

УДК 336.76.07

DOI <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2026.01.1.66>

САМОРЕГУЛЮВАННЯ НА РИНКАХ КАПІТАЛУ ТА ОРГАНІЗОВАНИХ ТОВАРНИХ РИНКАХ: ДОСВІД СПОЛУЧЕНИХ ШТАТІВ АМЕРИКИ

Шевченко М.В.,

*доктор філософії з права,
старший викладач кафедри
публічного та приватного права
Університету митної справи та фінансів
ORCID: 0000-0002-6708-016X*

Шевченко М.В. Саморегулювання на ринках капіталу та організованих товарних ринках: досвід Сполучених Штатів Америки.

За результатами дослідження американського законодавства про ринки капіталу та організовані товарні ринки, автор з'ясував, що воно допускає можливість делегування фондовим біржам та об'єднанням професійних учасників ринків капіталу деяких регуляторних повноважень, зокрема, тих, що пов'язані із ліцензуванням професійних учасників цих ринків шляхом проведення кваліфікаційних екзаменів, встановленням та контролем дотримання ринкових правил із застосуванням заходів відповідальності до порушників (виключення, призупинення членства, обмеження діяльності, функцій та операцій, штраф, додатковий попередній контроль (цензура), призупинення або заборони на об'єднання із іншим професійним учасником ринку тощо). Установлено, що рішення про застосування заходів відповідальності можуть бути оскаржені до відповідного державного регуляторного органу, який може підтримати це рішення, змінити або скасувати його, у тому числі з поверненням матеріалів саморегулювальної організації для повторного розгляду. Крім того, порівняльний аналіз показав, що у США правила ринку встановлюються та переглядаються саморегулювальною організацією за процедурою, яка включає, серед іншого, проведення Комісією з цінних паперів та фондових ринків США громадських консультацій щодо відповідних правил із врахуванням думок та зауважень громадськості при схваленні чи несхваленні правил ринку чи змін до них. На доповнення до того, у статті вказано на те, що уповноважений державний регуляторний орган, якщо це є необхідним в суспільних інтересах, для захисту інвесторів або іншим чином для досягнення цілей законодавства про ринок капіталу може призупинити на період до 12 місяців або скасувати реєстрацію саморегулювальної організації, або піддати її діяльність попередньому контролю чи запровадити обмеження її діяльності, функцій та операцій, якщо відповідний державний регуляторний орган за результатами слухання за участю саморегулювальної організації встановить, що така саморегулювальна організація порушила або не може дотримуватися будь-якого положення законодавства або своїх власних правил, або без достатніх підстав чи поважних причин не забезпечила дотримання цих вимог її членами (учасниками).

Ключові слова: делеговані повноваження саморегулювальної організації, органи управління саморегулювальної організації, ринки капіталу та організовані товарні ринки у Сполучених Штатах Америки, саморегулювання, санкції щодо членів саморегулювальних організацій.

Shevchenko M.V. Governing the self-regulation in capital markets and commodity markets: experience of the United States.

Having studied the U.S. legislation on capital markets and commodity markets, the author discovered that it allows the delegation of certain regulatory powers to, mainly, stock exchanges, in particular, those related to licensing professional participants in these markets by conducting qualification exams, establishing and monitoring compliance with market rules with the application of liability measures to violators (exclusion, suspension of membership, restrictions on activities, functions and operations, fines, additional prior control (censorship), suspension or prohibition of associations, etc.). It was established that decisions imposing the liability measures can be appealed to the relevant state regulatory authority, which may support this decision, amend it or set it aside, including remanding the case to self-regulatory organization for reconsideration. In addition, the comparative analysis showed that in the United States, market rules are set forth and reviewed by a self-regulatory organization in line with a procedure that includes, among other things, the US Securities and Exchange Commission conducting public consultations on the relevant rules, taking into account the opinions and comments

of the public when approving or disapproving market rules or changes to them. Furthermore, the article indicates that the competent regulatory authority, if it is necessary in the public interest, to protect investors or otherwise to achieve objectives of the legislation, may suspend for a period of up to 12 months or cancel the registration of a self-regulatory organization, or subject its activities to prior control (censure) or introduce restrictions on its activities, functions and operations, if the relevant regulatory authority, following a hearing with the participation of the self-regulatory organization, establishes that such organization has violated or cannot comply with any provision of the law or its own rules, or has failed without sufficient grounds or good reason to ensure compliance with these requirements by its members (participants).

