

ЕС & Україна – аспекти приведення у відповідність правил регулювання фондів

Проф. (FH) Д-р Армін Каммел, LL.M. (Лондон), MBA (CLU)

**XXXI літня конференція УАІБ
«Професійне управління активами»**

9-10 червня 2017, Одеса

Зміст

- **Вступ**

 - Угода про асоціацію між Україною та ЄС (АА)**

- **Законодавча база ринку капіталу ЄС**

- **Поняття фінансового регулювання**

- **Конкретний приклад: AIFMD**

- **Аспекти впровадження та висновки для України**

- **Обговорення**

Вступ

Вступ (1)

Угода про асоціацію між Україною та ЄС (АА) (I)

- нова стадія у відносинах між Україною та ЄС, спрямована на політичне об'єднання та економічну інтеграцію
- підписана 21 березня 2014 року (політичні розділи) та 27 червня 2014 року (економічні розділи)
- замінила Угоду про партнерство та співробітництво між Україною та ЄС
- містить положення про **поглиблену та всебічну зону вільної торгівлі (DCFTA)**
 - допоможе модернізувати торгівельні зв'язки та економічний розвиток через відкриття ринків шляхом поступового зняття митних тарифів та квот, а також всебічної гармонізації законів, норм та правил
 - **допоможе привести ключові сектори української економіки у відповідність до стандартів ЄС**

Вступ (2)

Угода про асоціацію між Україною та ЄС (АА) (II)

- *«Положення щодо внутрішнього регулювання, поштових та кур'єрських послуг, фінансових послуг та телекомунікаційних послуг підвищать прозорість та правову визначеність інвестицій ЄС в Україні. Тут зосереджується увага на питаннях «поза кордоном».*
- *«ДСФТА доповнюється процесом адаптації законодавства у сфері фінансових послуг, телекомунікаційних послуг, поштових та кур'єрських послуг та міжнародних морських послуг. Україна прагне перейняти існуючі і майбутні надбання ЄС у цих секторах, і, коли це станеться, українські фірми отримають доступ до внутрішнього ринку ЄС для відповідних секторів: це безпрецедентний рівень інтеграції. Процес адаптації також означатиме, що інвестори ЄС у цих секторах знайдуть таке ж регуляторне середовище в Україні, як і в ЄС.»*

Законодавча база ринку капіталу ЄС

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (1):

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (I):

- **Звіти та плани дій:**

- традиційний підхід: експертні звіти, що забезпечують (регуляторні) рекомендації →
- викликають конкретний законодавчий процес
- вибірково: галузевий попит на законодавчі дії
- новіший підхід: оцінки ЄК (Єврокомісія) та ESAs (Європейські наглядові органи)

- **Тригер (висхідна точка):**

- *Доповідь Сегре (Segré), 1966 рік*
 - вихідний пункт розробки законодавства ЄС про ринки капіталу
 - незалежна експертна група (включаючи Сегре, Ламфалуссі (Lamfalussy)) на замовлення ЄК
 - "*структура фондових ринків (ринків акцій)*"; "*умови для розвитку ринку капіталу, інтегрованого на європейському рівні*";
 - зосередження уваги на "*інформаційній політиці*"
 - невизначений підхід до правозастосування

- перший заклик до (створення) агентства (органу) на європейському рівні

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (2):

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (II):

І етап: координація законодавства про фондові біржі та проспекти емісії (1979-1982 роки)

- доповідь Сегре була сфокусована на національних фондових ринках та торгівлі на них
- запропоновано модель проспекту (типовий проспект)
- результат: перші законодавчі заходи щодо законодавства про фондові біржі та проспекти

Прорив 1: Біла книга з питання завершення внутрішнього ринку (1985)

- можна вважати ключовим моментом для розвитку європейського законодавства про ринки капіталу
- лібералізація фінансових послуг на європейському рівні
- амбітні ідеї, але реалізація лише одного досьє: підприємства з колективного (спільного) інвестування в оборотні цінні папери (UCITS) (Директива 85/611/ЄЕС) → перше загальноєвропейське фінансове законодавство

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (3):

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (III):

Етап II: Гармонізація законів про ринки цінних паперів (1988-1993 роки)

- запроваджена *Директива про інформацію, що має бути опублікована при придбанні або розміщенні (відчуженні) значного пакету акцій в лістинговій компанії* (Директива 88/627/ЄЕС)
- слідом за нею – *Директива, що координує вимоги до складання, упорядкування (перевірки) та поширення проспекту емісії для публікації при публічному пропонуванні цінних паперів, що підлягають обігу (оборотних)* (Директива 89/298/ЄЕС)
- розширена *Директивою, що координує правила щодо інсайдерської торгівлі* (Директива 89/592/ЄЕС)
- врешті доповнена *Директива про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів* (Директива 93/22/ЄЕС)

