

## Базові норми європейської системи регулювання біржових відносин та практика їх застосування в Україні

Орієнтація України на ведення бізнесу за європейськими стандартами актуалізує вивчення принципів побудови європейської системи біржових відносин з ціллю використання найкращих її елементів у створенні ефективної національної моделі. Стаття присвячена узагальненню базових норм європейської моделі регулювання ринку фінансових послуг та окресленню проблем, можливостей і практики застосування цих норм в процесі формування вітчизняної моделі регулювання ринку товарних деривативів. Проаналізовано функції базових інституцій у формуванні загальноєвропейської моделі регулювання ринків біржових інструментів та розкрито основні положення європейського законодавства з питань регулювання біржового ринку товарних деривативів. Виділено ключові принципи й нормотворчі постулати базових європейських законів, які здатні уніфікувати сферу регулювання біржового ринку фінансових інструментів. На думку автора, українські реалії регулювання біржового ринку вимагають розробки і прийняття Біржового кодексу, який би містив всі необхідні законодавчі норми, що покликані врегулювати всі сфери біржових відносин.

**Ключові слова:** європейська інтеграція, біржові відносини, європейське законодавство, регулювання ринків фінансових послуг, товарні деривативи.

О.В. СИДОРЕНКО

(Національний університет біоресурсів і природопользования, г. Киев, Украина)

## Базовые нормы европейской системы регулирования биржевых отношений и практика их использований в Украине

Ориентация Украины на ведение бизнеса по европейским стандартам актуализирует изучение принципов построения европейской системы биржевых отношений с целью использования лучших ее элементов в создании эффективной национальной модели. Статья посвящена обобщению базовых норм европейской модели регулирования рынка финансовых услуг и изучению проблем, возможностей и практики применения этих норм в процессе формирования отечественной модели регулирования рынка товарных деривативов. Проанализированы функции базовых институтов в формировании общеевропейской модели регулирования рынков биржевых инструментов и раскрыты основные положения европейского законодательства по вопросам регулирования биржевого рынка товарных деривативов. Выделены ключевые принципы и нормотворческие постулаты базовых европейских законов, которые способны унифицировать сферу регулирования биржевого рынка финансовых инструментов в Украине. По мнению автора, украинские реалии регулирования биржевого рынка требуют разработки и принятия Биржевого кодекса, который бы содержал все необходимые законодательные нормы, призванные регулировать все сферы биржевых отношений.

**Ключевые слова:** европейская интеграция, биржевые отношения, европейское законодательство, регулирование рынков финансовых услуг, товарные деривативы.

O.V.SYDORENKO

(National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine, Kyiv, Ukraine)

## Basic Rules of European Stock Relationships Regulation and Practice of Their Use in Ukraine

Orientation of Ukraine on business by European standards makes relevant the study of principles of constructing the European system of exchange relations with the aim of using the best of its elements to create an effective national model. This article is devoted to generalization of the basic rules of the European model of regulation

*of the financial services and outlining the challenges, opportunities and practice of these norms in the formation of national models of regulation of commodity derivatives' markets. Analyzed are the functions of basic institutions in the formation of European regulatory model of stock instruments' markets and described are the main provisions of European legislation on the regulation of commodity derivatives exchange market. Determined are key principles and standard-setting tenets of basic European laws, which are able to unify the scope of regulation of financial instruments exchange market. The author believes that the realities of Ukrainian stock market regulation require the development and adoption of the Exchange Code which would contain all the necessary legislative provisions that are intended to regulate all spheres of exchange relations.*

**Keywords:** *European integration, exchange relations, European legislation, regulation of financial services markets, commodity derivatives.*

