

*Oksana Zaychenko**

ROZWÓJ RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA UKRAINIE W ASPEKcie FUNKCJONOWANIA UKRAIŃSKIEJ GIELDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Wstęp

Proces transformacji systemowej, obejmujący zarówno sektor gospodarczy, jak i sferę polityczną na Ukrainie, mający na celu przejście od gospodarki planowanej do rynkowej, wymaga przeprowadzenia istotnych zmian na już funkcjonujących nowo powstałych rynkach oraz udoskonalenia form prawno-regulacyjnych, określających funkcjonowanie całego systemu gospodarczego. Obecnie obserwuje się proces dosyć gwałtownych zmian na rynkach towarów i usług, w sektorze finansów, a także na rynku pracy, zaś szczególnie gwałtownie rozwijają się rynki papierów wartościowych. Zachodzące zmiany należy rozpatrywać pod kątem przekształceń tradycyjnych rodzajów handlu i wprowadzenia nowych kierunków, w tym – powstania na Ukrainie sprzedaży giełdowej jako odrębnej formy działalności komercyjnej, ukierunkowanej na sprzedaż szczególnych rodzajów towarów według określonych reguł.

Podstawowym celem niniejszego opracowania jest analiza rozwoju rynku papierów wartościowych na Ukrainie, ze szczególnym uwzględnieniem funkcjonowania Ukraińskiej Giełdy Papierów Wartościowych w Kijowie.

1. Rynek papierów wartościowych na Ukrainie

Rynek papierów wartościowych¹ to część rynku kapitałowego, obejmująca wyłącznie transakcje długoterminowymi papierami wartościowymi, takimi jak: akcje, obligacje, opcje, jednostki uczestnictwa w funduszach powier-

* Mgr, doktorantka w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ M. Solodkyj, *Birżowyj rynek*, Dżerela–Moskwa–Kijów 2001, s. 284.

nicznych, a także innymi, specyficznymi dla danego kraju, dopuszczonymi przez właściwy organ do obrotu na tym rynku. Rozwój rynku papierów wartościowych na Ukrainie przebiega w trzech etapach².

Etap pierwszy (druga połowa 1990 r. – pierwsza połowa 1994 r.). Każde państwo, które zostało utworzone na skutek rozpadu ZSSR, otrzymało w spadku gospodarkę planowaną. Środków na utrzymanie nierentownych przedsiębiorstw Ukraina nie miała, a proces transformacji gospodarki wymagał istotnych zmian w strukturze zarządzania przedsiębiorstwami. W tej sytuacji jedynym wyjściem było przeprowadzenie **masowej prywatyzacji**. Na pewno prywatyzacja nie jest najlepszym rozwiązaniem zmiany formy zarządzania w małych firmach, jak również duże przedsiębiorstwa stosowały emisję papierów wartościowych nie w celu przyciągnięcia kapitału, lecz by zmienić formę własności z państwowej na prywatną. Efektem ubocznym tych procesów było „obowiązkowe” uczestnictwo wszystkich obywateli w prywatyzacji. Warto zaznaczyć, iż w porównaniu z krajami europejskimi, gdzie w obiegu znajdują się przeważnie papiery wartościowe na okaziciela, prywatyzacja na Ukrainie bazuje na imiennych papierach wartościowych³.

Właśnie przez to, że na pierwszych etapach rozwój tego segmentu rynku był chaotyczny i nie podlegał kontroli, prowadził do wielkich wstrząsów i na długo pozostawił w świadomości społeczeństwa nieufność do instrumentów finansowych jako przedmiotu inwestowania. Hamuje to z kolei proces prywatnych inwestycji na Ukrainie, gdyż w większości wysoko rozwiniętych krajów rola i udział indywidualnych inwestorów ma wielkie znaczenie w funkcjonowaniu rynku giełdowego.

Drugi etap (druga połowa 1994 r. – sierpień 1998 r.) charakteryzuje się aktywną sprzedażą znacznych portfeli akcji dużych przedsiębiorstw, szybkim rozwojem rynku giełdowego i pozagiełdowego, pojawieniem się dużej ilości pośredników finansowych. W okresie boomu prywatyzacyjnego w latach 1995–1996 sprywatyzowano ponad 35 tys. przedsiębiorstw, zaś ogólnie w latach 1992–1998 – ponad 62 tys. przedsiębiorstw⁴.