Key words: governing bodies of self-regulatory organization, powers of self-regulatory organization, self-regulation, self-regulation in capital markets and commodity markets in the United States of America, sanctions for members of self-regulatory organization.

Постановка проблеми. Американський досвід визначення та забезпечення дотримання правил ринків капіталу та організованих товарних ринків самими учасниками цих ринків на основі делегованих повноважень від державних регуляторів має особливий науковий інтерес як уособлення підходів організації та забезпечення належного функціонування ринкового саморегулювання, які перевірені часом та реалізуються в умовах складних економічних процесів із високим рівнем важливості для економічного добробуту суспільства. Зважаючи на це та у світлі тенденції до наближення до розгортання та утвердження механізмів саморегулювання у багатьох сферах суспільних відносин, цей американський досвід заслуговує на особливу увагу.

Метою дослідження є висвітлення особливостей саморегулювання на ринках капіталу та організованих товарних ринках за законодавством США.

Стан опрацювання проблематики. Порівняльно-правовий аналіз положень законодавства США про порядок утворення, реєстрації та формування персонального складу органів управління саморегульованих організацій, так само як про регуляторні повноваження саморегульованих організацій щодо визначення правил ринків капіталу та організованих товарних ринків, а також щодо способів забезпечення їх дотримання та відповідальності за це лише поверхнево досліджувались українським науковим співтовариством та зарубіжними вченими. Увага приділялась, головним чином, організаційним аспектами, пов'язаним із цими інституціями ринкового самоврядування, статистиці їх діяльності та окремим їх повноваженням. Зокрема, основою для подальшого дослідження та систематизації знань про американський досвід саморегулювання на ринках капіталу та організованих товарних ринках є праці М.Ю. Головача [1], Н.М. Ковалко [2] та Г. Франка-Холцнера [3].

Виклад основного матеріалу. Відповідно до американського законодавства на фондовому ринку діє значна кількість саморегульованих організацій, які утворюються за територіальним, організаційним або функціональним принципом. До них належать кілька відомих бірж активів та регуляторних органів, у тому числі: Нью-Йоркська фондова біржа, Регуляторний орган фінансового ринку (Financial Industry Regulatory Authority; FINRA), регіональні фондові біржі тощо. Ці організації створюють правила, які є обов'язковими для їх членів, та вживають дисциплінарних заходів щодо їх членів з дозволу Комісії з цінних паперів та фондових ринків Сполучених Штатів Америки. Вони також створюють і забезпечують дотримання правил, які поширюються на суб'єктах господарювання, що зареєстровані на біржах цих саморегульованих організацій. Саморегульована організація може також допомогти інвесторам зрозуміти, як працюють їх інвестиції, а також надати поради щодо методів пом'якшення потенційних ризиків, пов'язаних із індустрією цінних паперів [4]. Фінансові саморегульовані організації мають подати спеціальну форму до Комісії з цінних паперів та фондових ринків Сполучених Штатів Америки, перш ніж вносити будь-які зміни до їх правил, зокрема щодо правил торгівлі цінними паперами. У заяві саморегульована організація має обґрунтувати необхідність нових правил перед співробітниками Комісії з цінних паперів та фондових ринків Сполучених Штатів Америки, чітко вказавши, що зміна правил зміцнює справедливість торгівлі на ринках та забезпечує захист інвесторів й необхідні процедури ринкового нагляду [5]. Комісія з цінних паперів та фондових ринків Сполучених Штатів Америки запрошує учасників відповідних ринків висловити коментарі до цих заявок, що подаються саморегульованими організаціями, протягом періоду для консультацій [6].

