THE
WORLD
BANK

USAID | UKRAINE
FROM THE AMERICAN PEOPLE

Неофіційний переклад

Остаточний проект

Світовий банк USAID/Україна

Розвиток фондового ринку і небанківських фінансових інститутів в Україні: ключові перешкоди і пріоритетні напрямки подальшого реформування

Офіційна позиція Світового банку і Місії USAID

10-й Міжнародний форум учасників фондового ринку,
Алушта, Крим, 21 вересня 2007 року

Зміст

РЕЗЮМЕ 4

I. ПЕРЕДІСТОРІЯ 6

II. ОБГРУНТУВАННЯ 8

III. КЛЮЧОВІ ПЕРЕШКОДИ У РОЗВИТКУ
І ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМКИ РЕФОРМУВАННЯ 8

III.1. Посилення регулювання та нагляду за ринком 9

(i) Надання регуляторам права відслідковувати історію діяльності і перевіряти осіб, які мають повний контроль (ultimate controllers) в учасниках фондового ринку і НФІ 9

(ii) Зміцнення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) 10

(iii) Зміцнення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг в Україні (Держфінпослуг) 11

III.2. Удосконалення стратегії управління державним боргом та стратегії розвитку ринку боргових зобов'язань 12

III.3. Розвиток ринку муніципальних запозичень 13

III.4. Розвиток ринку акцій 15

III.5. Розвиток ринку цінних паперів, забезпечених активами 15

III.6. Зміцнення інфраструктури фондового ринку 16

III.7. Розвиток інвестиційних фондів 19

III.8. Розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення 20

III.9. Розвиток страхового сектора 22

IV: З рекомендацій щодо дій: План заходів з реформування 24

ДОДАТОК I: Пріоритетні напрями реформування: Таблиця 25

ПЕРЕЛІК СКОРОЧЕНЬ В ТЕКСТІ

AFSP	Проект Світового Банку "Доступ до фінансових послуг з кредитування"
ПКС	Підприємства комунальної сфери
DVP	Поставка проти платежу
ЄС	Європейський союз
FIRST	Програма Світового банку з реформування і зміцнення фінансового сектору
FOP	Без зустрічної оплати/поставки
Держфінпослуг	Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг
G-30	Група тридцяти
ВВП	Внутрішній валовий продукт
МСФЗ	Міжнародні стандарти фінансової звітності
ICI	Інститути спільного інвестування (подібні до взаємних фондів)
АТ	Акціонерне товариство
Закон про АТ	Закон про акціонерні товариства
МФС	Депозитарна і розрахунково-клірингова організація, "Міжрегіональний фондовий союз"
Мінфін	Міністерство фінансів
НФІ	Небанківська фінансова установа
НБУ	Національний банк України
НДУ	Національний депозитарій України
НПФ	Недержавний пенсійний фонд
OTC	Позабіржовий ринок
ПД	Первинні дилери
ПФТС	Фондова біржа ПФТС (Перша Фондова Торговельна Система)
PTAP	Програма партнерства з технічної допомоги
Репо	Угоди про повторний викуп
ROSC	Звіт про дотримання вимог стандартів і кодексів
ДІУ	Державна іпотечна установа
ОСВ	Органи місцевого самоврядування
SPV	Спеціальна юридична особа
ДКЦПФР	Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку
USAID	Агентство США з міжнародному розвитку

Резюме

- Протягом кількох останніх років український фондовий ринок і небанківські фінансові інститути (НФІ) розвиваються дуже швидко, однак розвиток ключових сегментів ринку досить нерівномірний. Низька ліквідність ринку і високий ступінь фрагментованості ринку спричинюють неефективну систему ціноутворення. Внаслідок цього оцінка вартості цінних паперів є досить проблематичною для інституційних інвесторів. Такі проблеми обмежують подальший розвиток ринку і створюють значні ризики для інвесторів.

- Розвиток добре регульованого, широкого, глибокого і прозорого фондового ринку, а також здорового і диверсифікованого сектору НФІ в Україні має надзвичайно важливу роль для підтримання швидких темпів зростання на середньострокову перспективу і забезпечення успішної інтеграції країни до єдиного фінансового ринку Європейського Союзу (ЄС). Особливо важливим є розвиток політично незалежних і фінансово самостійних регулятора фондового ринкіу і регулятора НФІ з дотриманням міжнародних стандартів – так вони зможуть здобути взаємне визнання регуляторів країн-членів ЄС, що є складовою процесу вступу до ЄС. Необхідно буде також створити належні умови для успішного запровадження другого рівня пенсійної системи.

- Розвиток українських фондового ринку і сектора НФІ стримується за рахунок основних перешкод, на які слід буде звернути увагу у процесі реформування широкого кола основних напрямків діяльності:

  – *По-перше,* органам влади слід розглянути перспективу зміцнення системи державного регулювання і нагляду. Ключовими є наступні заходи
    (i) наділення регуляторів належними повноваженнями для відслідковування осіб, які мають повний контроль над НФІ, і учасниками фондового ринку та перевіряти фінансову і господарську діяльність таких осіб, а також щодо судимості усіх таких осіб;
    (ii) відокремлення регуляторів від виконавчої влади і перетворення їх у спеціалізовані органи зі статусом, аналогічним до статусу Національного банку України (НБУ), або, як альтернатива, інтегрування їх у НБУ; а також
    (iii) запровадження багаторічної програми двосторонньої співпраці з регуляторами фондового ринку європейських країн за підтримки багатосторонніх і двосторонніх донорів.

  – *По-друге,* органам влади слід розглянути можливість складання і виконання стратегії і плану заходів для удосконалення управління державним боргом і розвитку ринку боргових зобов'язань. Виконання плану заходів могли б також підтримати багатосторонні і двосторонні донори.

  – *По-третє,* органам влади слід розглянути можливість проведення комплексної реформи нормативно-регуляторної бази, що регулює ринок муніципальних облігацій, звертаючи особливу увагу на
    (i) збільшення фінансової автономії місцевих органів самоврядування (ОСВ),
    (ii) усунення недоліків нормативно-регуляторної бази кредитування ОСВ,
    (iii) усунення недоліків у системі ринкового стимулювання,
    (iv) покрашення прозорості ринку,
    (v) визначення нормативно-правової бази у випадках банкрутства, а також
    (vi) жорсткий моніторинг кредитування банками пов'язаних з ними ОСВ.

  – *По-четверте,* органам влади варто розглянути можливість підтримки розвитку ринку акцій через прийняття Закону про акціонерні товариства (Закону про АТ) і

пов'язаних з ним нормативних актів, а особливо необхідно забезпечити ефективне розкриття інформації щодо осіб, що контролюють компанії, що знаходяться в лістингу, ефективний захист прав міноритарних акціонерів, удосконалення системи розкриття фінансової інформації, і посилення ролі та відповідальності наглядової ради і правління.

– *По-п'яте,* органам влади слід розглянути перспективу розвитку цінних паперів, забезпечених активами, зокрема переглянути положення НБУ щодо управління ризиками іпотечних кредитів, деномінованих в іноземній валюті, та підвищити вимоги до коефіцієнту іпотечного покриття (loan-to-value, LTV) для банків, ухвалити доповнення до законодавства щодо іпотечних облігацій, приватизувати Державну іпотечну установу (ДІУ) і встановити тарифи на державні гарантії облігацій ДІУ на рівні ринкових, а також прийняти Закон про секуритизацію;

– *По-шосте,* органам влади слід розглянути перспективу зміцнення інфраструктури фондового ринку. Зокрема, особливу увагу слід звернути на таке
  (i) зробити жорсткішими вимоги щодо розкриття інформації емітентами, чиї цінні папери знаходяться в першому рівні лістингу на біржі ПФТС;
  (ii) вимагати, аби всі фондові біржі створили незалежні департаменти з нагляду за дотриманням вимог (compliance departments), підзвітні наглядовій раді;
  (iii) провести повторне ліцензування всіх торгових майданчиків, які не відповідають мінімальним вимогам щодо обсягів торгівлі; а також
  (iv) вимагати, аби ПФТС отримувала в електронному вигляді звіт про всі позабіржові операції.

Для удосконалення системи клірингу і розрахунків слід вдатися до таких заходів:
  (i) прийняти законодавство про багатосторонній взаємозалік, центральний депозитарій цінних паперів і процедури отримання і надання цінних паперів в позику,
  (ii) прийняти законодавство про заборону будь-яким юридичним або фізичним особам придбавати (прямо чи опосередковано) понад 5% акцій будь-якої розрахунково-клірингової установи, і дозволити депозитарію МФС відкривати кореспондентські рахунки у закордонних депозитаріях.

Окрім того, слід модернізувати систему реєстраторів і зберігачів, удосконалити систему бухгалтерського обліку і аудиту, прийняти положення про оцінку цінних паперів, що торгуються рідко, і спростити контроль НБУ і уряду над операціями з іноземними валютами, які проводять учасники фондового ринку.

– *По-сьоме,* необхідно підтримати розвиток інвестиційних фондів, переглянувши Закон про інститути спільного інвестування (ICI), аби дозволити створювати інвестиційні фонди з субфондами (investment funds with compartments) і фонди, що інвестують в інші фонди (fund of funds), а також дозволити роздрібним інвесторам брати участь у пайових інвестиційних фондах (unit investments trusts), розробити регуляторну базу для здійснення нагляду за ICI на основі оцінки ризиків, здійснювати нагляд за корпоративним управлінням в ICI, і провести повне повторне ліцензування інвестиційних фондів на ринку, зосереджуючись на інформації про осіб, які мають повний контроль в інвестиційних фондах, і отриманні та перевірці всіх даних про них.

