

Ковалко Н.М.

Київський національний університет
імені Тараса Шевченка

СУЧАСНА СИСТЕМА САМОРЕГУЛЮВАННЯ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ США

Ринок цінних паперів є важливим складником будь-якої ринкової економіки. Діяльність на цьому ринку пов'язана з високими ризиками, тому вибір способу його регулювання, головним завданням якого має бути забезпечення фінансової безпеки всіх учасників ринку цінних паперів, є фундаментальним питанням. У ситуації, що склалася, важливо звернутися до досвіду США, де за тривалий час існування саморегулюючих організацій на ринку цінних паперів вони встигли перейти від відсутності будь-якого регулювання діяльності з боку держави і добровільності об'єднання до нерівного партнерства з державою, до детального законодавчого регулювання діяльності за обов'язковому характеру членства. Крім того, американські саморегульовані організації професійних учасників ринку цінних паперів відрізняються видовою різноманітністю. Автор у цій статті здійснює аналіз саморегулюючих організацій на ринку цінних паперів США, характеризує види, діяльність та особливості реалізації цього особливого виду регулювання.

Ключові слова: цінні папери, ринок цінних паперів, саморегулюючі організації.

Постановка проблеми. Самостійність – це ключовий принцип прийняття рішень, який розвиває відповідальність та надає значні права учасникам, які самостійно здійснюють свою діяльність у тій чи іншій сфері. Відповідний принцип надзвичайно поширений у практичній діяльності у сфері цінних паперів. Особливу увагу саморегулюванню приділяє фінансова система США, де історично сформувалися самостійні організації, які взяли на себе відповідальність за здійснення контролю та регулювання на ринку цінних паперів. Саморегульовані організації в США – це організації професійних учасників ринку цінних паперів, що є єдиними організаціями, які зареєстровані як саморегулюючі та підлягають відповідному законодавчому регулюванню.

Наприклад, для цілей глави 41 Кодексу Сполучених Штатів (United States Code, USC) про захист одержувачів споживчого кредиту термін «саморегульована організація» включає в себе не тільки національну фондову біржу, асоціацію з цінних паперів, клірингове агентство та MSRB, а й Комітет з нагляду за звітністю відкритих акціонерних компаній (Public Accounting Oversight Board, PCAOB), будь-яку торговельну палату, позначену Комісією з ф'ючерсної торгівлі товарами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), і будь-яку ф'ючерсну асоціацію, зареєстровану в CFTC (USC § 1681a (y) (3)) [10].

Для цілей глави 96 USC про електронні підписи у світовій і національній торгівлі термін «саморегульована організація» означає організацію, яка не є федеральним контрольним органом, але перебуває під наглядом такого органу й уповноважена федеральним законом приймати правила, застосовні до її членів, і забезпечувати повне дотримання самостійно або через федеральний контрольний орган (USC § 7006 (11)).

Виклад основного матеріалу дослідження. Сучасна система саморегулювання на ринку цінних паперів США бере свій початок у 2007 році, коли в результаті об'єднання регулятивних функцій щодо забезпечення дотримання правил і арбітражних функцій двох головних організацій біржового та позабіржового ринків – Нью-Йоркської фондової біржі (New York Stock Exchange, NYSE) і Національної асоціації дилерів із цінних паперів (National Association of Securities Dealers, NASD) – та наступного схвалення SEC була створена Регулятивна асоціація з фінансових ринків (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA).

Система саморегулювання на ринку цінних паперів США налічує більше 30 саморегульованих організацій чотирьох видів.

По-перше, національні фондові біржі (national securities exchanges) [1]:

а) національні фондові біржі: BATS Exchange (BATS), BATS Y-Exchange (BYX), BOX Options Exchange LLC (BOX), C2 Options Exchange (C2), Chicago Board Options Exchange (CBOE), Chicago Stock Exchange (CHX), EDGA Exchange (EDGA), EDGX Exchange (EDGX), International Securities Exchange (ISE), ISE Gemini (ISE Gemini), Miami International Securities Exchange LLC (MIAX), NASDAQ OMX BX (BX), NASDAQ OMX PHLX (Phlx), NASDAQ Stock Market (NASDAQ), National Stock Exchange (NSX), New York Stock Exchange (NYSE), NYSE MKT (NYSEMKT), і NYSE Arca (NYSE Arca);

б) національні ф'ючерсні біржі: Board of Trade of the City of Chicago (CBOT), CBOE Futures Exchange (CFE), OneChicago (OC) та ін.