Наприклад, Регуляторний орган фінансового ринку (FINRA), за узагальненням Г. Франка-Холцнера, напрацювала декілька шляхів убезпечення інвесторів на ринках капіталу від шахрайства, маніпуляцій, торгівлі інсайдерською інформацією або інших зловживань з боку професійних учасників ринків капіталу, вчинених для отримання незаконних переваг. По-перше, ця саморегульована організація розробляє та забезпечує дотримання правил та стандартів діяльності усіх брокерів, які працюють у США. Це включає вимогу про те, щоб всі професійні учасники ринку мали ліцензію та

були зареєстровані Регуляторним органом фінансового ринку, склавши його кваліфікаційні іспити. По-друге, ця саморегулівна організація виявляє та запобігає правопорушенням на американських ринках цінних паперів. По-третє, Регуляторний орган фінансового ринку застосовує заходи дисциплінарного впливу до порушників правил ринку капіталу. Ця саморегулівна організація уповноважена карати брокерів-дилерів за порушення правил ринку або федеральних законів про цінні папери шляхом виключення, призупинення членства, обмеження діяльності, функцій та операцій, штрафу, додаткового попереднього контролю, призупинення або заборони на об'єднання із іншим професійним учасником ринку або шляхом накладення будь-якого іншого достатнього стягнення. Так, протягом одного року Регуляторний орган фінансового ринку назавжди заборонив 227 особам та відсторонив 328 осіб від фінансового ринку, наклав штрафи на суму 54,5 мільйона доларів, зобов'язав сплатити 26,2 мільйона доларів відшкодування та передав 663 справи для адміністративного юрисдикційного провадження та кримінального переслідування [3, с. 1903-1904, 1916].

Процедура утворення саморегулівних організацій на ринку капіталу, питання складу та повноважень органів управління саморегулівних організацій, процедура прийняття ними нормативно-правових актів про порядок діяльності та відповідальність їх членів, так само як й взаємодія між ними та Комісією з цінних паперів та фондових ринків США, а також інші аспекти організації та функціонування саморегулівних організацій на ринку капіталу докладно визначені американським законодавством.

Так, за змістом ч. «b» ст. 78s розділу 15 Кодексу законодавства США саморегулівна організація повинна подати Комісії з цінних паперів та фондових ринків США (Комісії), копії будь-якого запропонованого правила або будь-яких запропонованих змін, доповнень або вилучення з правил саморегулівної організації, що супроводжується стислим загальним викладом передумов та мети таких нововведень. Комісія повинна якомога швидше після дати подання будь-якої запропонованої зміни правила опублікувати повідомлення про це разом із суттю запропонованої зміни правила або описом пов'язаних предметів та питань. Комісія має надати заінтересованим особам можливість подати думки та зауваження щодо запропонованих змін та врахувати їх при прийнятті рішення з питання їх схвалення. Жодна запропонована зміна правила не набуде чинності, якщо вона не буде схвалена комісією або іншим чином дозволена відповідно до положень цього підрозділу. Комісія не пізніше ніж через 180 днів після дати оприлюднення змін має видати наказ про їх схвалення або відхилення. Комісія схвалює зміни у разі, якщо вона вважає, що запропонована зміна правил відповідає вимогам законодавства. Так само, запропонована зміна правил вважається схваленою комісією, якщо вона не прийняла рішення з цього питання у строк, установлений законом [7].

Неупередженості посадових осіб саморегулівних організацій при прийнятті рішень значною мірою сприяє включення незалежних членів до складу їх виконавчих та дисциплінарних органів.

Так, за змістом п. 1 ч. «b» ст. 1.64 розділу 17 Електронного кодексу федерального законодавства США кожна саморегулівна організація має забезпечувати те, щоб 20 % або більше постійних членів виконавчого органу з правом голосу були особами, які:

- мають знання у сфері торгівлі цінними паперами чи фінансового регулювання або іншим чином підтверджують їх спроможність брати ефективну участь у обговореннях поточних питань діяльності виконавчого органу;
- не є членами чи штатними працівниками саморегулівної організації, не надають їй послуги в іншій якості;
- не є посадовими особами або працівниками фірми, яка має членство в саморегулівній організації [8].