Prywatyzacja na Ukrainie rozpoczęła się w roku 1992. Programy prywatyzacyjne zatwierdzone były przez parlament w latach: 1992, 1994, 1997, 1998 i 1999. Programami zarządzał utworzony w 1992 r. Fundusz Majątku Państwa⁵, sprawujący nadzór nad prywatyzacją i uprawniony również do

² M. Burmaka, W. Korniejew, *Etapy rozwoju rynku kapitałowego na Ukrainie*, „Rynek Papierów Wartościowych” 2000, nr 11.

³ S. Chorużyj, *Obrót papierami wartościowymi*, „Ryzyka Finansowe” 2000, nr 12.

⁴ Dane podane przez Fundusz Majątku Państwa oraz umieszczone na stronie internetowej Funduszu <http://www.spfu.gov.ua>.

⁵ **Fundusz Majątku Państwa (FMP)** to instytucja odpowiedzialna za całość procesów prywatyzacyjnych; została utworzona w 1991 r. i ma za zadanie: ochronę praw własności w kraju i za granicą, reprezentowanie przedsiębiorstw państwowych w procesie prywatyzacji

przywracania własności państwowej (w trybie sądowym) w przypadku niedotrzymania warunków, do spełnienia których zobowiązali się przy zakupie akcji właściciele sprywatyzowanych przedsiębiorstw. W październiku 1994 r. wprowadzono tzw. program masowej prywatyzacji, który polegał na udziale społeczeństwa w procesie prywatyzacji majątku narodowego na drodze wymiany świadectw kompensacyjnych⁶ i prywatyzacyjnych na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw. Prywatyzacja „certyfikutowa”, zakończona w 1999 r., nie osiągnęła zakładanych celów, którymi były: szybkość i prostota realizacji, równomierny i sprawiedliwy podział majątku państwowego oraz stworzenie rynku kapitałowego. Ujawniła się natomiast wada tego systemu, czyli rozdrobnienie własności uniemożliwiający zarządzanie przedsiębiorstwem i zniechęcający inwestorów zagranicznych. Proces ten nazwano „papierową prywatyzacją”, która wprawdzie wciągnęła dużą część społeczeństwa w procesy prywatyzacji i pozwoliła zdobyć pierwsze doświadczenia z zakresu gospodarki rynkowej, ale rozproszyła prawa własności i nie dostarczyła kapitału niezbędnego do rozwoju przedsiębiorstw.

W maju 1995 r. banki komercyjne uzyskały prawo do bezpośredniego uczestnictwa w procesie prywatyzacji, co doprowadziło do wzrostu konkurencji wśród instytucjonalnych uczestników rynku.

Widoczne są również posunięcia ze strony instytucji ustawodawczych, które zatwierdziły wiele aktów prawnych regulujących rynek kapitałowy. Rada Najwyższa we wrześniu 1995 r. zatwierdziła Konwencję funkcjonowania oraz rozwoju rynku kapitałowego na Ukrainie, według której rynek kapitałowy powinien charakteryzować się następującymi cechami: przejrzystością, płynnością, efektywnością oraz innowacyjnością. Następnie została uchwalona ustawa o regulacji państwowej rynku papierów wartościowych na Ukrainie z 30 października 1996 r. i ustawa o krajowym systemie depozytowym oraz zasadach obrotu papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie z 10 grudnia 1997 r. Jednak, mimo licznie przyjętych aktów

i tworzenie spółek z ich udziałem, przeprowadzanie procesów prywatyzacyjnych, wspieranie procesów demonopolizacji i tworzenie warunków do rozwoju konkurencji gospodarczej. Dekret Prezydenta Ukrainy z 13 marca 1999 r. włączył Fundusz do organów władzy wykonawczej i podporządkował Radzie Najwyższej. Prezes Funduszu powoływany jest i odwoływany przez Prezydenta Ukrainy w uzgodnieniu z Radą. Zajmuje się promocją inwestycji zagranicznych oraz wszelkimi działaniami związanymi z procesami prywatyzacji i sprzedaży mienia państwowego.