Прорив 2: План дій щодо фінансових послуг – FSAP, (1999 рік)

- наміри ЄК щодо 42 заходів для стандартизації фінансового ринку ЄС
- запровадження євро надало імпульс
- включені (перші) ідеї щодо наглядової структури ЄС

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (4):

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (IV):

Структурний внесок: *Звіт Ламфалуссі (Lamfalussy)*, 2000 рік

- Комітет, створений за наслідками FSAP для оцінки розвитку європейського ринку капіталу та законодавчих заходів
- основні результати звіту: "*Процес Ламфалуссі*" (L1-L3)

Етап III: Реорганізація законів про проспекти та цінні папери (2003-2007 рр.)

- існуюча система потребувала чіткості та ефективності (наприклад, Директива ЄС/2001/34)
- розробка чотирьох основних директив:
 - Директива про зловживання ринком (MAD) у 2003 році
 - Директива про проспекти емісії (PD) у 2003 році
 - Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID I) у 2004 році
 - Директива про прозорість (TD) у 2004 році

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (5):

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (V):

Перехідний період до етапу IV:

- *Директива про поглинання* (Директива 2004/25/ЄС), прийнята після численних спроб
- для досягнення мети "**краще регулювання**" були опубліковані "*Зелена книга*" та "*Біла книга*" щодо Політики (регулювання) у сфері фінансових послуг (2005-2010 рр.): гармонізація наглядової практики та стандартів
- *Доповідь Жака де Ларозьєра* (2009) про майбутнє регулювання та нагляд на європейських ринках капіталу

Етап IV: На шляху до європейського нагляду (з 2009 р.)

- нова європейська фінансова архітектура: макро- та мікропруденційний нагляд шляхом створення:
 - **Європейських наглядових органів (ESAs):** ЕБА (банки), ESMA (ринки цінних паперів), EIOPA (пенсійні фонди)
 - **ESRB** (Європейська рада із системного ризику)

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (6):

Законодавча база ринку капіталу в ЄС (VI):

Етап V: прямий нагляд з боку ЄС (з 2009 р.)

- *Регулювання кредитних рейтингових агентств (CRAs) – Регламент (ЄС) № 1060/2009*
- *безпосередній нагляд за CRAs із боку ESMA*

Продовження етапу V: зміни та оновлення

- *ЄС почав численні консультації для оцінки впровадження існуючих директив та пошуку можливостей для їх спрощення та вдосконалення*
- **фокус: MAD, Директива про прозорість (Transparency Directive), MiFID, Директива про управляючих фондами альтернативних інвестиційних (AIFMD) – Директива 2011/61/ЄС**
- *Регламент про короткі продажі - Регламент (ЄС) № 236/2012*
- *Регламент про позабіржові деривативи (OTC Derivatives) – Регламент (ЄС) № 648/2012*
- **прийняття значних поправок до MiFID (II), UCITS (IV, V)**

Етап VI: на шляху до об'єднання ринків капіталу (з 2015 р.)

- *Пропозиція ЄК щодо CMU (Capital Markets Union – Об'єднання ринків капіталу)*

**Концепції
фінансового
регулювання**

Концепції фінансового регулювання (1)

Фінансове регулювання (1)

- Міркування:

- провал ринку як основне економічне обґрунтування

- два різних напрямка думок: *Дж. М. Кейнс проти Ф. А. фон Хайєка*

- *міждисциплінарний* вимір такого регулювання

- пов'язані обґрунтування

- системні ризики
 - коригування інших недоліків ринку
 - потреба у довірі споживачів та захисті споживачів
 - моральний ризик
 - попит споживачів на регулювання
 - інші мотиви

Концепції фінансового регулювання (2)

Фінансове регулювання (2)

Виклики:

- інституційні аспекти
- правові аспекти та питання правозастосування
- міжнародний аспект
- інновації продукта та технології
- надмірний захист споживачів, час і конфлікти

Концепції фінансового регулювання (3)

Фінансове регулювання (3)

- **Встановлення стандартів - як основна концепція міжнародних рамок фінансового регулювання**

- Банк міжнародних розрахунків (BIS) - *Базельський комітет*, діє з 1988 року; банківське регулювання (www.bis.org)
- Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) (www.iosco.org); регулювання цінних паперів, CRA
- Робоча група з фінансових дій (FATF) (www.fatf-gafi.org); відмивання грошей
- Міжнародний валютний фонд (IMF) (www.imf.org); конвергенція банківських стандартів; кризовий менеджмент; фінансова допомога