– *По-восьме,* слід підтримати розвиток добровільних недержавних пенсійних фондів (НПФ), розробивши регуляторну базу для нагляду за НПФ на основі оцінки ризиків, здійснювати нагляд за корпоративним управлінням в НПФ, а також провести повне

повторне ліцензування НПФ, зосереджуючись на інформації про осіб, які мають повний контроль над НПФ, і отриманні та перевірці всіх даних про них.

- *По-дев'яте,* необхідно створити належні умови на ринку капіталу для успішного запровадження другого рівня пенсійної системи, зокрема
  (i) провести детальну оцінку переваг, витрат і ризиків альтернативних стратегій фінансування витрат на перехід до другого рівня;
  (ii) удосконалити систему управління другим рівнем пенсійної системи для того, аби забезпечити пріоритетність технічних чинників при виборі компанії, керуючої активами, і визначенні нею інвестиційної політики, під наглядом Держфінпослуг;
  (iii) провести реформи, необхідні для забезпечення політичної незалежності регуляторів, як зазначено вище;
  (iv) провести реформи, необхідні для зміцнення ринкової інфраструктури, як зазначено вище;
  (v) визначити чіткі обмеження на використання активів пенсійних фондів і прозору структуру стимулів для залучення міжнародних керуючих активами; а також
  (vi) запровадити комплексну стратегію і робочий план для розвитку ринку державних боргових зобов'язань, як зазначалося вище; а також

- *По-десяте,* підтримати розвиток сектору страхування завдяки перегляду нормативно-регуляторної бази страхування;

  провести повне повторне ліцензування страхових компаній, зосереджуючись на інформації про осіб, які мають повний контроль над компаніями, і отриманні та перевірці всіх даних про них;

  провести ґрунтовну реформу системи оподаткування страхових компаній, які не займаються страхуванням життя;

  вдатися до проведення політики перестрахування, що регулюється пруденційними правилами, вимогами до корпоративного управління і наглядом;

  а також переглянути Закон про недержавне пенсійне забезпечення, аби дозволити повну конкуренцію між всіма інститутами договірних заощаджень (contractual savings institutions), яка повинна регулюватись належними заходами безпеки.

- Виконання цієї програми реформ вимагатиме зваженого визначення пріоритетів і планування відповідних заходів у коротко, середньо і довготерміновій перспективах. У додатку № 1 цього документа запропонований можливий план заходів для виконання цієї програми реформування (див. далі). Місія USAID і Світовий банк готові надати Урядові України допомогу в складанні і реалізації програми запропонованих реформ та плану заходів за підтримки, зокрема, Позик на розвиток, запропонованого Програмного Партнерства з Технічної Допомоги (PTAP), Проекту Світового Банку "Доступ до фінансових послуг з кредитування" (AFSP), проектів місії USAID, а саме Проекту "Розвиток ринків капіталу" та Проекту "Ініціатива сприяння кредитуванню", Центру комерційного права, а також можливих додаткових грантів з технічної допомоги за Програмою реформування і зміцнення фінансового сектору (FIRST) під керівництвом Світового банку.

I: Передісторія

1. Протягом кількох останніх років український фондовий ринок і небанківські фінансові інститути (НФІ) розвиваються дуже швидко, незважаючи на низьку стартову позицію. Капіталізація фондових ринків зросла з 6% ВВП у 2000 році до 42% у 2006. Обсяг нових

випусків корпоративних облігацій зріс від майже нуля у 2000 році до 4% ВВП у 2006 році. Кількість інститутів спільного інвестування (ІСІ) збільшилася з 29 в 2003 році до 519 у 2006. Вартість чистих активів під управлінням ІСІ у 2006 році становила 14 мільярдів гривень, 90% з яких припадали на венчурні фонди. Серед невенчурних фондів – переважно закриті, недиверсифіковані корпоративні фонди. Нині функціонують 79 недержавних пенсійних фондів (НПФ) – у 2006 році загальна вартість активів в їх управлінні склала 137 мільйонів гривень. Кількість страхових компаній зросла з 283 у 2000 році до 411 у 2006, а обсяг страхових премій збільшився з 1,3% ВВП до понад 2,5% ВВП за відповідний період.

2. Однак розвиток ринку досить нерівномірний – основні його сегменти залишаються на низькому рівні розвитку. Ліквідність фондового ринку низька (близько 5,5% ВВП), досі з високою концентрацією на цінних паперах лише кількох емітентів, причому понад 50% обсягу угод на біржі ПФТС припадає на десять найбільших компаній-торгівців. Випуск державних облігацій досить нерегулярний, а загальна вартість державних облігацій в обігу постійно скорочується, з 6% ВВП 2000 року до 1,5% ВВП у 2006 році. Вторинного ринку державних облігацій не існує, відсутня також і надійна крива дохідності цих облігацій. Випуск облігацій місцевих позик залишається дуже обмеженим – на рівні 0,5% ВВП щорічно. Перший випуск іпотечних облігацій відбувся у 2006 році. Ринку забезпечених активами цінних паперів і деривативів не існує. На ринку страхування домінують схеми оптимізації податків, а частка традиційного страхування у порівняно до загального обсягу страхових внесків у 2006 році становила тільки приблизно 30%.

3. Окрім того, фондовий ринок є дуже фрагментованим. Існують 10 фондових бірж і торгово-інформаційних систем, але найбільша діяльність зосереджується тільки на одній біржі.. Найбільшим організованим ринком є біржа ПФТС, яка почала функціонувати як інформаційна система у 1997 році і на яку припадає 96% угод на організованих ринках. Обсяги угод на біржі подвоїлися з 2003 року і сягнули позначки 27 мільярдів гривень у 2006 році. Кількість компаній, чиї акції торгуються на ПФТС, перевищує середній відповідний показник на Європейських біржах, і вже сягнула 300 компаній, а капіталізація ринку у 2006 році була 223 мільярди гривень. Технології ПФТС дозволяють обслуговувати як ринок котирувань, так і ринок заявок. Однак принцип поставки проти платежу (DVP) практично не застосовується, а майже всі операції проводяться без зустрічної оплати/поставки (FOP), в той час як грошові розрахунки по угодах здійснюються поза межами організованих ринків. Решта угод здійснюються на позабіржовому ринку (OTC), так що учасники ринку не отримують жодної інформації про них. За оцінками 2006 року на організованому ринку було здійснено тільки 6% угод. Кліринг і розрахунки за недержавними цінними паперами з 1998 року здійснює депозитарій МФС. МФС є неприбутковою організацією, власниками якої є її учасники. За організаційною формою МФС є акціонерним товариством, акціями якого володіють близько 90 акціонерів. На 2006 рік вартість акцій, зареєстрованих на МФС, складала 126 мільярдів гривень. У 1999 році урядом України засновано акціонерне товариство Національний депозитарій України (НДУ), 86% статутного капіталу якого належить державі, а 14% – приватним власникам. У 2006 році регулятор видав НДУ ліцензію депозитарію. Обсяг цінних паперів, зареєстрованих на НДУ, незначний. На більшість цінних паперів облік прав власності ведеться реєстраторами у документарній формі. Наприкінець 2006 року в Україні функціонували 354 незалежних реєстратори, а також понад 700 реєстраторів у складі акціонерних товариств. Досить небагато реєстраторів вважаються учасниками ринку справді незалежними.

4. Незначний обсяг цінних паперів у вільному обігу (free float), спричинений неадекватними приватизаційними стратегіями і суперечливим корпоративним і валютним законодавством, вилився у низьку ліквідність ринку і неефективне ціноутворення (price discovery), через що оцінка вартості українських цінних паперів є досить проблематичною для інституційних інвесторів. Такі проблеми обмежують подальший розвиток ринку і створюють значні ризики для інвесторів.

II: Обґрунтування

5. Розвиток добре регульованого, широкого, глибокого і прозорого фондового ринку, а також здорового і диверсифікованого сектору НФІ в Україні має надзвичайно важливу роль для підтримання швидких темпів зростання на середньотермінову перспективу, зокрема для досягнення таких цілей:

- Дати банкам можливість ефективно управляти ризиками за рахунок застосування широкого вибору інструментів хеджування і секуритизації;
- Розширити доступ уряду до фінансування для інвестицій у національну інфраструктуру;
- Розширити доступ органів місцевого самоврядування та їх корпорацій до фінансування для інвестицій у місцеву інфраструктуру;
- Розширити доступ до фінансування підприємств, зокрема малого та середнього бізнесу;
- Розширити доступ домогосподарств до фінансування на будівництво житла;
- Закласти підґрунтя для успішного впровадження недержавного пенсійного забезпечення, зокрема загальнообов'язкового другого рівня пенсійної системи; а також
- Забезпечити доступ домогосподарств і підприємств до широкого асортименту страхових послуг.

6. У довготерміновій перспективі розвиток сильного фондового ринку і сектору НФІ грає вирішальну роль у забезпеченні успішної інтеграції України до єдиного фінансового ринку Європейського Союзу (ЄС). Особливо важливим є розвиток регуляторів фондового ринку і НФІ з дотриманням міжнародних стандартів – так вони зможуть здобути взаємне визнання регуляторів країн-членів ЄС, що є складовою процесу вступу до ЄС.

7. Завданням цього документу є аналіз ключових перешкод для розвитку фондового ринку України, окреслення пріоритетних напрямків діяльності та інституційних реформ для усунення таких перешкод, а також складання плану розвитку для державних установ, які реалізуватимуть запропоновані реформи, вдаючись до продуманих коротко, середньо і довготермінових заходів. В документі зазначені ті напрямки, в яких державі вже надається багатостороння і двостороння донорська допомога, а також сфери, в яких така допомога може бути корисною у майбутньому.