⁶ Świadectwa kompensacyjne wyemitowano w celu zrekompensowania społeczeństwu oszczędności utraconych wskutek inflacji. W latach 1995–1998 społeczeństwo wykupiło 46 mln powszechnych świadectw udziałowych oraz świadectwa kompensacyjne na kwotę 1 mld hrywien. Tymczasem w 1996 r. przeprowadzono indeksację zdeprecjonowanych w wyniku inflacji środków trwałych firm, bez jednoczesnej indeksacji certyfikatów prywatyzacyjnych. W rezultacie realna wartość certyfikatu prywatyzacyjnego spadła do wartości ok. 10 hrywien, co w zasadzie nie odpowiadało 1/52 milionowej części prywatyzowanego majątku państwowego.

prawnych, organy władzy i kontroli nie były jeszcze w należyty sposób przygotowane do takiego „boomu giełdowego”, co prowadziło do łamania prawa.

Ukraiński rynek giełdowy został poważnie dotknięty kryzysem rosyjskim w 1998 r. Zmniejszyły się obroty i kapitalizacja rynku, w rezultacie czego rynek papierów wartościowych nie stał się źródłem finansowania dla firm potrzebujących kapitału. Transakcje giełdowe ograniczały się do emisji akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw. Około dwie trzecie obrotów na rynku pierwotnym i 99% transakcji na rynku wtórnym były dokonywane w systemie tradycyjnym. W łącznej wartości obrotów rynku kapitałowego akcje stanowiły 60%, weksle 32%, a obligacje skarbowe 6%⁷. Kryzys wymusił dokonanie istotnych zmian w regulacjach rynku papierów wartościowych oraz zasadach funkcjonowania uczestników tego rynku. Do podstawowych osiągnięć tego etapu można zaliczyć:

- 1) rozwój infrastruktury giełdowej;
- 2) powstanie grupy profesjonalnych uczestników rynku giełdowego (biura maklerskie oraz instytucje finansowe);
- 3) utworzenie i funkcjonowanie państwowych instytucji nadzorczych (np. w maju 1995 r. powstała Krajowa Komisja Papierów Wartościowych i Giełd);
- 4) gwałtowny napływ kapitału zagranicznego.

Etap trzeci (początek 1999 r. – do dziś). Od początku roku 1999 następuje nowy etap w rozwoju ukraińskiego rynku kapitałowego. Przede wszystkim zostają podjęte działania, mające na celu zapewnienie przejrzystości rynku w okresie pokryzysowym. Podstawowe dziedziny działalności Krajowej Komisji Papierów Wartościowych skierowane były na nadzór nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji, ochronę praw inwestorów, zwiększenie jakości usług świadczonych przy realizacji transakcji papierami wartościowymi. Zostały wprowadzone bardziej rygorystyczne zasady sprawozdawczości profesjonalnych uczestników rynku, przedsiębiorstw, których akcje zostały dopuszczone do obrotu publicznego oraz dotyczące udostępniania informacji o emitentach.

Sytuację na rynku kapitałowym w 2000 r. można scharakteryzować następująco⁸:

- 1) transakcje papierami wartościowymi są realizowane głównie na rynku pozagiełdowym lub w Pierwszym Giełdowym Systemie Handlowym⁹. Z tego

⁷ Dane statystyczne zaciągnięto ze strony internetowej Państwowego Funduszu Majątkowego <http://www.spfu.gov.ua>.

⁸ J. Krawczyński, *Rynek papierów wartościowych*, VIRA-P, Kijów 2002, s. 28.

⁹ **Pierwszy Giełdowy System Handlowy** jest regulowanym rynkiem pozagiełdowym akcji i obligacji na Ukrainie. System został założony w grudniu 1995 r. przez stowarzyszenie licencjonowanych ukraińskich maklerów giełdowych. PGSH jest giełdą „elektroniczną” oraz realizuje transakcje papierami wartościowymi w systemie *on-line*, podobny do amerykańskiego systemu NASDAQ. Obecnie obejmuje swoim zasięgiem 90% ukraińskiego rynku papierów wartościowych. Informacje publikowane są codziennie.

wynika, że większość akcji jest mało zbywalna. Dochody większości uczestników rynku pochodzą ze spekulacji i nie są oni zainteresowani długoterminowymi inwestycjami;