Концепції фінансового регулювання (4)

Фінансове регулювання (4)

• Інституційна архітектура нагляду в ЄС:

- роль **ESAs**

- взаємодія з **ECB**

- роль **ESRB**

- взаємодія **ESRB - ECB - EBA**: SIFIs (Systemically important financial institutions – *системно важливі фінансові установи*)

Концепції фінансового регулювання (5)

Фінансове регулювання (5)

Перегляд ринкової інтеграції як регуляторної мети

- новий поштовх для формування доступу до загальноєвропейського ринку
 - система регулювання UCITS
 - система регулювання AIFM
 - виклики для третіх країн
- додаткові дії, які слід розглянути:
 - законодавство про заснування компаній / корпоративне право
 - оподаткування
 - режими неплатоспроможності
- менталітет у Брюсселі : "єдиний розмір підходить усім"?

Концепції фінансового регулювання (6)

Фінансове регулювання (6)

• Інституціоналізація макропруденційного регулювання

- Макропруденційний нагляд є наглядовою структурою для моніторингу системних ризиків
- вимагає **всеохоплюючої інформації**
- потребує **інституційної структури**
 - Європейська рада з системного ризику (ESRB)
 - Європейські наглядові органи (ESAs)
- вимагає певного рівня бюрократії
- викликає проблеми, оскільки старі інституції здаються невідповідними
- вимагає здатності ефективно і належним чином проводити моніторинг ризиків
- в результаті – *"форма загального економічного управління, що викликає більше втручання центральних банків"*?

Концепції фінансового регулювання (7)

Фінансове регулювання (7)

- GFC (світова фінансова криза) виявила недостатність регулятивного розуміння у таких питаннях, як:
 - *нерегульовані частини фінансового сектора (наприклад, AIF – фонди альтернативних інвестицій)*
 - *складні фінансові операції та зв'язки (наприклад, OTC derivatives – позабіржові деривативи)*
- **призвело до значного розширення вимог до звітності**
- породжує широкоосяжний інформаційний нагляд з боку регуляторів
 - вдосконалення систем збору інформації та даних
 - підвищення прозорості ринкової діяльності
 - розуміння даних та взаємозв'язків у фінансовій системі
 - ІТ-інфраструктура та ноу-хау
- **істотне розширення спільних правил розкриття інформації (наприклад, регулювання UCITS або MiFID)**
- забезпечує основу для подальших регуляторних дій через краще знання ринку

Концепції фінансового регулювання (8)

Фінансове регулювання (8)

Розширення регуляторних повноважень щодо збору інформації

- факт, що існує загальне збільшення регуляторної звітності
- системний ризик може бути спричинений інституційною неспроможністю, тому необхідні:
 - **інституційне мікро-пруденційне регулювання**
 - **інформація з управління ризиками**
- один результат: Регламент про європейські ринки та інфраструктуру (EMIR):
 - звітність про торгівлю (транзакції) та ціни
- інший результат: AIFM-Звітність
 - дані про ризики на рівні фондів та управляючих (КУА)
- крім того: інформація про достатність капіталу
 - **CRD та CRR**
 - стрес-тестування (яке також впроваджено в іншому законодавстві, наприклад, щодо UCITS);

Конкретный пример: AIFMD

Регулювання АІФМ (1)

Обґрунтування для регулювання (I)

- Формальні аспекти (I)
- Тригер: GFC
- Самміт G-20 (Великої двадцятки) у Лондоні (2 квітня 2009 р.)
- Банк Lehman Brothers; компанія AIG; Хедж-фонди як "сарана"; нова догма про системний ризик
- ЄК видає проект 30 квітня 2009 року
- виклик: проект сам по собі
- потребував: **3** президії Ради ЄС, **1** доповідача, **> 1600** поправок
- узгоджений у тріалогах 27 жовтня 2010 року

Регулювання AIFM (2)

Обґрунтування для регулювання (II)

- Формальні аспекти (II)

- досягнутий компроміс:

Дата	Статус / Процес перегляду
X (2011)	Вступ в дію та публікація
X + 4 (2015)	Процеси перегляду: - ESMA - Європейська Комісія
X + 6 (2017)	<i>Процес перегляду, який призведе до AIFMD II?</i>
X + 7 (2018)	Повна реалізація (імплементация)

Регулювання АІФМ (3)

Обґрунтування для регулювання (III)

• Матеріальні аспекти (I)