**Постановка проблеми.** Формування ефективної системи регулювання ринку товарних деривативів в Україні важко досягти без вивчення відповідного світового досвіду та можливостей його застосування в національних умовах. Відтак в умовах орієнтації України на ведення бізнесу за європейськими стандартами актуальним є вивчення принципів побудови європейської системи біржових відносин з ціллю використання найкращих її елементів у створенні ефективної національної моделі.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням євроінтеграції та особливостям системи управління в ЄС присвячено багато праць як закордонних, так і вітчизняних науковців, зокрема Д. Алена, Г. Атаманчука, Я. Базилюка, К. Вінсенці, Й. Стігліца, Т. Вюртенбергера, Г. Граббе, Е. Мортена, М. Білоусова, А. Гальчинського, В. Горбуліна, І. Бураковського, Я. Жаліло та інших. Проблемам адаптації європейської моделі регулювання бухгалтерського обліку і звітності до реалій вітчизняного інституціонального середовища присвячені дослідження В.М. Жука, В.М. Метелиці. В рамках нашого дослідження окремо слід відмітити праці наступних авторів: А. Рот, А. Захаров, Я. Міркін, А. Берлач, В. Міщенко, С. Науменкова. Проте використання європейського досвіду у формуванні системи регулювання саме біржових товарних відносин в Україні є малодослідженим, адже більшість наукових пошуків проектується на фондовий ринок.

Тому **метою статті** є узагальнення базових норм європейської моделі регулювання ринку фінансових послуг та окреслення проблем, можливостей і практики застосування цих норм для формування вітчизняної моделі регулювання ринку товарних деривативів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Модель регулювання біржових відносин в країнах континентальної Європи концептуально відрізняється від подібних моделей інших регіонів світу. Найбільш типові представники – це Німеччина і Франція. Важливими характеристиками даної моделі є надання державі визначальної ролі у системі регулювання та уніфікація відповідних законодавчих норм країн - ЄС в рамках програми створення єдиного правового простору. Держава стає єдиним та неподільним суб'єктом влади, що проникає у всі економічні сфери.

Для порівняння, в англо-американській системі роль держави мінімальна. Вона практично не розглядається з позиції права як юридична особа або публічно-правова установа. Ключовим суб'єктами в

управлінні є уряд або визначені ним установи. Держава фактично розглядається як сукупність угод між членами суспільства з максимальною свободою їх дій.

В європейській моделі присутній детальний розподіл функцій між секторами державного управління. В результаті, система є багаторівневою та охоплює наднаціональний (загальноєвропейський), національний, регіональний (місцевий) рівні. Виходячи з цього, зростає кількість суб'єктів управління та ускладнюється його процес [11]. Хоча, як показує практика, на його ефективності та швидкості це майже не позначається. Мало того, зберігається багатовіковий запит на збереження демократичних принципів державного управління. Для загальноєвропейського рівня, як правило, характерним є зростання функцій законодавчої, виконавчої та судової влади між органами ЄС. Національному рівню притаманна координуюча модель державного регулювання з переходом до рівноправної співпраці із господарськими суб'єктами. На сучасному регіональному рівні європейського управління особливістю стало вливання структур регіонального рівня в європейську систему в національних межах та участь європейських регіонів в розвитку й формуванні політики та права ЄС.

Такі ж принципи загальної «європеїзації» використовуються і у створенні новітнього біржового законодавства. Вже на рубежі ХХ століття всі країни ЄС обрали для себе єдиний стратегічний напрямок розвитку біржових відносин – формування мегабірж з єдиними торговими майданчиками. Такий крок став відповіддю на почастішання фінансових криз та біржових крахів за останні роки.

Конкретним прикладом уніфікації правил функціонування біржової системи європейського простору є введення в дію Директиви ЄС «Про ринки фінансових інструментів» (*Markets in Financial Instruments Directive*, далі - MiFID), яка заклала основи створення єдиного ринку фінансових послуг та фінансових інструментів в ЄС. Вимоги MiFID поширюються на всі країни ЄС і країни Європейської економічної зони. Власне даною Директивою вводяться додаткові норми регулювання, які спрямовані на збільшення прозорості в наданні звітних документів при операціях із акціями та похідними інструментами.