2) wskaźniki makroekonomiczne są niskie; rynek, przede wszystkim giełdowy, jest na tyle słabo rozwinięty, że nie można go porównywać z rynkami niektórych rozwiniętych krajów europejskich. Emitenci nie na tyle są zainteresowani wejściem na rynki kapitałów; dążą do utrzymania dużych portfeli akcji, nie uwzględniając perspektyw i możliwości mobilizacji kapitału na rynku;

3) infrastruktura rynku nie jest w pełni rozbudowana i nie jest jeszcze w stanie zapewnić sprawnego funkcjonowania rynku papierów wartościowych, dotyczy to w szczególności instytucji depozytowych oraz clearingowych;

4) działalność na ukraińskim rynku papierów wartościowych jest obciążona dużym ryzykiem (kredytowym, politycznym, podatkowym itp.);

5) rozwój ukraińskiego rynku papierów wartościowych hamuje wysoki poziom inflacji. Emitenci nie są w stanie wypłacać dywidendy;

6) dostępność informacji o spółkach akcyjnych nie jest wystarczająca i nie są one wiarygodne. Nie są również wiarygodne informacje o rynku papierów wartościowych;

7) uczestnicy rynku, w pierwszej kolejności emitenci i pośrednicy finansowi, w swoim gronie kadrowym nie posiadają specjalistów zawodowych, w wyniku czego wiele spółek traci zaufanie klientów;

8) brak odpowiednich regulacji, dotyczących opodatkowania operacji papierami wartościowymi;

9) Rada Najwyższa zbyt wolno uchwała nowe ustawy dotyczące funkcjonowania rynku kapitałowego.

Wszystkie wymienione czynniki oraz wiele innych hamuje rozwój rynku kapitałowego na Ukrainie i stosunkowo ciężko jest prognozować dalsze etapy jego rozwoju. Tak czy owak, istnieją budzące nadzieję czynniki, na podstawie których można budować optymistyczne prognozy.

Zgodnie z Programem działalności Rady Ministrów Ukrainy, przyjętym w kwietniu 2000 r., rząd planuje współdziałać przy rozwoju rynku kapitałowego w następujący sposób:

- rozbudowanie infrastruktury rynku giełdowego;
- zapewnienie przejrzystego systemu rozliczeń i przenoszenia praw własności;
- udoskonalenie mechanizmów korporacyjnego zarządzania, szczególnie ochrona praw akcjonariuszy, publikowanie informacji o działalności emitentów papierów wartościowych;
- podnoszenie poziomu informowania społeczeństwa o funkcjonowaniu rynku papierów wartościowych.

Tabela 1

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne Ukrainy w poszczególnych latach

Wskaźnik	1998	1999	2000	2001	2002
PKB, w mln hrywień	102 593	130 442	170 070	204 190	220 932
PKB, w % do roku poprzedniego	98,1	99,8	105,9	109,2	104,8
Inflacja ^a , w %	120,0	119,2	125,8	106,1	99,4
Bezrobocie, w %	3,7	4,3	4,2	3,7	3,8
Kurs hrywni w stosunku do USD	3,42	5,22	5,43	5,29	5,33
Obroty handlu zagranicznego według głównych parametrów (ceny bieżące)					
Import, w mln. USD	14 675,6	11 846,1	13 956,0	15 775,1	16 976,8
Eksport, w mln. USD	12 637,4	11 581,6	14 572,5	16 264,7	17 957,1
Saldo	-2 038,2	-264,5	616,5	489,6	980,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego Ukrainy; <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

^a W procentach: stosunek grudnia do grudnia roku poprzedniego.

Krajowa Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wspólnie z agencją rozwoju międzynarodowego w USA oraz Financial Markets International stworzyli Grupę Strategiczną do spraw Rozwoju Rynku Kapitałowego na Ukrainie. W jej skład wchodziłi przedstawiciele władzy krajowej, profesjonalni uczestnicy tego rynku i przedstawiciele organizacji międzynarodowych.

Grupa opracowała dokument pt. *Program rozwoju rynku kapitałowego Ukrainy w latach 2001–2005*, w którym zostały przedstawione dotychczasowe wyniki rozwoju rynku kapitałowego Ukrainy i propozycje metod dalszego rozwoju tego rynku.