8. Таким чином цей документ покликаний допомогти органам влади у їх роботі, спрямованій на розвиток сильного фондового ринку, який сприяв би стабільності фінансового сектору; розширення джерел фінансування центральних органів виконавчої влади та органів місцевого самоврядування, підприємств і домогосподарств; диверсифікацію національних активів, доступних інституційним та роздрібним інвесторам; та сприяти майбутній інтеграції українського фінансового сектору до єдиного фінансового ринку ЄС. Особливу увагу в документі приділено зусиллям представників влади створити умови на фондовому ринку, необхідні для успішного впровадження другого рівня пенсійної системи, яка є частиною реформи пенсійної системи у країні.

III: Ключові перешкоди у розвитку і пріоритетні напрямки реформування

9. Розвиток українського фондового ринку і сектора НФІ стримується за рахунок основних перешкод, на які слід буде звернути увагу у процесі реформування широкого кола основних

напрямків діяльності. У цьому розділі описані такі перешкоди і визначені пріоритетні напрямки реформування.

III.1. Посилення регулювання та нагляду за ринком

10. Система регулювання і нагляду на фондовому ринку і у секторі НФІ має значні недоліки. Саме на них слід звернути увагу в першу чергу, аби зменшити ризики на ринку, що розвивається, і водночас закласти підґрунтя для подальшого його стійкого розвитку. Основні перешкоди і рекомендації перелічені далі.

(i) Надання регуляторам права відслідковувати історію діяльності і перевіряти осіб, які мають повний контроль (ultimate controllers) в учасниках фондового ринку і НФІ

11. Чинне законодавство не наділяє регуляторів фондового ринку і НФІ повноваженнями, завдяки яким вони могли б визначати осіб, які мають повний контроль в учасниках фондового ринку і НФІ і отримувати кримінальні, економічні і фінансові дані щодо таких осіб. Не маючи можливості збирати повну інформацію про учасників фондового ринку і НФІ, регулятори не можуть запобігати потраплянню на ринок порушників нормативних, економічних і фінансових стандартів; забезпечувати відповідність учасників ринку вимогам щодо капіталу і платоспроможності, а також ефективно контролювати незаконні ринкові операції як, наприклад, використання свого положення з метою набуття вигоди і інсайдерська торгівля. В результаті вищезазначеного, участь в українському ринку капіталів містить значний фактор фінансових і операційних ризиків, а також ризиків стосовно репутації.

12. Проект поправок до Закону України "Про Фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг" ("Проект поправок"), який існує сьогодні, не вирішує цієї проблеми з трьох причин. *По-перше*, є сумніви щодо того, чи цей Проект поправок наділяє регуляторів правом відслідковувати діяльність осіб, які мають повний контроль над компанією через цілу низку контрольованих ними юридичних осіб. *По-друге,* Проект поправок поширюється тільки на тих осіб, які придбавають фінансову установу або збільшують частку своєї власності у фінансовій установі після набуття Поправками чинності. Однак він не охоплює нинішніх осіб, які мають повний контроль над фінансовими установами. І, *по-третє,* Проект поправок містить вузьке визначення щодо осіб, які мають повний контроль, тобто обмежує їх коло тільки до членів родини.

13. Аби вирішити ці питання, органам влади слід вдатися до таких кроків:

- Переглянути "Проект поправок", аби переконатися, що

  (i) вони наділяють регуляторів належними повноваженнями для відслідковування діяльності осіб, які мають повний контроль над компанією, прослідковуючи всю низку контролю;

  (ii) вони дозволяють регуляторам отримувати інформацію щодо фінансової і господарської діяльності осіб, які мають повний контроль над компанією, а також щодо судимості усіх таких осіб від усіх відповідних міністерств, державних правоохоронних органів і служби безпеки; а також

  (iii) містять достатньо широке, згідно з міжнародними стандартами, визначення кола осіб, що контролюють компанію, до якого належать директори компанії і всі особи (фізичні чи юридичні), які здійснюють прямий чи опосередкований контроль за діяльністю компанії.

- Вимагати, щоб регулятори уклали з відповідними закордонними органами Меморандуми про взаєморозуміння стосовно обміну інформацією про фінансову і економічну діяльність та кримінальними даними.

(ii) Зміцнення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР)

14. Як колегіальному органові центральної виконавчої влади, ДКЦПФР бракує операційної незалежності, що означає, що в її діяльності присутнє політичне і економічне втручання. Вона залежить від фінансування з державного бюджету і їй дуже бракує потрібних ресурсів. ДКЦПФР не вистачає кваліфікованого персоналу, особливо на рівні старшого керівництва, а системи Комісії автоматизовані тільки частково. Члени Комісії і її персонал не мають належного юридичного захисту, коли добросовісно виконують свої службові повноваження. Нагляд Комісії обмежується переглядом регулярної звітності, яку подають учасники ринку, а її персонал надто нечисленний, аби забезпечити ефективний моніторинг і нагляд за великою кількістю регульованих компаній. Комісія не має розроблених інструментів оперативного реагування на помилки торгівців, аби забезпечити належний захист клієнтських коштів або обмежити потенційну шкоду для ринку. Нагляд ДКЦПФР за біржами є обмеженим, а також немає можливості провадити моніторинг трансакцій на позабіржовому ринку. Комісія має обмежені повноваження щодо проведення розслідувань і правозастосування. Розслідування і правозастосування щодо порушень законодавства про цінні папери, в яких звинувачують регульованих чи будь-яких інших осіб, виконуються на розсуд державних правоохоронних органів, для яких, ймовірно, вони не є першочерговими.

15. Аби вирішити це питання, органам влади слід провести комплексну реформу в ДКЦПФР, звертаючи особливу увагу на такі заходи:

- Посилити політичну незалежність і фінансову автономність ДКЦПФР завдяки перетворенню її на спеціалізований орган, окремий від центрального виконавчого органу, і наданню їй статусу, подібного до Національного Банку України. Іншим варіантом рішення є приєднання до НБУ;

- В разі вибору першого варіанту, дозволити ДКЦПФР залишати собі кошти, що надходять від учасників ринку, і переносити невикористані суми у бюджет наступного року за умови, що інформація про її бюджет розкривається у належному обсязі, а рахунки Комісії перевіряються визнаними зовнішніми міжнародними аудиторами; дозволити ДКЦПФР встановлювати заробітну плату для свого персоналу та інші доплати на рівні оплати праці у приватному секторі і вносити відповідні зміни в їх розмір в залежності від змін на ринку; а також наділити персонал ДКЦПФР таким же імунітетом, який має персонал НБУ;

- В разі надання Комісії автономії і незалежності як спеціалізованому органу, скасувати вимогу, згідно з якою нормативні акти, видані ДКЦПФР мають бути погоджені з Державним комітетом з питань регуляторної політики і підприємництва, як у випадку з НБУ.

16. Одночасно з цими заходами ДКЦПФР може розглянути багаторічну програму двосторонньої співпраці з регулятором фондового ринку будь-якої європейської країни за підтримки багатосторонніх і двосторонніх донорів. Мета такої програми полягала б у посиленні порядків і процедур ДКЦПФР щодо видачі ліцензій, нагляду на основі оцінки ризиків і правозастосування з дотриманням міжнародних стандартів; нагляді за дотриманням акціонерними товариствами (АТ) принципів і практики корпоративного управління, а також у сприянні подальшому розвитку нормативної і регуляторної баз для діяльності ринку з дотриманням міжнародних стандартів завдяки обміну інформацією, технічним консультаціям,

внутрішнім і міжнародним програмам навчання персоналу, а також підтримці у сфері інформаційних технологій (ІТ).

(iii) Зміцнення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг в Україні (Держфінпослуг)

17. Як колегіальний орган центральної виконавчої влади, Держфінпослуг має надто обмежену свободу дій, а в її діяльності присутній елемент політичного і комерційного втручання. Держфінпослуг фінансується з державного бюджету, не має фінансової самостійності і отримує недостатньо коштів. Крім того, високою є плинність кадрів, особливо управлінців вищого рівня. В ліцензійних підрозділах різних департаментів не вистачає персоналу, тому вони можуть не впоратися з очікуваним збільшенням обсягу заяв на реєстрацію і видачу ліцензії. Після прийняття Поправок до Закону про фінансові послуги необхідно буде провести повторне ліцензування і реєстрацію НФІ, що вимагатиме значного розширення можливостей Держфінпослуг. Після запровадження другого рівня пенсійної системи можна очікувати також притоку нових недержавних пенсійних фондів. Наглядові підрозділи департаментів Держфінпослуг не мають достатніх можливостей для виконання програм з систематичного безпосереднього (on-site) і опосередкованого (off-site) нагляду за понад 400 страховими компаніями, 89 недержавними пенсійними фондами, і 300 кредитними спілками, чи для аналізу великої за обсягом документації, яка вимагається від регульованих осіб. Такий обмежений нагляд полягає тільки у контролі за дотриманням вимог (compliance based), однак Держфінпослуг не має ні регуляторної бази, ані аналітичних ресурсів для здійснення нагляду на основі оцінки ризиків над діяльністю регульованих осіб.