- Доповідь де Лароз'єра закликає включити [тіньову банківську систему](#)
- ЄС: "Альтернативні інвестиційні фонди **можуть** створювати системний ризик у майбутньому"
 - зв'язки з іншими фінансовими установами
 - торговельна діяльність
 - стратегії інвестування, включаючи короткі продажі (див. Регламент (ЄС) № 236/2012 про короткі продажі та деякі аспекти CDS – *Credit Default Swaps, кредитні дефолтні свопи*)
 - потенційні втрати інвестора
 - також невдачі на ринку в питаннях захисту інвесторів та зацікавлених сторін

Регулювання AIFM (4)

Обґрунтування для регулювання (IV)

• Матеріальні аспекти (II)

- структура правового регулювання за AIFMD є такою:
 - директива про управляючого (КУА) (на відміну від директиви про продукт)
 - у сфері регулювання – AIFM (КУА), а не продукт (AIF)

Регулювання AIFM (5)

Сфера застосування AIFMD (I)

- Принципи

- *все, що не є UCITS, є AIF і, отже, потрапляє у сферу регулювання*
 - відсутність диференціації між відкритими та закритими
 - відсутність диференціації з точки зору юридичної форми
 - відсутність диференціації в разі торгівлі на фондовій біржі,
 - суми капіталу або кількості інвесторів
- *регулювання спрямоване на інституційних інвесторів*
 - на відміну від UCITS
- *запровадження "Європейського паспорту"*

Регулювання AIFM (6)

Сфера застосування AIFMD (II)

• Основні моменти застосування IFMD

- усі **ЄС-AIFM** (*зарєєстровані у країнах-членах*), які управляють одним або кількома **ЄС-AIF** або **не-ЄС-AIF**
- усі **не-ЄС-AIFM**, які управляють **ЄС-AIF**, незалежно від того, чи вони пропонуються інвесторам (*market*) в ЄС
- всі **не-ЄС-AIFM**, які пропонують інвесторам (*market*) або **ЄС-AIF**, або **не-ЄС-AIF**

Винятки: холдингові компанії, установи IORP (*трудового пенсійного забезпечення*) та установи у сфері соціального страхування та пенсійних систем

- застосовуються **кількісні пороги**, що призводять до "**реєстрації**"
- **Компанії з управління інвестиційними фондами UCITS** мають певні пільги

Регулювання AIFM (7)

Правова база за AIFMD

- **Рівень I - Директива**
- **Рівень II-заходи:**
 - Імплементуючий Регламент Комісії (ЄС) № 447/2013
 - Імплементуючий Регламент Комісії (ЄС) № 448/2013
 - Делегований Регламент Комісії (ЄС) № 231/2013
 - різні Делеговані Регламенти Комісії (ЄС)
 - З 2015 року: додаткові заходи щодо впровадження (імплементатції)
- **Діяльність ЄСМА**
 - Консультація щодо Керівних принципів правильної політики винагороди
 - Керівні принципи щодо ключових концепцій AIFMD та типів AIF серед інших www.esma.europa.eu/page/Investment-management-0
 - з 2015 року: додаткові заходи та керівні принципи

Регулювання AIFM (8)

Аспекти пруденційного регулювання та регулювання управління ризиками (I)

- **Адекватність капіталу**

- вимоги ЦР щодо початкового капіталу, власних коштів та додаткових власних коштів
- диференціювання ситуацій, коли AIF управляється внутрішньо або зовнішньо

- **Організаційні вимоги та вимоги з управління ризиками**

- регуляторний фокус на управління ризиками (також з пруденційної точки зору)
- організаційна структура для управління ризиками (див. вимоги **MiFID**) з вимогами щодо звітування
- більша операційна відповідальність, також стосовно механізмів внутрішнього контролю

Регулювання AIFM (9)

Аспекти пруденційного регулювання та регулювання управління ризиками (II)

- **Управління ліквідністю**
 - вимога щодо систем управління ліквідністю для AIFM
 - вимога буферів ліквідності для зменшення ризиків
- **Політики винагороди**
 - вимагається впровадження в AIFM політик та методів винагороди, які відповідають ефективному управлінню ризиками
 - **CRD III** служить основою
 - широке застосування до вищого керівництва, осіб, що ризикують, контрольних функцій та будь-якого працівника, який отримує загальну винагороду у тій же категорії, що й керівники та особи, що ризикують, чия професійна діяльність має суттєвий вплив на профілі ризику AIF, що перебувають в управлінні

Регулювання AIFM (10)

Аспекти пруденційного регулювання та регулювання управління ризиками (III)