По-друге, дві зареєстровані асоціації з цінних паперів (registered securities associations):

а) асоціація з цінних паперів – FINRA [5];

б) ф'ючерсна асоціація – Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association, NFA).

По-третє, зареєстровані клірингові агентства (registered clearing agencies): Boston Stock Exchange Clearing Corporation (BSECC), The Depository Trust Company (DTC), Fixed Income Clearing Corporation (FICC) і ін.

По-четверте, Рада з визначення правил муніципальних цінних паперів (Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB).

Національні фондові біржі виконують ринкову, комерційну та некомерційну (регулятивну) функції [8].

Зі створенням FINRA регулятивна функція бірж розділилася на [2, р. 30]:

- функцію з регулювання ринку;
- функцію з регулювання діяльності членів.

Національні фондові біржі передали свої функції з регулювання діяльності членів FINRA, залишивши за собою функції з регулювання ринків. Наприклад, крім ринкової функції, біржові саморегульовані організації NYSE, NYSE Arca і NYSE MKT несуть відповідальність за забезпечення власної відповідності правилам біржі та федеральному законодавству про цінні папери, а також за контроль та забезпечення відповідності котирувань компаній відповідним стандартам лістингу. Відповідні обов'язки й функції виконує NYSE Regulation – незалежна, некомерційна дочірня корпорація NYSE, створена з метою зміцнення ринкової цілісності та захисту інвесторів через поєднання міжфірмових угод про передавання й послуги з регулювання.

Послуги FINRA з регулювання містять оброблення заяв членів, реєстрацію, перевірку роз-

криття інформації, фінансовий та операційний нагляд, ринковий нагляд, іспити й аудит, розслідування дисциплінарних заходів, вирішення спорів і консультації з регулювання.

Бізнес-послуги FINRA містять пропозиції щодо розвитку, звіти про роботу, обговорення умов і реалізацію контрактів на надання послуг із регулювання, розвиток і моніторинг бюджетів, аналіз прибутку і збитків, управління клієнтськими контрактами, інвойсування клієнтів, контроль рівня обслуговування.

Таким чином, FINRA є варіантом моделі, нейтральної до ринку, гібридної саморегулюючої організації, яка обслуговує декілька самостійних бірж (ринкових саморегулюючих організацій), представленої в концепт-релізі про саморегулювання SEC у 2004 році [9].

Необхідність створення такої саморегулюючої організації та передання їй певних регулятивних функцій національних фондових бірж були викликані конфліктами між регулятивними функціями бірж із членами, з одного боку, ринковими операціями, котируваннями емітентами та акціонерами, з іншого.

Крім усунення конфлікту між регулятивною та іншими функціями, FINRA покликана усунути функції дублювання з регулювання, підвищити ефективність нормотворчості та перевірок [7]

Створення Системи автоматичного котирування (NASD Automated Quotation, Nasdaq) у 1971 році додало NASD подвійний статус. У 1996 році NASD була реорганізована, ставши головною холдинговою компанією Nasdaq і некомерційної корпорації NASD Regulation як дочірніх компаній. У 2006 році Nasdaq відокремилася від NASD, ставши національною фондовою біржею, а NASD (NASD Regulation) повернулася до формату 1939–1971 років. У 2007 році в результаті передавання NYSE Regulation частини своїх регулятивних функцій NASD була створена некомерційна корпорація FINRA.

Для виконання подвійної місії FINRA виконує таку діяльність кожен день [6].

По-перше, FINRA утримує від неналежної (неправомірної) поведінки, забезпечуючи дотримання правил. FINRA розробляє правила й нормативи та забезпечує дотримання для всіх брокерських фірм і брокерів США, перевіряє брокерів-дилерів на відповідність до правил саморегульованої організації, федеральним законам про цінні папери і правилам MSRB.

Усі брокери повинні бути ліцензованими та зареєстрованими у FINRA, повинні складати ква-

ліфікаційні іспити, а також забезпечувати безпервну освіту.

FINRA проводить стандартні перевірки й розслідування, засновані на скаргах інвесторів, підозрілій діяльності, перевіряє всю рекламу, брошури та веб-сайти брокерів (щороку понад 100 000), а також іншу інформацію для забезпечення її піднесення в чесній і збалансованій манері [4].

По-друге, FINRA дисциплінує порушників правил. Для цього в саморегульованій організації є експерти, технології та повноваження щодо накладення дисциплінарних стягнень – штрафів, тимчасового виключення.