Директива MiFID виступає законодавчим фундаментом, оскільки в ній закладено норми видачі державними органами ліцензій організаторам торгівлі фінансовими інструментами та ліцензування

посередників, які здійснюють біржову і позабіржову торгівлю фінансовими інструментами, допущеними до торгів на регульованих ринках. Значна увага у цьому документі приділяється категорійно-понятійному апарату, зокрема визначенню фінансових інструментів. Для цього до чинної версії та доповненої MiFID II, розроблено спеціальні додатки, в яких деталізуються всі аспекти ефективного функціонування біржового ринку деривативів.

До сфер впливу MiFID відносяться [10]: 1) моніторинг діяльності бірж та інших нерегульованих торгових інститутів; 2) забезпечення прозорості при укладенні угод із цінними паперами; 3) розширення діапазону інвестиційних послуг і продуктів, що вимагають ліцензування та контроль за їх обігом; 4) забезпечення можливостей здійснювати міжнародну діяльність через відкриття філіалів в інших країнах ЄС інвестиційними компаніями, які попередньо отримали дозволи від національних регуляторів; 5) внесення змін у свої операційні процедури інвестиційними фірмами, зокрема при ведення звітності по транзакціях і збереження інформації протягом п'яти років.

Методологія регулювання біржових відносин стосується переважно ринку фінансових інструментів (деривативів), які є основними біржовими інструментами європейського ринку. Норми регулювання, крім Директиви MiFID про ринки фінансових інструментів, закладені й у інші базові законодавчі акти: Положення про інфраструктуру ринку ЄС (*European Market Infrastructure Regulation*, далі – EMIR); Директива та Положення про зловживання на ринку (*Market Abuse Directive and Regulation*, MAD@MAR); Положення про чесність і прозорість енергетичних ринків (*Regulation on energy market integrity and transparency*, REMIT).

Особливе місце займає Положення про інфраструктуру ринку ЄС (EMIR) [12]. Даний нормативний акт є додатковим до Директив ЄС для країн-членів ЄС та країн, які бажають приєднатися до спільноти ЄС. Положення є зведенням усіх європейських нормативних документів про операції з похідними фінансовими інструментами, на чолі з Правилами Європейського Парламенту та Ради № 648/2012 про позабіржові похідні фінансові інструменти (деривативи), центральних контрагентів та торгових репозиторіях [17]. Норми Положення поширюються як на угоди з похідними фінансовими інструментами, так і на позабіржові контракти, повний перелік яких також зазначений у згаданій Директиві про ринки фінансових інструментів та її додатках. Серед основних зобов'язань покладених на EMIR, варто відмітити: надання звітів про угоди у торговий репозиторій (*Trade Repository*), централізований кліринг для позабіржових фінансових інструментів і виконання заходів щодо зниження ризиків.

Регулювання інсайдерської торгівлі та маніпулювання на ринку фінансових інструментів усіх типів забезпечуються окремо нормами

Директиви про зловживання на ринку (MAD) [13]. Крім неї, ЄС розробляє додаткові документи, які покликані внормувати спотову торгівлю, наприклад, Положення про зловживання на ринку (MAR). Подібне розширення норм Директив (MAD) стало необхідним для усунення перекосів на позабіржовому ринку, а також зупинки крос-ринкових маніпуляцій на спотовому ринку та ринку товарних деривативів (наприклад, з метою заборони використання незаконної стратегії різкого підвищення ціни на певний актив з метою його фізичного накопичення і створення його штучного дефіциту, а потім укладення строкового контракту на поставку вже дефіцитного товару).

З метою врегулювання проблем маніпуляцій на енергоринках в 2011 році Радою Міністрів ЄС було прийнято окреме Положення про чесність і прозорість енергетичних ринків. Даним Положенням забороняються будь-які зловживання (маніпуляції з цінними паперами та фінансовими інструментами) на оптовому ринку енергії [16]. Зокрема, передбачені наступні регулятивні заходи на ринку енергоресурсів: заборона операцій з цінними паперами, публікування інсайдерської інформації та заборона маніпуляцій; формування вищого регулятивного органу, що має контролювати оптові енергетичні ринки та його тісну співпрацю з національними органами регулювання; реєстрація учасників ринку національними регуляторами та передача їм повноважень в сфері розслідування та правозастосування норм покарання порушників тощо.