W ciągu ostatnich dwóch lat na rynku kapitałowym zaszły istotne zmiany na skutek opracowania nowych aktów prawnych, regulujących rynek. W wyniku masowej prywatyzacji powstała duża liczba spółek akcyjnych, a jako instrument rynku papierów wartościowych zostały wprowadzone obligacje komunalne itp.

Specjaliści, którzy opracowywali program uważają, że Ukrainie jest potrzebny niezawodny, przejrzysty, efektywnie działający i charakteryzujący się dużym stopniem zbywalności papierów wartościowych rynek kapitałowy, który może zapewnić realizację państwowych interesów Ukrainy i będzie sprzyjać konsolidacji gospodarki. W tym celu trzeba współdziałać przy kierowaniu inwestycji do odpowiedniego sektora gospodarki, opracować odpowiednią strategię ochrony praw i interesów inwestorów, utworzyć system instrumentów finansowych, który przyciągnie inwestorów krajowych i za-

granicznych, przyczynić się do koncentracji i centralizacji sprzedaży korporacyjnych papierów wartościowych na rynku organizowanym na warunkach doskonałej konkurencji i innowacji, skoordynować politykę państwa w stosunku do rynku kapitałowego z polityką pieniężną oraz fiskalną w celu rozwoju rynku papierów wartościowych Ukrainy.

Program opracowany przez Grupę Strategiczną nie jest dokumentem ustawodawczym ani państwowym – to przede wszystkim propozycje specjalistów do spraw kierunków rozwoju rynku kapitałowego Ukrainy. Teraz jest niezbędne poparcie ze strony państwa, aby realizować ten program, także poprzez ustawodawstwo.

2. Ukraińska Gielda Papierów Wartościowych w Kijowie

Zgodnie z ustawą o papierach wartościowych i giełdach Ukraińska Gielda Papierów Wartościowych jest spółką akcyjną, która zapewnia kształtowanie się kursu giełdowego papierów wartościowych oraz prowadzi działalność zgodnie z ustawą, innymi aktami prawnymi Ukrainy i zatwierdzonym Statutem.

Giełdę papierów wartościowych założyć może nie mniej niż 20 założycieli – profesjonalnych uczestników rynku, którzy mają zezwolenie na obrót papierami wartościowymi pod warunkiem, że kapitał zakładowy wniesiony przez nich będzie nie mniejszy niż 10 000-krotność nie podlegającego opodatkowaniu minimalnego miesięcznego wynagrodzenia obywateli¹⁰. Gielda papierów wartościowych nabywa osobowość prawną z chwilą rejestracji w Krajowej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Ukraińska Gielda Papierów Wartościowych (UGPW) – pierwsza giełda na Ukrainie od momentu ogłoszenia jej niepodległości – założona została w formie spółki akcyjnej pod koniec roku 1991, biorąc na siebie obowiązek kreowania ukraińskiego rynku papierów wartościowych i stworzenie sprzyjających warunków dla jego sprawnego funkcjonowania. Podobnie jak i inne giełdy na świecie nie ma na celu osiągnięcia zysków z działalności i zajmuje się wyłącznie organizacją zawierania umów kupna i sprzedaży papierów wartościowych między uczestnikami giełdy, nie realizując przy tym operacji w swoim imieniu. Założycielami Giełdy, jej akcjonariuszami są banki komercyjne, wśród których można wyróżnić takie największe banki Ukrainy, jak Ukribank, Agroprombank, Ukrsochbank, Agroprombank „Ukraina”, Bank Oszczędnościowy Ukrainy oraz największe banki regionów Odessy, Dniepropietrowska, Charkowa, Doniecka, Krymu.

¹⁰ Zgodnie z ustawą o określeniu wielkości minimalnego miesięcznego wynagrodzenia w roku 2003 minimalny miesięczny dochód obywateli nie podlegający opodatkowaniu na Ukrainie wynosi 17 hrywien. W związku z tym kapitał zakładowy powinien wynosić nie mniej niż 170 000 hrywien.

Podstawowymi organami giełdy są:

- 1) Walne Zgromadzenie, będące jej wewnętrznym organem ustawodawczym;
- 2) Rada Giełdy, organ nadzorczy;
- 3) Zarząd Giełdy, organ wykonawczy.

