 35.
8. *Рынок ценных бумаг Великобритании* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globfin.ru/articles/shares/uk.htm>.
9. *Закон України* «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
10. *Шаров О.* Концептуальні засади створення конкурентоспроможного ринку фінансових послуг // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7–8. – С. 12.
11. *Реєстр саморегулюваних організацій професійних учасників фондового ринку станом на 22 вересня 2014 р.* Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
12. *Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку:* рішення НКЦПФР від 27 грудня 2012 р. № 1925 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13>.
13. *Господарський кодекс України.* Закон України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18–22. – Ст. 144.
14. *Павлодский Е. Л.* Саморегулируемые организации: мода или тенденции // Право и экономика. – Москва. – 2003. – № 3 – С. 46–48.

*The article examines the issue of self-regulatory Ukraine's stock market. The features of the existing state of self-regulation, the ways of its improvement, defined the author's position on the latest legislation in this area.*

*В статье исследуются вопросы саморегулятивной деятельности на фондовом рынке Украины. Определены особенности существующего состояния правового регулирования саморегулирования, предложены пути его совершенствования, определена авторская позиция относительно новейшего законодательства в этой сфере.*