18. Аби вирішити ці проблеми, органам влади слід провести комплексну реформу Держфінпослуг, звертаючи особливу увагу на такі заходи:

- Збільшити політичну і фінансову автономію Держфінпослуг, перетворивши її на спеціалізований орган, окремий від центрального виконавчого органу, і надавши їй статус, аналогічний до НБУ. Іншим варіантом рішення є інтеграція Держфінпослуг у НБУ;

- У разі вибору першого варіанту, дозволити Держфінпослуг залишати собі кошти, що надходять від учасників ринку, і переносити невикористані суми у бюджет наступного року за умови, що інформація про її бюджет розкривається у належному обсязі, а рахунки Держфінпослуг перевіряються визнаними зовнішніми міжнародними аудиторами; дозволити Держфінпослуг встановлювати заробітну плату для свого персоналу та інші доплати на рівні оплати праці у приватному секторі і вносити відповідні зміни в їх розмір в залежності від змін на ринку; а також наділити персонал Держфінпослуг таким же імунітетом, який має персонал НБУ;

- Після надання Комісії автономії і незалежності як спеціалізованому органу, скасувати вимогу, згідно з якою положення, видані Держфінпослуг мають бути погоджені з Державним комітетом з питань регуляторної політики і підприємництва, як у випадку з НБУ;

- Розробити регуляторну і методологічну базу для нагляду на основі оцінки ризиків над діяльністю об’єктів регулювання на середньотермінову перспективу; а також

- Розробити аналітичний ресурс для нагляду на основі оцінки ризиків над діяльністю суб’єктів регулювання на середньотермінову перспективу.

19. Паралельно Держфінпослуг може розглянути багаторічну програму двосторонньої співпраці з регулятором фінансового сектору будь-якої європейської країни за підтримки

багатосторонніх і двосторонніх донорів. Мета такої програми полягала б у посиленні порядків і процедур Держфінпослуг щодо видачі ліцензій, нагляду і правозастосування з дотриманням міжнародних стандартів; а також у сприянні подальшому розвитку нормативної і регуляторної баз для діяльності НФІ з дотриманням міжнародних стандартів, завдяки обміну інформацією, технічним консультаціям, внутрішнім і міжнародним програмам навчання персоналу, а також підтримці у сфері ІТ.

III.2. Удосконалення стратегії управління державним боргом та стратегії розвитку ринку боргових зобов'язань

20. Обмежений розвиток національного ринку державних облігацій і відсутність кривої доходу від державних облігацій є результатом відсутності інтегрованої стратегії управління державним боргом і розвитку ринку боргових зобов'язань. По-перше, поточний курс у розвитку стратегії управління боргом надміру зосереджується на короткостроковій вартості державного боргу. В результаті виникає більша прихильність до випусків у іноземній валюті, недостатньо уваги приділяється довготерміновим валютним і обмінним ризикам і гальмується розвиток національного ринку боргових зобов'язань. По-друге, емісії боргових зобов'язань на первинному ринку досить непередбачувані, а вторинний ринок є неліквідним. Відсутні стандартні складові успішного ринку державних облігацій, зокрема, використання великих за обсягом емісій як ринкових показників, календар регулярних випусків, і чіткі правила щодо умов, за яких приймається або відкидається результат ринку.

21. Додатково до короткострокових заходів для підвищення ефективності управління державним боргом, наприклад, введенням, спільно з НБУ, секуритизації державного боргу та складенням більш рівномірного графіку погашення державних облігацій шляхом їх викупу та здійснення повторних емісій, представникам державної влади слід розглянути можливість таких заходів:

- Розвивати первинний ринок за оприлюдненим фінансовим планом, який встановлює чіткі обмеження для можливих відхилень. Стратегія емісії повинна ґрунтуватися на 2-3 низках критеріїв, що сприятимуть ліквідності і зменшенню премії за ліквідність. Виконанню такою стратегії сприятиме перехід до порядку одноетапного аукціону, що проводиться через регулярні часові інтервали – бажано щомісяця;

- Припинити приватні розміщення (private placements) боргових інструментів на зовнішньому ринку і таким чином уникнути потенційного ризику для репутації держави;

- Запровадити систему первинних дилерів (ПД). Такий крок може супроводжуватися обмеженим правом викупу (repo facility) інструментів для ПД, що забезпечить належну ліквідність ринку і наявність стимулів. До таких заходів можна вдаватися за умови детального розгляду питання з банками;

- Розробити стратегію ринкової комунікації, зокрема регулярних зустрічей з ключовими учасниками ринку, де наголос буде ставитися насамперед на стратегічних і фінансових планах;

- Підсилити координацію дій між Міністерством фінансів і НБУ завдяки включенню до існуючого комітету позицій щодо нерезидентів, і таким чином забезпечити розвиток системи ПД і технології репо. НБУ і Мінфін можуть і далі стимулювати ринок, застосовуючи державні облігації для управління монетарною політикою, і таким чином зменшити фрагментованість ринку;

- Створити підрозділ управління ризиками при Департаменті державного боргу Мінфіну, який би відповідав за розробку і впровадження ринкових стандартів, рішень про припинення аукціонів, а також координування фінансового плану з бюджетним департаментом; і

- Посилити роль Департаменту державного боргу Мінфіну і наділити його чітко визначеними повноваженнями щодо впровадження стратегії управління державним боргом.

22. Аби підтримати цей план заходів, органи влади можуть розглянути можливість створення спільної робочої групи з представників Мінфіну, НБУ, Національної ради безпеки та оборони (НРБО), Міжнародного валютного фонду, Агентства США з міжнародного розвитку (USAID), Державної скарбниці США і Світового банку. Виконання цього плану заходів можуть також підтримати багатосторонні і двосторонні донори.

III.3. Розвиток ринку муніципальних запозичень

23. Розвиток ринку муніципальних запозичень гальмується через низку суттєвих чинників. *Насамперед*, це обмежена фінансова автономія місцевих органів самоврядування (ОСВ), спричинена нестабільністю розподілу витрат і доходів ОСВ; висока частка необхідних видатків з бюджетів ОСВ, низька частка місцевих податків у бюджетах ОСВ, обмеження доступу до надходжень від місцевих податків, обмежене право ОСВ встановлювати ставки місцевого податку у межах закону, а також неможливість використовувати певні власні надходження майбутніх періодів як забезпечення боргу.

По-друге, недоліки нормативно-регуляторної бази щодо запозичень ОСВ, зокрема недосить чітке визначення державного боргу, недоліки у визначенні цілей кредитування ОСВ, недоліки у нормативних положеннях щодо гарантій уряду і ОСВ, а також обмежений дозвіл і надто жорсткі контрольні вимоги держави щодо кредитування ОСВ.

По-третє, недоліки структури ринкових стимулів, причиною яких є пільгові умови оцінки банками рівня капіталу при кредитуванні ОСВ і безвідсоткові позики для ОСВ з державної скарбниці.

По-четверте, недостатня прозорість ринку, спричинена недоліками у вимогах щодо звітності і аудиторських перевірок ОСВ; відхиленнями нормативно-правової бази, що регулює відносини між ОСВ та підприємствами комунальної сфери (ПКС).

По-п'яте, відсутність нормативно-правової бази у випадках банкрутства ОСВ.

І, *по-шосте*, недоліки у регулюванні конкуренції ринкових інструментів та учасників, зокрема щодо права на безвідсоткові позики з державної скарбниці для покриття короткотермінових дефіцитів грошових коштів; неефективна методика розподілу грантів з Державного бюджету між ОСВ, а також можливість кредитування банками пов'язаних з ними ОСВ.

24. Для вирішення цих проблем органам влади необхідно провести комплексну реформу нормативно-правової бази ринку муніципальних облігацій, зосереджуючи особливу увагу на таких кроках:

- Збільшити фінансову автономію ОСВ через узгодження Державного бюджету на 2008 рік з положеннями Бюджетного кодексу щодо субсидування ОСВ; підтримання індексу відносної податкоспроможності на рівні, передбаченому у Бюджетному кодексі, протягом як мінімум трьох років; дозволити утримувати більше податків на місцевому рівні

(наприклад, більшу частину єдиного податку (single tax), або незначну, не більше за 0,3% частку податку на корпоративний дохід (corporate income tax)); прийняти місцевий податок на нерухомість та будівлі на середньостроковий період, а також надати ОСВ повноваження для використання певних власних надходжень (лише місцевих податків, які не перераховуються в центральний бюджет)як забезпечення боргу,;

- Усунути недоліки нормативно-правової бази щодо запозичень ОСВ, а особливо:

  (i) На Першому етапі (Фаза один) ОСВ подає до Мінфіну заяву про дозвіл на здійснення запозичення, а Мінфін обов'язково офіційно повідомляє ОСВ про своє рішення протягом 15 робочих днів від дати подання довідки про реєстрацію. Рішення Мінфіну про відмову у схваленні останній публікує на своєму сайті, повідомляючи про це ОСВ, а ОСВ має право оскаржити таке рішення. Прозорі процедури оскарження рішення варто чітко виписати у окремому положенні, і включити до них вимогу про обов'язок оприлюднити прохання про оскарження і рішення щодо оскарження на сайті Мінфіну;

  (ii) На Другому етапі (Фаза два) Мінфін автоматично схвалює запозичення ОСВ, якщо тільки він не повідомляє ОСВ у п'ятнадцятиденний термін про відмову.

  (iii) Після *другої фази* (у довготерміновій перспективі Мінфін зможе перейти від попереднього контролю до контролю пост-фактум за запозиченнями для ОСВ. До того ж, на початку Мінфін зможе встановити певні обмеження щодо обсягу запозичень для ОСВ. З часом, по мірі розвитку ринку, можна буде переглянути систему пруденційного нагляду за ОСВ, рухаючись у певних випадках до ринковго регулювання, тобто ОСВ будуть отримувати більше фінансової автономії і будуть нести більшу відповідальність перед місцевими громадами.