Misją Giełdy jest przede wszystkim zapewnienie efektywnego, przejrzystego, płynnego mechanizmu obrotu giełdowego, skupiającego obrót wyemitowanych na Ukrainie papierów wartościowych oraz świadczenie wysokiej jakości usług w zakresie organizacji obrotu giełdowego, produktów giełdowych i upowszechnianie informacji w celu realizacji potrzeb emitentów i inwestorów. Podstawowym celem Giełdy jest rozwój rynku kapitałowego Ukrainy i zapewnienie najwyższego poziomu bezpieczeństwa obrotu papierami wartościowymi.

Pierwsza sesja Ukraińskiej Giełdy Papierów Wartościowych odbyła się 6 lutego 1992 r. Jako ciekawostkę warto zaznaczyć, iż 13 grudnia 1993 r. obrót papierami wartościowymi odbył się już w systemie elektronicznym. Obecnie oprócz samej Giełdy funkcjonuje 25 jej filii w największych miastach Ukrainy. Sesje na UGPW odbywają się codziennie od poniedziałku do piątku w godzinach od 11.00 do 16.00.

Według analizy działalności Ukraińskiej Giełdy Papierów Wartościowych w latach 2000–2003 podstawowymi instrumentami są akcje spółek, które należały do Skarbu Państwa (rynek pierwotny) oraz powstały w procesie prywatyzacji, a także weksle Funduszu Emerytalnego, które występowały na rynku do kwietnia 2002 r. W roku 2003 zostały wprowadzone do obiegu nowe instrumenty: akcje spółek, należących do samorządów lokalnych, obligacje przedsiębiorstw i instrumenty pochodne (opcje).

Jak wynika z tab. 2, największe obroty osiągnięto w roku 2000 (233 154 850,1 hrywień). Wzrost ten jest spowodowany m. in. realizacją przez Fundusz Majątku Państwa *Programu prywatyzacji na lata 2000–2002*, który został opracowany wspólnie z Narodowym Bankiem Ukrainy oraz został zatwierdzony przez Radę Najwyższą ustawą o prywatyzacji majątku państwa z 18 maja 2000 r. Na rynek pierwotny zostały wprowadzone pakiety akcji najbardziej rozwiniętych przedsiębiorstw przemysłu energetycznego, m. in. Państwowej Energetycznej Spółki Akcyjnej (PESA) „Odessaoblenergo” (7,069% kapitału zakładowego), PESA „Czernigiwoblenergo” (8,63% kapitału zakładowego), PESA „Kryminergo” (1,812% kapitału zakładowego) oraz przemysłu naftowego – „Rafineria w Odessie” S.A. (25% kapitału zakładowego) itp. Dobry klimat dla inwestycji stworzył również wzrost gospodarczy oraz pomyślną koniunkturę na Ukrainie. Jako przykład, w roku 2000 PKB Ukrainy podniósł się o 5%¹¹, gdy w latach poprzednich ten wskaźnik był ujemny; ożywienie nastąpiło również w przemyśle oraz produkcji krajowej.

¹¹ Dane Urzędu Statystyki Ukrainy zamieszczone na stronie internetowej <http://www.icps.com.ua>.

Tabela 2

Operacje kupna-sprzedaży papierów wartościowych, które zostały zrealizowane na Ukrainńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Kijowie w poszczególnych latach

Rodzaj papieru wartościowego	2000		2001		2002		2003	
	Ilość sprzedanych papierów wartościowych	Obroty w hrywniach	Ilość sprzedanych papierów wartościowych	Obroty w hrywniach	Ilość sprzedanych papierów wartościowych	Obroty w hrywniach	Ilość sprzedanych papierów wartościowych	Obroty w hrywniach
Rynek pierwotny								
Akcje spółek, utworzonych w procesie prywatyzacji, należących do Skarbu Państwa	436 330 364	187 854 850,14	10 428 844	21 675 972,87	78 499 208	13 110 191,62	77 189 211	15 543 481,75
Akcje spółek, należących do samorządów lokalnych	–	–	–	–	–	–	18 794 941	5 438 945,89
Weksle Funduszu Emerytalnego Ukrainy	1 041	28 700 000	292	6 711 686,37	115 ^a	2 750 368,5	–	–
Obligacje przedsiębiorstw	–	–	–	–	–	–	9 915	5 040 123,38
Instrumenty pochodne	–	–	–	–	–	–	1 127	14 768 522
Rynek wtórny								
Akcje	59 600 000	14 400 000	4 619 087	4 237 345,84	11 718 418	315 804,83	797 384	42 565,17
Weksle	15	2 200 000	312	38 087 198,45	1	698 978,49	–	–
Ogółem	495 931 420	233 154 850,1	108 948 535	70 712 203,53	90 217 742	16 875 343,44	96 792 578	40 833 638,24