У 2013 році FINRA застосувала 1 535 дисциплінарних заходів до зареєстрованих брокерів та фірм, зібрала штрафи на суму понад 65 млн. доларів і зажадала відшкодування збитків постраждалим інвесторам на суму понад 9,5 млн. доларів. FINRA передала 660 випадків шахрайства та інсайдерської торгівлі в SEC та інші відомства для судового розгляду. FINRA видалила 24 фірми з ринку цінних паперів, тимчасово виключила 670 брокерів і заборонила вести справи 429 брокерам.

Наприклад, FINRA заборонила вести справи брокеру з Флориди за невідповідні рекомендації його клієнтам, 31 гравцеві Національної футбольної ліги США інвестувати в неліквідні ризиковані цінні папери збанкрутілого казино в Алабамі. Клієнти втратили приблизно 43 млн. доларів.

FINRA виключила нью-йоркську фірму та заборонила її виконавчому директору вести справи на ринку цінних паперів за обман клірингової фірми й клієнтів. FINRA виявила, що фірма використовувала кошти та цінні папери клієнтів для покриття втрат, заподіяних внутрішньоденною торгівлею директора. Один із клієнтів втратив близько 400 000 доларів.

Після того, як FINRA виявила, що фірма і її власник обманним шляхом продали наївним пенсіонерам облігації, забезпечені іпотеками, FINRA наказала фірмі виплатити 1,6 млн. доларів клієнтам, наклала на неї штраф на суму 1 млн. доларів і заборонила двом її представникам вести справи на ринку цінних паперів.

По-третє, FINRA виявляє та запобігає правопорушенням на ринках США.

Кожен день FINRA стежить за майже 6 млрд. акцій, що торгуються на ринках цінних паперів США, використовуючи технології для виявлення потенційних зловживань. Використовуючи зібрані дані, FINRA виявляє інсайдерську торгівлю та будь-які стратегії, використовувані фірмами й індивідуумами для отримання нечесної переваги.

FINRA обробляє приблизно 6 терабайтів даних і до 30 млрд. угод кожен день. FINRA ділиться інформацією з іншими регуляторами для запобігання шкоди інвесторам.

По-четверте, FINRA навчає та інформує інвесторів, забезпечуючи їх інструментами й засобами, що допомагають їм приймати мудрі фінансові рішення.

По-п'яте, FINRA вирішує суперечки, пов'язані з цінними паперами. Для цього саморегульована організація керує найбільшим форумом, спеціально призначеним для вирішення суперечок між інвесторами, фірмами, провідними операції з цінними паперами та індивідуальними брокерами. Майже 100 відсотків суперечок припадають на форум.

Існує два типи клірингових агентств - третього виду саморегульованих організацій на ринку цінних паперів США:

- а) клірингова корпорація;
- б) депозитарій.

Про функції саморегулювання мало що відомо, адже вони істотно відрізняються від інших видів саморегульованих організацій.

Кліринговою корпорацією є будь-яка особа, яка [1]:

- а) виступає посередником в оплаті і (або) постачанні через обладнання з цінними паперами;
- б) надає кошти для порівняння даних щодо умов розрахунків у членських угодах з цінними паперами (settlements of securities transactions), щоб скоротити кількість розрахунків в угодах із цінними паперами або для розподілу обов'язків щодо розрахунків з цінних паперів (USC § 78c (a) (23) (A)).

Клірингові корпорації повідомляють учасників про обов'язки з поставки та оплати цінних паперів кожен день. Крім того, клірингова корпорація гарантує завершення всіх угод і виставляє себе як протилежна сторона обох сторін у будь-якій угоді. Клірингові корпорації готують інструкції для автоматизованих розрахунків за операціями.

Нині зареєстровано вісім клірингових корпорацій: Boston Stock Exchange Clearing Corporation (BSECC), Chicago Mercantile Exchange (CME), Fixed Income Clearing Corporation (FICC), ICE Clear Credit (ICC), ICE Clear Europe (ICEEU), National Securities Clearing Corporation (NSCC), The Options Clearing Corporation (OCC), Stock Clearing Corporation of Philadelphia (SCCP).

Депозитарій виступає зберігачем цінних паперів для своїх учасників. Фізичні цінні папери містяться в сховищах. Депозитарій веде облік приватних прав на цінні папери. Усі цінні папери

окремого класу або серії будь-якого емітента, віддані на зберігання, розглядаються як взаємозамінні та можуть передаватися, даватися в борг або закладатися через запис на рахунок без фізичної поставки сертифікатів цінних паперів.

Депозитарій дозволяє або полегшує розрахунки в угодах із цінними паперами, отримання позик під цінні папери або кредитування цінними паперами без фізичної поставки сертифікатів цінних паперів (USC § 78c (a) (23) (A)).