Важливим важелями регулювання біржової діяльності у країнах ЄС є використання Принципів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions*, далі - IOSCO), які ухвалюються членами цієї організації, включаючи й Україну. Дана організація, створена в 1983 році, є визнаним авторитетним органом в сфері регулювання ринків цінних паперів і глобальним інститутом законотворчості, охоплює регулюванням більше 95 % ринків цінних паперів у світі. Її членами є більше 120 регуляторів та 80 інших учасників ринків. Фундаментальними завданнями організації є розробка та втілення в життя міжнародних стандартів регулювання ринку цінних паперів та фінансових інструментів. Серед головних цілей IOSCO варто назвати розробку заходів захисту інвесторів та посилення довіри інвесторів до цілісності фондового ринку, розширення співпраці з усіма членами ринку з метою підвищення його прозорості та ефективності, забезпечення суворого дотримання стандартів і норм регулювання, нагляду за біржовою торгівлею та ін. Правовою підставою виконання поставлених цілей став оприлюднений комплексний збірник «Принципи регулювання і нагляду за ринками товарних деривативів» (далі – Принципи), яким закладаються основи регулювання біржової торгівлі фінансовими інструментами [15].

Всі вказані документи цілком розкривають європейські підходи до регулювання біржових ринків. Для України така міжнародна практика є

орієнтиром у формуванні власної системи регулювання. Зважаючи на політично визнаний та юридично закріплений євроінтеграційний вектор розвитку України, членство в IOSCO та інших європейських міжнародних організаціях, врахування європейських норм у створенні повноцінного правового поля в сфері регулювання біржових відносин вже перестає бути формальним, а набуває характер реального застосування.

Зокрема, в IOSCO Україна представлена Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку (далі – НКЦПФР). Відповідно до статуту організації, НКЦПФР зобов'язана сприяти та докласти усіх зусиль для гармонізації національного законодавства у відповідності з вимогами ЄС.

Додатковим зобов'язуючим фактором виступають й норми «Угоди про асоціацію з ЄС». Наприклад, згідно ст. 133 Угоди, Україна забезпечує поступове узгодження чинних своїх законів і майбутнього законодавства із законодавством ЄС. Всі директиви повинні бути впроваджені за певним графіком адаптації нормативних актів. Зокрема, імплементація положень MiFID та інших законодавчих актів щодо регулювання ринку фінансових послуг має відбутися протягом 4 років [7]. Після підписання економічної частини угоди Про асоціацію між Україною і ЄС, цей календар імплементації отримав повноцінну практичну реалізацію.

Україна робила неодноразові спроби створити повноцінну систему регулювання біржового ринку, в тому числі й товарних деривативів. Проте позитивного ефекту до цього часу не отримано. Недосконале, а інколи просто застаріле біржове законодавство не тільки не створює належних умов ведення біржової діяльності, а й фактично стримує розвиток цивілізованого біржового товарного ринку в країні. Вважаємо, що на шляху удосконалення сфери правового регулювання біржових відносин, має стати прийняття нових законів про функціонування ринків товарних деривативів, про створення єдиного регулятора біржового товарного ринку, про систему біржового клірингу та розрахунків на ринку товарних деривативів, про посередницьку діяльність, оновлення Закону України «Про товарні біржі» та внесення відповідних змін в інші нормативні акти.

Початкові кроки в цьому напрямку вже робляться. Зокрема Міністерством економічного розвитку і торгівлі України (далі – МЕРТ) було розроблено проекти Законів України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» та «Про товарний біржовий ринок» [8, 9]. У відповідь, як аналіз на відповідність пропонованих норм із нормами ЄС, міжнародною організацією USAID в рамках Програми розвитку фінансового сектору (FINREP II) була розроблена Концепція правового регулювання біржового товарного ринку [3, с. 6].