- Усунути недоліки в структурі ринкових стимулів, розпланувати середньострокові державні позики і короткострокову підтримку з ліквідності на середньотермінову перспективу, а також, що стосується позик ОСВ від банківського сектору, визначити перемінні коефіцієнти оцінки ризику (variable risk-weighting ratios) функціонування кредитного рейтингу ОСВ, який би використовувався як кредитний рейтинг при обчисленні капіталу, наявність у банків якого передбачає законодавство;

- Підвищити прозорість ринку, зокрема вимагати щорічної перевірки рахунків ОСВ незалежними аудиторами; внести поправки до закону про приватизацію, які б дозволили приватизовувати підприємства комунальної сфери (ПКСи); прийняти Закон про Державно-приватне партнерство, який би охоплював всі види операцій між державою і приватним сектором; затвердити стратегію платежів, які б повністю компенсували витрати ПКСів; зменшити заборгованості ПКСам, удосконалити контроль за призначенням субсидій незабезпеченим домогосподарствам; а також враховувати амортизацію і вартість капіталу при обчисленні тарифу ПКСів, який повністю компенсуватиме їх витрати;

- Визначити нормативно-правову базу у випадках банкрутства ПКСів; а також

- Встановити жорсткий контроль за кредитуванням пов'язаних між собою банків і ОСВ.

III.4. Розвиток ринку акцій

25. Розвиток ринку акцій гальмується через незначний обсяг паперів у вільному обігу, недоліки у системі корпоративного управління, а також валютному законодавстві, і недосконалим механізмом ціноутворення.

26. Здоровий розвиток ринку стримують значні недоліки у системі корпоративного управління, а також податковому і валютному законодавстві, зокрема

(i) недостатньо прозора структура власності і контролю у компаніях, що торгуються на біржі;

(ii) недостатній захист міноритарних акціонерів;

(iii) ненадійна система фінансової звітності і механізмів оцінки вартості компаній; а також

(iv) недостатні кримінальна і фінансова відповідальності наглядових рад

(v) застарілі системи валютного регулювання у операціях з цінними паперами, а також

Розвитку ринку продовжує перешкоджати незначний вільний обіг акцій і неефективне ціноутворення (див. Розділ III.6 далі),.

27. Поточні нормативні акти НБУ передбачають обтяжливий і непотрібний контроль над операціями, що включають перерахування іноземної валюти учасниками ринку цінних паперів. Окрім того НБУ вимагає подання особливої заявки на отримання ліцензії для проведення одноразових операцій. З огляду на природу функціонування фондового ринку, такі вимоги НБУ не дають змоги як вчасно виконувати угоди за дорученням іноземних портфельних інвесторів, так і українським інвесторам інвестувати кошти за кордон. Відтак, такий контроль значно сповільнить інвестиційну діяльність керуючих пенсійними фондами, яким, за проектом Закону про II рівень, буде дозволено вкладати значну частку нагромаджених активів у іноземні ринки.

28. Аби вирішити ці питання, органам влади слід вдатися до таких заходів:

- невідкладно ухвалити новий Закон про акціонерні товариства і затвердити докладні нормативні акти щодо дотримання вимог нового Закону про акціонерні товариства. Зокрема, необхідно забезпечити ефективне розкриття інформації щодо осіб, які мають повний контроль над компанією (включаючи прослідковування всієї низки контролю), ефективний захист прав міноритарних акціонерів, удосконалення системи розкриття фінансової інформації, і посилення ролі та відповідальності наглядової ради і правління.
- Ухвалити новий Закон про валютне регулювання на заміну застарілому Наказу про валютне регулювання для того, щоб спростити контроль над операціями з іноземними валютами.

III.5. Розвиток ринку цінних паперів, забезпечених активами

29. Розвиток ринку іпотечних облігацій сповільнюється з кількох причин.

Насамперед, багато банків спростили процедуру отримання іпотечних кредитів – вони знизили коефіцієнт іпотечного покриття (loan-to-value) з 75/25, який передбачено Законом про Іпотечні облігації, до іпотечних кредитів з розстрочкою (down payment) близько 90/10 або навіть до 100%.

По-друге, численні фінансові установи випустили єврооблігації, номіновані у доларах США, отримуючи значну позитивну маржу для іпотечного кредитування, але, водночас, так вони

створюють значні валютні розбіжності для позичальників. Станом на липень 2007 року 89% всіх іпотечних позик були видані у доларах США.

І, *по-третє,* як показав перший пілотний випуск іпотечних облігацій, здійснений за підтримки Проекту USAID "Ініціатива сприяння кредитуванню" на початку 2007 року, нормативно-правова база стосовно іпотечних облігацій надто складна – тому її слід переглянути, інакше емісія іпотечних облігацій не буде нерентабельною.

30. Розвиток Державної іпотечної установи (ДІУ) гальмується через певні чинники.

По-перше, під загрозою є цілісність системи управління і нагляду ДІУ. Наразі держава здійснює нагляд за ДІУ через наглядову раду, а регулюванням займається Держфінпослуг. Угоди про посередництво між ДІУ і банками регулюються НБУ. При цьому, НБУ відповідальний за забезпечення ефективного і прозорого провадження діяльності Державною іпотечною установою. Заплановане об'єднання ДІУ з Державним агентством з інвестицій та інновацій (ДАІІ) ставить під загрозу цілісність системи управління і нагляду ДІУ, може скомпрометувати мету заснування ДІУ і сповільнити розвиток іпотечного ринку.

По-друге, пул іпотек у гривнях, доступних для купівлі ДІУ, дуже обмежений через доларизацію іпотечного ринку.

31. У перспективі, розвиток і розширення ринку забезпечених цінних паперів, зокрема цінних паперів, забезпечених закладною на нерухоме майно, очікуваними надходженнями на кредитні картки, дебіторською заборгованістю по позиці на купівлю авто, або лізингом, гальмуватимуться відсутністю комплексної нормативно-правової бази, що регулює секуритизацію. Така нормативно-правова база повинна дозволяти банківським і небанківським фінансовим установам структуризувати забезпечення іпотек через створення спеціальних юридичних осіб (special purpose vehicles, SPVs), зареєстрованих як трасти в Україні.

32. Для вирішення цих питань, органам влади слід вдатися до таких дій:

- НБУ варто переглянути положення по управлінню ризиками іпотечних кредитів, деномінованих в іноземній валюті, та підвищити вимоги до коефіцієнту іпотечного покриття для банків;

- Ухвалити доповнення до законодавства та регулювання ринку іпотечних облігацій;

- Приватизувати ДІУ і встановити тарифи на державні гарантії облігацій ДІУ на рівні ринкових;

- Прийняти Закон про секуритизацію і відповідні положення, що дозволяють секуритизацію широкого кола активів через спеціальних юридичних осіб, зареєстрованих в Україні як трасти.

III.6. Зміцнення інфраструктури фондового ринку

33. Розвиток ринку сповільнюється через деякі недоліки у ринковій інфраструктурі.

34. *По-перше*, при існуванні біржі ПФТС, яка обслуговує 96% всіх операцій з цінними паперами на організованому ринку України, у дев'яти інших біржах немає потреби. Торгівля на Українській фондовій біржі (УФБ) нерегулярна і недостатньо інформаційно прозора. Інші вісім бірж майже не працюють і існують в основному з метою участі у операціях з приватизації, що проводяться Фондом державного майна, завдяки яким вони отримують 1% нагороди від

продажу акцій у державній власності. Аналітики ринку зазначають, що операції, які час від часу проводяться на таких майданчиках, зазвичай здійснюються з метою маніпулювання вартістю цінних паперів, що торгуються. Ціни акцій, що обертаються на таких біржах, дуже сильно коливаються без об'єктивних на те причин.

35. *По-друге*, співіснування двох центральних депозитаріїв, які мають обслуговувати український фондовий ринок, шкодить здоровому розвитку ринку.

36. З часу заснування у 1997 році депозитарій МФС проводить кліринг і розрахунки за бездокументарними цінними паперами, здобувши собі довіру і повагу учасників ринку. МФС обслуговує рахунки понад 1 100 учасників ринку, зокрема емітентів, банків і зберігачів. МФС має необхідне програмне забезпечення і кваліфіковані людські ресурси, завдяки яким він успішно виконує основні функції депозитарію на ринку. Значна більшість угод здійснюється без зустрічної оплати/поставки (FOP).

Нещодавно МФС запровадив і систему поставки проти платежу (DVP). Однак така система не використовується учасниками ринку з кількох причин, включаючи такі:

(i) МФС не має права відкривати кореспондентські рахунки в закордонних депозитаріях, і

(ii) учасники ринку схильні не розкривати інформацію щодо грошових розрахунків за угодами, аби уникати податків.

На додачу до цього, оскільки понад 90% операцій з цінними паперами відбуваються на позабіржовому ринку, а вимоги щодо звітності про такі угоди на фондову біржу відсутні, ціноутворення є досить неефективним.

37. МФС відповідає шістьом з дев'яти стандартів, прийнятих Групою тридцяти (G30), тобто стандарту підтверджень трансакцій в режимі T+1, підтвердження змісту угоди для клієнтів, поставка проти платежу, безповоротні платежі, стандарт розрахунків T+3, а також стандарт кодифікації. Три інші стандарти стосовно багатостороннього взаємозаліку, центрального депозитарію цінних паперів і процедур отримання і надання цінних паперів в позику, виконати неможливо, оскільки українське законодавство наразі не відповідає міжнародних стандартам. У 2004 році МФС намагалися поглинути дві конкуруючі приватні групи – одна з них придбала 28% акцій через кілька фінансових установ, спричинивши ризик перехоплення контролю за депозитарієм і, як наслідок, втрати довіри до нього і його незалежності.