Більше того, якщо саморегулівна організація діє на організованому товарному ринку 10 або більше відсотків постійних голосуючих членів виконавчого органу складаються, де це можливо, з осіб, які представляють фермерські господарства, товаровиробників, торговців або експортерів основних товарів, що лежать в основі товарних ф'ючерсів або товарних опціонів, що торгуються на контрактному ринку (п. 2 ч. «b» ст. 1.64 розділу 17 Електронного кодексу федерального законодавства США). Також, саморегулівна організація має забезпечувати те, щоб:

- принаймні 1 член кожного основного дисциплінарного комітету або його комісії був особою, яка не є членом саморегулівної організації, коли такий комітет або комісія діє здійснює дисциплінарне провадження;
- кожен основний дисциплінарний комітет або його комісія включали достатню кількість різних інтересів членів, щоб забезпечити справедливість та запобігти особливому ставленню або преференціям для будь-якої особи під час виконання обов'язків комітету або комісії;
- у випадку організованих товарних ринків – понад 50 % кожного основного дисциплінарного комітету або його комісії з розгляду справ включали осіб, що представляють інтереси членів, відмінні від інтересів осіб, пов'язаних із предметом дисциплінарного провадження (ч. «c» ст. 1.64 розділу 17 Електронного кодексу федерального законодавства США) [8].

Справедливість та ефективність діяльності саморегульованих організацій на виконання її делегованих регуляторних повноважень забезпечується також заходами державного контролю, які охоплюють, серед іншого, рішення про застосування заходів дисциплінарного впливу до членів саморегульованих організацій.

Так, у положеннях ч. «d» ст. 78s розділу 15 Кодексу законодавства США йдеться про те, що якщо будь-яка саморегульована організація накладає остаточне дисциплінарне стягнення на будь-якого свого члена (учасника), відмовляє в членстві (участі) будь-якому заявнику, або забороняє чи обмежує будь-яку особу щодо доступу до послуг, що пропонуються такою організацією або її членом, або якщо будь-яка саморегульована організація накладає остаточне дисциплінарне стягнення на будь-яку особу, пов'язану з членом, або забороняє будь-якій особі асоціюватися з членом, саморегульована організація має негайно подати повідомлення про це до відповідного регуляторного органу, а також до відповідного регуляторного органу для такого члена, учасника, заявника або іншої особи. Державний регуляторний орган може переглянути рішення саморегульованої організації про застосування дисциплінарного стягнення (з можливістю призупинити його на час для прийняття рішення) за власною ініціативою або за заявою будь-якого учасника ринку, який вважає, що таким рішенням порушені його права та подав заяву про його перегляд упродовж 30 днів з дня, коли довідався або мав довідатись про відповідний факт. За результатами перегляду рішення про застосування дисциплінарного стягнення державний регуляторний орган може його підтримати, змінити або скасувати, у тому числі з поверненням матеріалів саморегульованої організації для повторного розгляду [7].

Окремо американським законодавством урегульовано застосування заходів реагування до самих саморегульованих організацій. Приписи ч. «h» ст. 78s розділу 15 Кодексу законодавства США передбачають, що уповноважений державний регуляторний орган, якщо це є необхідним в суспільних інтересах, для захисту інвесторів або іншим чином для досягнення цілей законодавства про ринок капіталу може призупинити на період, що не перевищує 12 місяців, або скасувати реєстрацію саморегульованої організації, або піддати її діяльність попередньому контролю (censure) чи запровадити обмеження її діяльності, функцій та операцій саморегульованої організації, якщо відповідний державний регуляторний орган за результатами слухання за участю саморегульованої організації встановить, що така саморегульована організація порушила або не може дотримуватись будь-якого положення законодавства або своїх власних правил, або без достатніх підстав чи поважних причин не забезпечила дотримання цих вимог її членами (учасниками) [7].