Базовими критеріями, які прокладені в основу проектів Законів стали намагання ввести регулятивні положення щодо сфери обігу товарних деривативів, їх класифікації, розрахунків за ними, а також впорядкувати розподіл повноважень між

регуляторами. Проте при аналізі запропонованих проектів виявлені протиріччя із нормами європейського законодавства. На принципових із них зупинимось окремо.

Зокрема, у проектних нормах чітко не прописується, чи відносяться товарні деривативи до фінансових інструментів, і що є поставними та розрахунковими товарними деривативами. Як наслідок, виникли розбіжності у нормах щодо регулювання системи розрахунків та клірингу за ними та визначення рівня делегування функцій щодо контролю та нагляду за цими процесами відповідним органам. Якщо слідувати проектам Законів, то регулюванням ринку поставних товарних деривативів має займатися МЕРТ, а безпоставними – НКЦПФР. Якщо ж орієнтуватись на норми MiFID (Секція С, Додаток 1, Директиви 2004/39/ЄС) [10], де товарні деривативи, визнаються фінансовими інструментами, то їх обіг варто підпорядковувати органам регулювання фінансових інструментів. Відповідно до рекомендацій FINREP II, в Україні цим може займатися НКЦПФР [3, с. 3]. Дана рекомендація не суперечить і Методології імплементації принципів IOSCO, виходячи з якої є логічним регулювати ринок товарних деривативів так само, як і ринок цінних паперів [14, с. 9].

Очевидно, що проявились різні підходи щодо визначення конкретного органу, на який буде повною мірою покладено функції регулювання ринку товарних деривативів: європейське законодавство рекомендує делегувати ці повноваження органу, який регулює ринок фінансових послуг; проект українського Закону про товарний біржовий ринок розділяє ці функції між двома регуляторами – спеціалізованим на ринку цінних паперів та виконавчим органом влади.

З огляду на те, що Україна має значний потенціал розвитку ринку сільськогосподарської продукції, що обов'язково відобразиться на зростанні біржового ринку, - та обґрунтовані амбіції національного ринку в сфері завоювання лідируючих позицій в світі як постачальника агропродукції, зумовлюють необхідність побудови сильної та збалансованої його системи регулювання. Тому, вважаємо, що в Україні потрібно створювати окремий самостійний єдиний державний орган регулювання біржовим товарним ринком (наприклад, Національну комісію з регулювання ф'ючерсного ринку), на який варто покласти виконання функцій регулювання як обігу біржових товарних деривативів, так і позабіржових інструментів, з вилученням функції нагляду над ринком від інших органів виконавчої влади. Основними завданнями, які мають при цьому вирішуватись, це зниження «зарегульованості» сучасного товарного ринку, впорядкування усієї інфраструктури біржового регулювання, а отже забезпечення формування збалансованої системи управління ринком товарних деривативів й захист від надмірного входження на нього фінансового спекулятивного капіталу.

Створення окремого регулятора на ринку товарних деривативів не суперечить при цьому нормам законодавства ЄС, зокрема Директивам MiFID та Положенню про інфраструктуру ринку. Наприклад, за протоколом ЄС, країни-члени мають певну свободу дій щодо способу приведення свого законодавства до Директив ЄС [3]. Тому рекомендація щодо передачі функцій регулювання ринком товарних деривативів НКЦПФР може бути відхилена. Однак, у разі ухвалення Положень на рівні всього ЄС, країни-члени втрачають таку свободу дій і ці Положення автоматично стають частиною їх законодавства.

Оцінюючи норми регулювання зловживаннями на ринку товарних деривативів, слід відмітити, що проект Закону «Про товарний біржовий ринок» не містить таких норм, які б могли протидіяти інсайдерській торгівлі та маніпулюванню на вітчизняному біржовому ринку. У ст. 19 проекту цього Закону називається лише перелік інсайдерської інформації, без розшифрування, яку саме інформацію можна віднести до того чи іншого виду. Тому цей пункт потребує доопрацювання, як мінімум до рівня вищевказаних Директив MAD та Положення MAR. Найоптимальніше, на нашу думку, було б прийняти окремий нормативний акт «Про біржову інсайдерську інформацію», який би чітко давав би визначення інсайдерству, інсайдерам та засобам боротьби із цим явищем на біржовому ринку.