38. До створення НДУ, у 1999 році уряд України підписав Меморандум про взаєморозуміння зі Світовим банком і урядом США. У Меморандумі йшлося про те, що НДУ не матиме жодних комерційних функцій, натомість, протягом чинності Меморандуму, тобто до 2010 року, буде виконувати лише три функції: кодифікації, стандартизації і міжнародних зв'язків. На початку 2006 року уряд в односторонньому порядку припинив дію Меморандуму, а згодом того ж року надав НДУ ліцензію на здійснення депозитарної діяльності. До нинішнього дня в НДУ налічується мізерна кількість цінних паперів і наразі він не виконує жодних корисних функцій для українського фондового ринку.

39. *По-третє*, система реєстраторів дуже ненадійна і відкрита до зловживань. Вимоги до ліцензування є мінімальними. В останні кілька років було кілька випадків ведення подвійних реєстрів і викрадення акцій через систему реєстраторів.

40. *По-четверте*, незважаючи на значний прогрес у законодавстві, що регулює звітність і аудит в Україні, закони і інститути, які регулюють фінансову звітність, досі недостатньо відповідають міжнародним стандартам. До того ж, в Україні дуже бракує кваліфікованих

бухгалтерів і аудиторів, які б змогли обслужити попит ринку, що зростає надзвичайно динамічно. Через таку ситуацію відповідність міжнародним стандартам фінансової звітності обмежується в Україні до нечисленних великих компаній, яким вдалося отримати послуги консультації щодо обліку/звітності від міжнародних компаній. Однак останні часто перевіряють інформацію, яку самі ж вони допомагають збирати, оскільки саме аудиторська перевірка, замовлена у них часто є передумовою доступу до міжнародного фінансування, бо трактується як відповідність Міжнародним Стандартам Фінансової Звітності (МСФЗ). Нещодавно запропонована поправка до Закону про бухгалтерський облік вимагатиме від понад 10 тисяч компаній дотримуватися вимогам МСФЗ. Ефективне виконання такої нової вимоги потребуватиме, в свою чергу, значної роботи з навчання спеціалістів.

41. І, *по-п'яте*, ані ДКЦПФР, ані Держфінпослуг, не випускали жодних положень стосовно оцінки цінних паперів, що торгуються рідко і знаходяться в портфелях пенсійних фондів, страхових компаній і інвестиційних фондів. До того ж, ДКЦПФР не визначала жодних положень щодо оцінки операцій з акціями приватних компаній (private equity), здійснюваних фондами венчурного капіталу. Немає достатньо кваліфікованих спеціалістів, які б могли займатися оцінкою активів, а ще на українському ринку сьогодні не працюють міжнародні постачальники інформації про ціни.

42. Аби вирішити ці питання, слід вдатися до таких заходів:

- Для зміцнення ПФТС і інших фондових бірж, ДКЦПФР слід нормативно

  (i) зробити жорсткішими вимоги щодо розкриття інформації емітентами, чиї цінні папери знаходяться в першому рівні лістингу ПФТС;

  (ii) вимагати, аби всі фондові біржі створили незалежні департаменти з нагляду за дотриманням вимог (compliance departments), підзвітні наглядовій раді;

  (iii) провести повторне ліцензування всіх фондових бірж, які не відповідають мінімальним вимогам щодо обсягів торгівлі; а також

  (iv) вимагати, аби ПФТС отримувала звіт про всі позабіржові операції протягом 15 хвилин з часу завершення операції, а також вимагати запровадження на ПФТС необхідної для цього електронної платформи, і

  (v) проводити приватизації через основну фондову біржу.

- Для удосконалення системи клірингу і розрахунків, слід ухвалити законодавство щодо впровадження багатостороннього взаємозаліку, центрального депозитарію цінних паперів, а також процедур отримання і надання цінних паперів в позику, з дотриманням міжнародних стандартів (G30). ДКЦПФР повинна нормативно

  (i) вимагати, аби всі запити про реєстри акціонерів передавалися в електронному вигляді, а реєстратори у обов'язковому порядку використовували цю електронну платформу;

  (ii) дозволити МФС відкривати кореспондентські рахунки у закордонних депозитаріях і включити до депозитарної системи всі види грошових розрахунків з дотриманням міжнародних стандартів, аби підтримати перехід до розрахунків за принципом DVP;

  (iii) заборонити будь-яким юридичним або фізичним особам придбавати (прямо чи опосередковано) понад 5% акцій будь-якої розрахунково-клірингової установи;

(iv) сприяти тому, аби МФС завершив встановлення віддаленої системи резервування даних, запровадив електронну платформу обробки запитів щодо реєстрів акціонерів як для зберігачів, так і для реєстраторів; і створити гарантійний фонд, який сприятиме переходу до системи розрахунків DVP;

- Для модернізації системи реєстраторів і зберігачів, ДКЦПФР повинна нормативно

  (i) вимагати, аби сертифікати акцій, які знаходяться у зберігачів, конвертувалися у бездокументарну форму починаючи з наступних торгів ними,

  (ii) вимагати, аби всі випуски нових акцій здійснювалися у бездокументарній формі,

  (iii) встановити більш жорсткі вимоги до реєстраторів; і провести повторне ліцензування всіх реєстраторів з дотриманням нових вимог до ліцензування;

- Для удосконалення системи бухгалтерського обліку і аудиту, варто

  (i) реформувати нормативну і законодавчу базу, щоб вона відповідала стандартам МСФЗ;

  (ii) розвивати інституційний потенціал і забезпечувати виконання вимог щодо фінансової звітності та аудиту; а також

  (iii) сприяти належному рівню професійної освіти, навчанню і перегляду професійних інструментів бухгалтерів, відповідно до рекомендацій Звіту про дотримання вимог стандартів і кодексів (ROSC) щодо бухгалтерського обліку і аудиту;

- Аби удосконалити систему оцінки цінних паперів, ДКЦПФР і Держфінпослуг слід ухвалити положення про оцінку цінних паперів, що торгуються рідко, дотримуючись методології Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA), усунути перешкоди для доступу міжнародно визнаних постачальників цінової інформації на український ринок і ліцензувати таких постачальників;

III.7. Розвиток інвестиційних фондів

43. Розвиток інвестиційних фондів гальмується через обмеження нормативно-правової бази, недоліками системи регулювання і нагляду, недоліками у корпоративному управлінні, та недостатньою прозорістю ринку.

44. Закон про інститути спільного інвестування (ICI) не допускає можливості створення інвестиційних фондів з субфондами (with compartments), як передбачено у найбільш досконалому законодавстві про інвестиційні фонди. Український закон не дозволяє ICI інвестувати кошти у цінні папери, випущені іншими ICI, таким чином гальмуючи розвиток фондів, що інвестують в інші фонди (fund of funds). Окрім того, він не дозволяє роздрібним торгівцям брати участь в пайових інвестиційних фондах (unit investment trusts), а, відтак, суттєво обмежить їх розвиток у середньо-терміновій перспективі за умов зростання індивідуальних доходів.

45. Як зазначено вище, ДКЦПФР не прийняла положень щодо оцінки цінних паперів, які торгуються рідко, або щодо операцій з акціями приватних компаній (private equity transactions). ДКЦПФР належним чином не перевірила придатність осіб, які мають повний контроль над фондом, в жодному інвестиційному фонді, що активно працює на ринку. Нагляд за

інвестиційними фондами зосереджується на контролі за дотриманням ними вимог (compliance based), а регуляторна і методологічна база для нагляду на основі оцінки ризиків, не розроблена.

46. Оскільки, згідно з чинним Законом про акціонерні товариства, корпоративні інвестиційні фонди мають статус акціонерних компаній, на їх діяльності теж позначаються усі недоліки у системі корпоративного управління, що регулюється чинним Законом. Оскільки торгівці, які діють як керуючі активами, можуть існувати у будь-якій корпоративній формі (акціонерних товариств або товариств з обмеженою відповідальністю), на них теж поширюються всі недоліки системи корпоративного управління обидвох організаційних форм. ДКЦПФР не здійснює нагляд за правилами і практиками корпоративного управління інвестиційними фондами. Зокрема, ані від корпоративних інвестиційних фондів, ані торгівців, що діють як керуючі активами, не вимагається створювати незалежні підрозділи з контролю за дотриманням вимог, які були б підзвітними наглядовим радам.

47. Розвиток інвестиційних фондів гальмується через недостатню прозорість ринку, зокрема через недоліки у корпоративному управлінні компаній, що знаходяться в лістингу, неефективну систему ціноутворення і невисоку ліквідність на фондових біржах.

48. Щоб вирішити ці питання, органам влади слід вдатися до таких дій:

- Переглянути Закон про ІСІ і дозволити створювати інвестиційні фонди з субфондами і фонди, що інвестують в інші фонди, а також дозволити роздрібним інвесторам брати участь у пайових інвестиційних фондах;

- Услід за прийняттям Поправок до Закону про фінансові послуги, ДКЦПФР слід провести повне повторне ліцензування інвестиційних фондів на ринку, особливо зосереджуючись на інформації про осіб, які мають повний контроль в інвестиційних фондах і отриманні від них повних кримінальних даних, а також даних про їх господарську і фінансову діяльність;

- ДКЦПФР повинна здійснювати нагляд за корпоративним управлінням в інвестиційних фондах, особливо за створенням незалежних підрозділів контролю за дотриманням вимог, підзвітних наглядовим радам;

- У середньотерміновій перспективі, ДКЦПФР слід розробити регуляторну базу і розвинути аналітичний потенціал для здійснення нагляду за інвестиційними фондами на основі оцінки ризиків.