Клірингові корпорації зазвичай доручають депозитаріям здійснювати поставку цінних паперів. Крім того, депозитарії отримують указівки від учасників перемістити цінні папери з рахунку одного учасника на рахунок іншого безкоштовно або платно.

Головним депозитарієм є Депозитарна трастова компанія (The Depository Trust Company, DTC). Не є кліринговими агентствами Федеральний резервний банк, Федеральний банк із кредитування житлового будівництва, Федеральний земельний банк або, наприклад, Національна фондова біржа (USC § 78c (a) (23) (B)).

Правильною американською практикою є наявність декількох регуляторів для саморегульованих організацій, незалежних від головного регулятора

ринку SEC, що певною мірою дозволяє стримувати останнього.

Висновки. Підсумовуючи розгляд питань саморегулювання на американському ринку цінних паперів, можна зробити висновок, що система саморегулювання в США зародилася на біржовому ринку й розвивалася самостійно, не з ініціативи держави. Таким чином, федеральне законодавство про саморегулювання на ринку цінних паперів стало результатом, а не причиною виникнення відповідних організацій професійних учасників ринку, і багато перейняло з досвіду регулювання.

Згодом держава почала посилювати свій вплив на діяльність саморегулюючих організацій, зокрема через активне правове регулювання, наділяючи регулятора ринку цінних паперів SEC усе більшими повноваженнями щодо ініціювання та схвалення нормотворчості організацій. Законодавець зосередився на регулюванні діяльності самих організацій, а не на питаннях їх взаємодії з власниками цінних паперів та іншими клієнтами. Унаслідок такої політики спочатку приватні за своєю природою організації стали трансформуватися в квазідержавні, утрачаючи незалежність і свої унікальні властивості.

Список літератури:

1. Clearing Agencies. URL: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrclearing.shtml>.
2. Fein M.L. Securities Activities of Banks. 4th ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014. P. 3–33.
3. FINRA Regulatory Services. URL: <http://www.finra.org/Industry/RegulatoryServices/>.
4. FINRA. URL: <http://www.finra.org/AboutFINRA/>.
5. FINRA: What We Do. URL: <http://www.finra.org/AboutFINRA/WhatWeDo>.
6. Karmel R.S. Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations be Considered Government Agencies? (2008). Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 86. URL: <http://ssrn.com/abstract=1128329>. P. 27.
7. NYSE Regulation, Inc. URL: <https://www.nyse.com/regulation>.
8. SEC Concept Release Concerning Self-Regulation; Proposed Rule (December 8, 2004). URL: <http://3197d6d14b5f19f2f440->
9. Self-Regulatory Organization Rulemaking. URL: <http://www.sec.gov/rules/sro.shtml>
10. URL: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexchanges.shtml>

СОВРЕМЕННАЯ СИСТЕМА САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ США

Рынок ценных бумаг является важной составляющей любой рыночной экономики. Деятельность на этом рынке связана с высокими рисками, следовательно, выбор способа его регулирования, главной задачей которого должно быть обеспечение финансовой безопасности всех участников рынка ценных бумаг, является фундаментальным вопросом. В сложившейся ситуации важно обратиться к опыту США, где задолго существования саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг они успели перейти от отсутствия любого регулирования их деятельности со стороны государства и добровольности объединения к неравному партнерству с государством, к детальному законодательному регулированию их деятельности при обязательном характере членства. Кроме того, американские саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг отличаются видовым разнообразием. Автор в этой статье осуществляет анализ саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг США, характеризует их виды, деятельность и особенности реализации этого особого вида регулирования.

Ключевые слова: ценные бумаги, рынок ценных бумаг, саморегулируемые организации.

MODERN SYSTEM OF SELF-REGULATION IN THE US SECURITIES MARKET

The securities market is an important component of any market economy. Activity in this market is associated with high risks; therefore, the choice of the method of its regulation, whose main task is to ensure the financial security of all participants in the securities market, is a fundamental issue. In this situation, it is important to turn to the experience of the United States, where long before the existence of self-regulatory organizations on the securities market, they managed to pass from the absence of any regulation of their activities by the state and the voluntary association to unequal partnership with the state, to detailed legislative regulation of their activities with mandatory membership. In addition, American self-regulating organizations of professional participants in the securities market differ in species diversity. The author in this article analyzes self-regulatory organizations on the US securities market, characterizes their types, activities and specifics of implementing this particular type of regulation.

Key words: securities, securities market, self-regulating organizations.