**Висновки.** Підсумовуючи, варто відмітити, що базові норми європейського біржового законодавства знаходять активне застосування у побудові вітчизняного правового поля сфері регулювання біржових товарних відносин. При цьому сучасні українські реалії біржового ринку характеризуються розпороченістю функцій регулювання між більше як півдесятком державних органів. Звичайно, прийняття за основу розглянутих в статті проектів Законів частково вирішує проблему засилля цих регуляторів та полегшить шлях впровадження в обіг товарних деривативів й супутніх для їх обігу послуг. Однак, щоб уникнути прийняття великої кількості нормативних актів в сфері регулювання біржових відносин, які конче необхідні для стимулювання розвитку біржового товарного ринку деривативів в країні, на наш погляд, доцільно розробити Біржовий кодекс. Даний документ має акумулювати у собі всі необхідні законодавчі норми, покликани врегулювати всі сфери біржових відносин (укладення угод, кліринг та розрахунки за ними, посередництво, боротьба з маніпуляціями на ринку, ціноутворення тощо).

#### 4 Список використаних джерел

1. Жук В.М. Інституціональний підхід до розв'язання проблем бухгалтерського обліку в Україні / В.М. Жук // Фінанси України. - 2009. - № 7. - С. 100-113.

2. Жук В.М. Розвиток регулювання бухгалтерського обліку в Україні / В.М. Жук // Агросвіт. - 2010. - № 16. - С. 29-32.

3. Концепція правового регулювання товарного біржового ринку / Програма розвитку фінансового сектору USAID/FINREP-II від 30.10.2013 року. - Союз бірж України, 2013. - 15 с.

4. Міщенко В.І. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн: [навч. посібник] / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова - К.: Центр наукових досліджень НБУ, Університет банківської справи НБУ. - 2010. - 170 с.

5. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт: [уч. пособие] / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин, Р. Бернард, П. Боренбойм, Б. Борн. - М.: Юридический дом «Юстицинформ». - 411 с.

6. Програма розвитку фінансового сектору [Електронний ресурс] / Офіційний сайт USAID Україна. - Режим доступу: [http://www.finrep.kiev.ua/index\\_ua.php](http://www.finrep.kiev.ua/index_ua.php).

7. Проект Закону України «Про товарний біржовий ринок» від 11 червня 2013 року» [Електронний ресурс] / Сайт ТБ «Перспектива-Коммодіті». - Режим доступу: <http://e-commodity.fbp.com.ua/Search.aspx>.

8. Проект Закону України «Про похідні фінансові документи» від 14 червня 2013 р. [Електронний ресурс] / Сайт Асоціації «Фондове партнерство». - Режим доступу: [http://www.afp.org.ua/ua/laws/projects/?documents\\_start=15](http://www.afp.org.ua/ua/laws/projects/?documents_start=15).

9. Проект Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та ЄС і його державами-членами, з іншої сторони [Електронний ресурс] / Урядовий веб-портал. - Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua>.

10. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments [Electronic resource]. - Mode of access: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0039>.

11. European governance - Preparatory work for the White Paper. - Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2002. - 412 p. - p. 289-293

12. European Market Infrastructure Regulation (EMIR) [Electronic resource]. - Mode of access: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm).

13. Market Abuse Directive (MAD) [Electronic resource]. - Mode of access: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm).

14. Methodology for assessing implementation of the IOSCO objectives and principles of securities regulation [Electronic resource]. - Mode of access: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD266.pdf>.

15. Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets [Electronic resource]. - Mode of access: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

16. Regulation (EU) № 1227/2011 of the European Parliament and of the council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency [Electronic resource]. - Mode of access: <http://eur-lex.europa.eu>.

17. Regulation (EU) 648/2012 of the European Parliament and of the council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories [Electronic resource]. - Mode of access: <http://eur-lex.europa.eu>.