III.8. Розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення

49. Розвиток недержавного пенсійного забезпечення сповільнюється через недоліки у правовій та регулятивній базі стосовно добровільного недержавного пенсійного забезпечення (Рівня III), а також через недоліки в розвитку ключових умов ринків капіталу, необхідних для успішного запровадження системи загальнообов'язкового недержавного пенсійного забезпечення (Рівня II).

50. Ключовими перешкодами у розвитку добровільної системи недержавного пенсійного забезпечення є такі:

51. *Насамперед,* Держфінпослуг не має достатніх повноважень для отримання інформації про осіб, які мають повний контроль в недержавних пенсійних фондах (НПФ). Внаслідок цього, 89 НПФ, які наразі функціонують на ринку, недостатньо перевірені регулятором щодо кримінальних даних, а також інформації про економічну і фінансову діяльність цих осіб. На

додачу, нагляд за НФП, який здійснює регулятор, зосереджується на контролі за дотриманням ними вимог, однак Комісія не контролює правила і практики корпоративного управління НПФ.

52. *По-друге*, Держфінпослуг не використовує механізми правозастосування щодо дотримання обмежень на певні види активів з боку НПФ. Саме тому деякі НПФ багато інвестують у національні акції, що є досить ризикованим, зважаючи на низьку ліквідність і недостатню прозорість ринку національних акцій, зокрема з огляду на крадіжки цінних паперів через систему реєстраторів.

53. І, *по-третє*, як вже сказано вище, Держфінпослуг не прийняла жодних положень щодо оцінки вартості цінних паперів, які торгуються рідко, що є причиною високої невпевненості щодо вартості портфелів НПФ.

54. Аби виправити таку ситуацію, органам влади слід розглянути можливість застосування таких заходів:

- Вслід за прийняттям Закону про фінансові послуги, Держфінпослуг слід провести повне повторне ліцензування НПФ, які функціонують сьогодні, зосереджуючись на особах, які мають повний контроль над НПФ, і ретельній перевірці інформації щодо кримінальних даних, економічної і фінансової діяльності цих осіб;

- Держфінпослуг слід розробити регуляторну базу і потенціал для нагляду за НПФ на основі оцінки ризиків, а особливу увагу приділити нагляду за правилами і практиками управлінням ризиками НПФ;

- Держфінпослуг варто здійснювати нагляд за корпоративним управлінням НПФ, зокрема вимагати створення незалежних підрозділів з контролю за дотриманням вимог, підзвітних наглядовим радам; а також

- Держфінпослуг слід ухвалити положення про оцінку вартості цінних паперів, які рідко торгуються, у портфелі НПФ.

55. Як показує досвід інших ринків, що розвиваються, створення адекватних умов розвитку фондового ринку є надзвичайно важливим для успішного запровадження і розвитку другого рівня пенсійної системи. Такі умови стосуються чотирьох головних сфер:

Насамперед, макроекономічної стабільності і збалансованої стратегії фінансування вартості переходу до другого рівня пенсійної системи.

По-друге, сильна система управління, регулювання і нагляду за пенсійними фондами другого рівня та система регулювання і нагляду за умовами виплати пенсійних платежів, пропонованими страховими компаніями.

По-третє, ефективна фінансова інфраструктура, включаючи систему платежів і розрахунків за цінними паперами, фондові біржі, депозитарій цінних паперів і зберігачі, а також систему і інститути бухгалтерського обліку, аудиту і оцінки.

І, *по-четверте,* диверсифіковане постачання національних цінних паперів, заявленій вартості яких можна довіряти, і в які зможуть інвестувати нові пенсійні фонди, зокрема державні облігації, облігації місцевих позик і облігації муніципальних корпорацій, корпоративні облігації, акції забезпечені активами, а також звичайні акції.

56. Аби створити такі важливі умови, органам влади слід зосередитися на таких кроках:

- Провести детальну оцінку переваг, витрат і ризиків альтернативних стратегій фінансування витрат на перехід до другого рівня з урахуванням різних сценаріїв запровадження пенсійної системи другого рівня. Слід проаналізувати відповідні витрати, переваги і ризики альтернативних стратегій фінансування, – завдяки такому аналізу можна сформувати стратегію фінансування, яка буде узгоджена внутрішньо, підтримуватиме зовнішню і внутрішню макроекономічну рівновагу, і сприятиме стійкому поліпшенню міжнародного кредитного рейтингу державного боргу;

- Удосконалити систему управління другим рівнем пенсійної системи для того, аби забезпечити пріоритетність технічних чинників при виборі компанії, керуючої активами, і визначенні інвестиційної політики, під наглядом Держфінпослуг, і виконати заходи, перелічені вище, аби забезпечити політичну і фінансову незалежність Держфінпослуг, а також посилити функцію правозастосування департаменту з питань пенсійних фондів Держфінпослуг

- Вдатися до перелічених вище кроків, аби поліпшити інфраструктуру фондового ринку, а особливо консолідувати біржі і удосконалити систему управління біржами, удосконалити розрахунково-клірингову систему, а також поліпшити систему бухгалтерського обліку і аудиту

- Визначити чіткі обмеження на використання активів пенсійних фондів (зокрема зосереджуючи їх торгівлю цінними паперами тільки на біржах за принципом поставки проти оплати і за умов мінімальної ліквідності), прозору структуру стимулів для залучення міжнародних керуючих активами, а також чіткі положення, які б дозволяли їм працювати виключно з тими банками і зберігачами, які мають прийнятні міжнародні кредитні рейтинги; і

- Запровадити комплексну стратегію і робочий план для розвитку системи управління державним боргом з метою створення надійної довготермінової кривої дохідності від державних облігацій.

57. Для того, щоб підтримати державу у створенні таких важливих умов, Місія USAID і Світовий банк пропонують допомогу Міністерству фінансів, Держфінпослуг і ДКЦПФР через Програмне Партнерство з Технічної Допомоги (PTAP), із залученням Проекту USAID "Розвиток ринків капіталу", Проекту USAID "Ініціатива сприяння кредитуванню", Центру комерційного права, Компоненту технічної допомоги Проекту Світового банку "Доступ до фінансування", а також, можливо, допомогу Ініціативи FIRST.

III.9. Розвиток страхового сектора

58. Розвиток страхового сектора стримується через певні чинники.

59. *По-перше*, чинна нормативно-правова база містить значні недоліки, тому її варто реформувати. Проект закону Про внесення поправок до Закону про страхування, який наразі розглядається Кабінетом міністрів, суттєво відрізняється від чинного закону в кращий бік, оскільки передбачає багато бажаних реформ, зокрема вимогу, аби всі страховики були організовані як акціонерні товариства. Однак проект закону також містить певні технічні недоліки; деякі питання варто віднести до компетенції більш гнучких положень і правил, а вимоги до ліцензування, звітності, резервування і активів варто як спростити, так і посилити. Окрім того, реєстрування, навчання і оподаткування брокерів і агентів слід привести у відповідність зі стандартами ЄС. Положення, які діють зараз і викликають значну недовіру, також слід спростити, наближаючись таким чином до більш ринкової системи нагляду.

По-друге, як вже говорилося раніше, система нагляду у сфері страхування має значні слабкі сторони. Зокрема, процес видачі ліцензії Держфінпослуг не включав перевірку осіб, які мають повний контроль в страхових компаніях, і отримання інформації про кримінальні дані, економічну і фінансову діяльність таких осіб. Нагляд за страховими компаніями, здійснюваний Держфінпослуг, зосереджується на чиннику дотримання ними вимог, але Держфінпослуг ще не розвинула регуляторну базу і аналітичний потенціал, аби здійснювати контроль на основі оцінки ризиків у діяльності страхових компаній.

По-третє, норми оподаткування компаній, які не займаються страхуванням життя, не узгоджені з міжнародними стандартами. Їх слід реформувати, аби створити нормальну структуру даної сфери. Необхідно також зробити наголос на підвищенні капіталізації шляхом залучення міжнародних страховиків, які працюють за сучасними стандартами управління, і створити підґрунтя для здорового економічного зростання.

По-четверте, стандарти бухгалтерського обліку для страховиків застарілі і дають змогу досить довільно тлумачити їх.

По-п'яте, політика перестрахування регулюється скоріше вимогами щодо оподаткування, аніж пруденційними правилами, вимогами до корпоративного управління і жорстким наглядом.

По-шосте, Закон про недержавні пенсійні фонди не допускає конкуренції між всіма інститутами договірних заощаджень (contractual savings institutions).

І, *нарешті*, у цій сфері існує хронічна нестача необхідних навичок, а особливо щодо актуарної і базової операційної діяльності.

60. Аби вирішити ці проблеми, органам влади слід розглянути можливість таких кроків:

- Переглянути проект Закону про страхування і привести його у відповідність з міжнародними стандартами;

- Здійснити кроки, перелічені вище, спрямовані на удосконалення діяльності Держфінпослуг

- Держфінпослуг варто провести повне повторне ліцензування страхових компаній – цього разу враховуючи інформацію про їх осіб, які мають повний контроль над компаніями, отриману після перевірки кримінальних даних, а також даних щодо економічної та фінансової діяльності таких осіб

- Держфінпослуг слід розробити регуляторну базу і розвинути аналітичний потенціал для виконання нагляду за страховими компаніями, що ґрунтується на оцінці ризиків їх діяльності

- Провести ґрунтовну реформу системи оподаткування страхових компаній, які не займаються страхуванням життя;

- Провести реформу бухгалтерського обліку і аудиту у страховому секторі, дотримуючись рекомендацій ROSC щодо бухгалтерського обліку і аудиту;

- Вдатися до політики перестрахування, що регулюється пруденційними правилами, вимогами до корпоративного управління і наглядом;

- Переглянути Закон про недержавне пенсійне забезпечення і дозволити повну конкуренцію між всіма інститутами договірних заощаджень, яка, однак, повинна регулюватися належними заходами безпеки, зокрема відокремлення активів, що включають довготермінові накопичення які мають відстрочку сплати податку; а також

- Розвивати навички актуарної й операційної діяльності у цій сфері.