- **Обмеження на інвестиції та інвестиційні стратегії**
 - "попереднє затвердження" застосовуваних інвестиційних стратегій
 - накладення обмежень на "короткі продажі"
 - зменшення левериджу, зокрема у випадку приватних фондів
 - обмеження щодо інвестицій у продукти, які не відображають щонайменше 5% чистого економічного інтересу в базові цінні папери чи фінансові інструменти
- **Аутсорсинг та делегування**
 - затвердження договорів про аутсорсинг
 - аутсорсинг / делегування лише до правомочних (прийнятних) організацій
 - застосування принципу "*функціональне та ієрархічне розділення*" організацій
 - вимоги до суб-делегування та режими відповідальності

Регулювання AIFM (11)

Аспекти пруденційного регулювання та регулювання управління ризиками (IV)

- **Регуляторна звітність**

- зобов'язання щодо звітування на рівні AIFM та AIF
- стандартизований формат та технічна інфраструктура
- від внутрішнього до наднаціонального рівня

- **Захист Інвесторів та зацікавлених сторін**

- обов'язки щодо управління фондами (такі як DD – *due diligence*, перевірка фінансового стану, обачність, ефективні ресурси тощо);
- управління конфліктами інтересів (див. MiFID)
- відокремлення депозитаріїв
- методи оцінки, що мають бути застосовані, та схвалені процедури оцінки
- вимоги щодо розкриття інформації (див. аналогію з UCITS);
- конкретні правила придбання для PE (*private equity*) щодо компаній, які не включені до лістингу (*торгівлі на фондових біржах*)

**Аспекти
імплементації
та висновки для
України**

Аспекти імплементації (1)

Впровадження права ЄС (1)

- Впровадження законодавства ЄС, на жаль, відрізняється у різних країнах-членах, із таких причин:
 - **юридичні причини**
 - Директива на противагу Регламенту → тенденція до прийняття Регламентів
 - **причини перенесення (транспонування)**
 - MS затримує процедуру перенесення (тобто, навмисно, занадто багато законодавчих досьє на столі)
 - провадження у справі про порушення Договору (про заснування ЄС)?
 - приклади:
 - *FRA: 16 липня 2013 року*
 - *GER: 22 липня 2013 року*
 - *AUT: 29 липня 2013 року*
 - *CZE: 19 серпня 2013 року (плюс специфіка)*
 - *HUN: 16 березня 2014 року*
 - *POR: 25 лютого 2015 року*
 - *SLO: 23 травня 2015 року*
 - *POL: законопроект, грудень 2016 р*

Аспекти імплементації (2)

Впровадження права ЄС (2)

- **управлінські причини**

- затримки на рівні ЄС викликають затримку в реалізації (наприклад, MiFID II, PRIIPS, UCITS V)

- жорсткі строки, встановлені ЄС

- законодавство, що має імплементувати Директиви, не готове або стає предметом інтенсивного обговорення

- скорочення тривалості законодавчого процесу на рівні ЄС через посилення політичної уваги

- тріалоги, як правило, прискорюють процес

- юридична невизначеність

- виклики для ІТ-інфраструктури та реалізації

- менше узгодженості у національному транспонуванні (за винятком випадків, коли приймаються Регламенти ЄС)

Аспекти імплементації (3)

Висновки для України (1)

- поточний аналіз *банківського середовища* в Україні виявляє значний розрив зі стандартами ЄС
 - деталізація стандартів
 - суттєвість стандартів
 - складність стандартів
- технічний аналіз показав, що Угода про асоціацію (АА) призведе до модернізації існуючого регуляторного середовища в Україні
 - виклики перетворення та переходу до стандартів ЄС
 - АА не завжди чітко визначає часовий горизонт переходу до стандартів ЄС (тобто технічних заходів імплементації)
 - викликом є розуміння взаємозв'язку між різними регуляторними документами ЄС при їх імплементації (впровадження) у відмінних умовах

Аспекти імплементації (4)

Висновки для України (2)

- Вплив Угоди про асоціацію (АА), як видається, призведе до значних галузевої консолідації як на банківському ринку, так і на ринку цінних паперів
 - гравці галузі часто не готові / не підходять для такого рівня регулювання
 - впровадження нових правил, часто проводиться у невідповідний, швидкий спосіб
- АА також має посилити економічне та регуляторне середовище в Україні з метою переходу до стандартів ЄС
 - необхідне калібрування
 - необхідність "перекладу" мови права ЄС на українську мову (*та сприйняття*)
 - слід пам'ятати про обґрунтування (підстави) регуляторних режимів ЄС
- пропозиція, що базується на технічному аналізі: "один крок за іншим" – це найбільш перспективний шлях розвитку

Обговорення

**Дуже вдячний за
Вашу увагу!**

Контакт: armin.kammel@voeig.at