Висновки. Таким чином, американське законодавство про ринок капіталу та організовані товарні ринки допускає можливість делегування фондовим біржам та об'єднанням професійних учасників ринків капіталу деяких регуляторних повноважень, зокрема, тих, що пов'язані із ліцензуванням професійних учасників цих ринків шляхом проведення кваліфікаційних екзаменів, встановленням та контролем дотримання ринкових правил із застосуванням заходів відповідальності до порушників (виключення, призупинення членства, обмеження діяльності, функцій та операцій, штраф, додатковий попередній контроль (цензура), призупинення або заборони на об'єднання із іншим професійним учасником ринку тощо). Рішення про застосування заходів відповідальності можуть бути оскаржені до відповідного державного регуляторного органу, який може підтримати це рішення, змінити або скасувати його, у тому числі з поверненням матеріалів саморегульованої організації для повторного розгляду.

Правила ринку встановлюються та переглядаються саморегульованою організацією за процедурою, яка включає, серед іншого, проведення Комісією з цінних паперів та фондових ринків США громадських консультацій щодо відповідних правил із врахуванням думок та зауважень громадськості при схваленні чи несхваленні правил ринку чи змін до них. Застосовуються принцип мовчазної згоди комісії на нову редакцію правил ринку у разі пропущення нею строків їх розгляду.

Уповноважений державний регуляторний орган, якщо це є необхідним в суспільних інтересах, для захисту інвесторів або іншим чином для досягнення цілей законодавства про ринок капіталу може призупинити на період до 12 місяців або скасувати реєстрацію саморегульованої організації, або піддати її діяльність попередньому контролю чи запровадити обмеження її діяльності, функцій та операцій, якщо відповідний державний регуляторний орган за результатами слухання за участю саморегульованої організації встановить, що така саморегульована організація порушила або не може дотримуватись будь-якого положення законодавства або своїх власних правил, або без достатніх підстав чи поважних причин не забезпечила дотримання цих вимог її членами (учасниками).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Holovach M. Analysis of the regulatory framework of foreign countries in terms of the functioning of securities markets as an integral part of ensuring its security. 2023. Economics and Region № 2 (89). pp. 60-67. DOI: 10.26906/eip.v0i2(89).2935.

2. Ковалко Н.М. Сучасна система саморегулювання на ринку цінних паперів США. *Вчені записки Таврійського національного університету імені В. І. Вернадського. Серія: Юридичні науки*. 2018. Т. 29(68). № 5. С. 49-53. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/UZTNU_law_2018_29\(68\)_5_11](http://nbuv.gov.ua/UJRN/UZTNU_law_2018_29(68)_5_11).
3. Frank-Holzner H. Who Watches the Watchers?: FINRA, Self-Regulatory Organizations, and the Next Evolution of Appointment and Removal Jurisprudence. *Minnesota Law Review*. 2025. Vol. 109. Issue 4. URL: <https://scholarship.law.umn.edu/minnlrev/vol109/iss4/6>.
4. Exchange & Self-Regulatory Organisation Materials. *Georgetown Law Library*. URL: <https://guides.ll.georgetown.edu/c.php?g=365494&p=2469232>.
6. Hayes A. Self-Regulatory Organization (SRO): Definition and Examples. 2015, 11 February. URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sro.asp>.
7. U.S. Securities and Exchange Commission. Self-Regulatory Organisation Rulemaking. URL: <https://www.sec.gov/rules/sro>.
8. 15 U.S. Code § 78s - Registration, responsibilities, and oversight of self-regulatory organizations. URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78s>.
9. 17 U.S. Code of Federal Regulations § 1.64 - Composition of various self-regulatory organization governing boards and major disciplinary committees. URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/1.64>.

Дата першого надходження рукопису до видання: 20.12.2025
Дата прийняття до друку рукопису після рецензування: 26.01.2026
Дата публікації: 2.02.2026

© Шевченко М.В., 2026

Стаття поширюється на умовах ліцензії CC BY 4.0