IV: З рекомендацій щодо дій: план заходів з реформування

61. Виконання цієї програми реформ вимагатиме зваженого визначення пріоритетів і планування відповідних заходів у коротко, середньо і довготерміновій перспективах. У таблиці, що додається, запропонований можливий план заходів для виконання цієї програми реформування.

62. Місія USIAD і Світовий банк готові надати Урядові України допомогу в складанні і реалізації програми запропонованих реформ та плану заходів за підтримки, зокрема, Позик на розвиток, запропонованого Програмного Партнерства з Технічної Допомоги (PTAP), Проекту Світового Банку "Доступ до фінансових послуг з кредитування" (AFSP) (включаючи компонент технічної допомоги Держфінпослуг), проектів місії USAID, а саме Проекту "Розвиток ринків капіталу" та Проекту "Ініціатива сприяння кредитуванню" і Центру комерційного права, а також можливих додаткових грантів з технічної допомоги за Програмою реформування і зміцнення фінансового сектору (FIRST) під керівництвом Світового банку.

В. Бігдай/Р. Герлі /М. Ноель/М. Райзер 11/09/07

Додаток 1: Пріоритетні напрями реформування: таблиця

Завдання	Короткотермінова перспектива	Середньотермінова перспектива	Довготермінова перспектива
Надання регулятору повноважень для простеження і перевірки осіб, які мають повний контроль над компаніями	Прийняти переглянуті поправки до Закону про фінансові послуги і пов'язані з ним положення		
Посилення ДКЦПФР	Трансформувати ДКЦПФР у спеціалізовану структуру зі статусом, аналогічним до статусу НБУ, або інтегрувати ДКЦПФР в НБУ		
	Укласти двосторонні угоди з європейським регулятором за підтримки донорів	Виконувати двосторонні угоди	Виконувати двосторонні угоди
Посилення Держфінпослуг	Трансформувати Держфінпослуг у спеціалізовану структуру зі статусом, аналогічним до статусу НБУ, або інтегрувати Держфінпослуг в НБУ		
	Укласти двосторонні угоди з європейським регулятором за підтримки донорів	Виконувати двосторонні угоди	Виконувати двосторонні угоди
Розвиток ринку державних боргових зобов'язань	Створити систему управління державним боргом і програму розвитку ринку державних боргових зобов'язань		
	Почати виконання програми за підтримки багатосторонніх і двосторонніх донорів	Виконання програми	Виконання програми
Встановлення підґрунтя для розвитку ринків муніципальних боргових зобов'язань	Стабілізувати міжурядові фінансові відносини стосовно Бюджетного кодексу	Затвердити комбінований податок (piggy-back) на корпоративний дохід	Затвердити місцевий податок на будівлі та споруди
	Затвердити розділену на фази реформу системи запозичень ОСВ у Бюджетному кодексі; запровадити фазу I	Запровадити фазу II	Проаналізувати можливість переходу до оцінювального (ex post) контролю запозичень ОСВ після збільшення фінансової автономії і відповідальності перед місцевими громадами

	Обмежити позики з державної скарбниці для ОСВ тільки для короткострокової підтримки ліквідності	Скасувати державні позики для ОСВ	
	Схвалити формулу вагових коефіцієнтів оцінки ризику для обчислення достатності необхідного капіталу		
	Схвалити закон про банкрутство ОСВ		
	Вимагати щорічної перевірки рахунків ОСВ зовнішніми аудиторами	Прийняти поправки Закону про приватизацію і дозволити повну приватизацію ПКСів; прийняти Закон про державно-приватне партнерство	
		Затвердити стратегію переходу до системи повної компенсації ПКСам їх витрат	
Розвиток ринку акцій	Затвердити нормативні акти до Закону про акціонерні товариства стосовно розкриття інформації про осіб, які мають повний контроль над компанією, міноритарних акціонерів та ролі наглядових рад		
	Схвалити новий Закон про валютне регулювання для спрощення контролю за трансакціями з іноземними валютами для фондових бірж		
Розвиток ринку цінних паперів, забезпечених активами	НБУ має переглянути положення щодо управління ризиками по іпотечних кредитах, деномінованих у іноземних валютах та коефіцієнт іпотечного покриття банківських кредитів		
	Переглянути нормативну базу щодо іпотечних облігацій	Схвалити Закон про секуритизацію і відповідну нормативну базу	
		Приватизувати ДІУ і визначити тарифи на	

		державниі гарантії щодо ДІУ на рівні ринкових	
Зміцнення торгівельних систем	Вимагати від фондових бірж створювати незалежні комплаєнс-департаменти	Провести повторне ліцензування всіх фондових бірж, які мають недостатній рівень активності	
	Вимагати подачу звітності про всі позабіржові угоди на ПФТС і запровадити відповідну електронну платформу		
	Проводити приватизації через основну фондову біржу		
Зміцнення розрахунково-клірингових систем	Ухвалити законодавство, що запроваджує стандарти G30		
	Заборонити будь-якій особі придбавати прямо чи опосередковано понад 5% будь-якої клірингово-розрахункової установи		
	Дозволити МФС відкривати кореспондентські рахунки за кордоном		
Зміцнення системи зберігачів і реєстраторів	Вимагати для всіх запитів про реєстри акціонерів бути поданими у електронній формі і використання цієї системи реєстраторами		
	Зробити більш жорсткими вимоги до реєстраторів	Провести повторне ліцензування реєстраторів	
	Вимагати переведення всіх сертифікатів цінних паперів у бездокументарну форму		
	Вимагати випуску всіх нових цінних паперів у бездокументарній формі		
Реформа системи бухгалтерського обліку і аудиту	Виконати рекомендації ROSC щодо бухгалтерського обліку і аудиту	Продовжувати виконання	Продовжувати виконання
Удосконалення механізмів ціноутворення	Регулювати систему оцінки акцій, що торгуються нерегулярно		
	Ліцензувати міжнародних		

	постачальників цінової інформації		
Розвиток інвестиційних фондів	Дозволити створення ІСІ з субфондами і фондів, що інвестують в інші фонди, і дозволити роздрібним інвесторам брати участь у пайових інвестиційних фондах	Провести повторне ліцензування всіх ІСІ, включно з перевіркою осіб, які мають повний контроль над компаніями	Розробити регуляторну базу і розвинути аналітичний потенціал для нагляду за діяльністю ІСІ на основі оцінки ризиків у їх діяльності
		Вимагати створення незалежних підрозділів з нагляду за дотриманням вимог ІСІ	
Розвиток системи добровільних пенсійних внесків (3-й рівень пенсійної системи)		Провести повторне ліцензування всіх НПФ, включно з перевіркою осіб, які мають повний контроль над компаніями	Розробити регуляторну базу і розвинути аналітичний потенціал для здійснення нагляду за НПФ на основі оцінки ризиків у їх діяльності
		Вимагати створення незалежних підрозділів з контролю за дотриманням вимог НПФами	
Створення умов, необхідних для запровадження загальнообов'язкового недержавного пенсійного страхування (2-й рівень пенсійної системи)	Забезпечити заплановане фінансування вартості переходу і сформулювати стратегію фінансування		
	Посилити систему управління для другого рівня пенсійної системи		
	Забезпечити політичну незалежність і фінансову автономію Держфінпослуг		
	Посилити повноваження з правозастосування департаменту Держфінпослуг з питань пенсійних фондів		
	Виконати заходи щодо посилення удосконалення інфраструктури фондового ринку (див. вище)		

	Виконати реформу бухгалтерського обліку і аудиту, дотримуючись ROSC		
	Виконати план розвитку ринку державних боргових зобов'язань (див. вище)		
	Узгодити з донорами план заходів для створення умов на ринках капіталу для запровадження пенсійної системи другого рівня	Виконати план заходів	Виконати план заходів
Розвиток страхового сектору	Переглянути Проект Закону про страхування у відповідності з міжнародними стандартами	Провести повне повторне ліцензування страхових компаній, включно з перевіркою інформації про осіб, які мають повний контроль над компаніями	
	Переглянути Закон про НПФ і дозволити конкуренцію між всіма інститутами договірних заощаджень за умови впровадження належних заходів безпеки	Реформувати систему оподаткування для страховиків, які не займаються страхування життя	
	Забезпечити політичну незалежність Держфінпослуг		Розробити регуляторну базу і розвинути аналітичний потенціал для нагляду за страховими компаніями на основі оцінки ризиків їх діяльності
	Посилити повноваження з правозастосування підрозділу Держфінпослуг з регулювання страхових компаній		Розвинути навички актуарної і базової операційної діяльності у даному секторі
	Провести реформу бухгалтерського обліку і аудиту, дотримуючись ROSC		
	Запровадити політику перестрахування на основі пруденційних правил		

wb259294
C:\Documents and Settings\wb259294\My Documents\Ukraine\PTAP position paper-rev short version MR.doc
08/27/2007 11:24:00 AM