^a Jedynie za okres styczeń–kwiecień 2002 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych na stronie internetowej UGPW w Kijowie.

Tabela 3

Infrastruktura oraz rejestr giełdowy Ukraińskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	I kw. 2004
Infrastruktura UGPW					
Członkowie UGPW	146	140	106	114	113
w tym:					
banki	34	32	28	27	28
profesjonalni uczestnicy	112	108	78	87	85
Rejestr giełdowy					
Liczba notowanych spółek	1 627	386	67	91	103
w tym:					
w sektorze oficjalnych notowań	24	9	8	8	8
w sektorze nieoficjalnych notowań	1 603	377	59	83	95

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych na stronie internetowej UGPW.

W latach 2001–2002 zauważamy spadek w obrotach na Ukraińskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W roku 2001 spowodowany był on brakiem propozycji Funduszu Majątku Państwa dotyczących sprzedaży pakietów akcji spółek przemysłu energetycznego oraz metalurgicznego, cieszących się wielkim popytem, jak również wejściem w życie ustawy o systemie wywiązania się z zobowiązań płatników podatków przed budżetem oraz funduszami państwowymi z 21 grudnia 2000 r. To z kolei doprowadziło do spadku obrotów na rynku weksli Funduszu Emerytalnego Ukrainy, na skutek czego spadł popyt w sektorze tego rynku, natomiast w roku 2002 wycofano z rynku weksle Funduszu Emerytalnego Ukrainy. Na sytuację na Giełdzie również wpłynęły czynniki polityczne: destabilizacja w systemie politycznym, ujawniona podczas wyborów do parlamentu, zmiana rządu oraz liczne skandale polityczne; niezatwierdzenie ustawy o spółkach akcyjnych, która miała regulować „białe luki” w ustawodawstwie, pobudzające do nadużyć w sferze zarządzania. W takiej sytuacji działalność UGPW skierowana była głównie na podnoszenie jakości usług oraz wdrażanie nowych, wprowadzenie nowych produktów, jak również działania edukacyjne i promocyjne.

Sytuacja na rynku giełdowym ulega poprawie w roku 2003. Do obrotu na Ukraińskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zostały wprowadzone akcje spółek, należących do samorządów lokalnych, obligacje przedsiębiorstw oraz instrumenty pochodne (opcje).

Obecnie Ukraińska Giełda Papierów Wartościowych współpracuje z giełdami papierów wartościowych w Warszawie, Frankfurt, Moskwie, Stambule, a także w Macedonii, Australii.

3. Krajowa Komisja Papierów Wartościowych

Swoje funkcje i zadania Krajowa Komisja Papierów Wartościowych realizuje zgodnie z ustawą o regulacji państwowej rynku papierów wartościowych z 30 października 1996 r. oraz rozporządzeniem o Komisji, zatwierdzonym dekretem Prezydenta Ukrainy z 14 lutego 1997 r.

Krajowa Komisja Papierów Wartościowych i Giełd funkcjonuje jako centralny organ administracji rządowej, nad którą nadzór sprawuje Prezydent Ukrainy i ma obowiązek składania sprawozdań Radzie Najwyższej Ukrainy. Komisja sporządza roczny raport dla Prezydenta o stanie rozwoju rynku giełdowego na Ukrainie.

Zgodnie z art. 7 ustawy do podstawowych zadań Komisji należy:

1) inspirowanie, organizowanie i podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych oraz ich pochodnych na Ukrainie;

2) współdziałanie z organami administracji rządowej, Narodowym Bankiem Ukrainy, instytucjami i uczestnikami publicznego obrotu w zakresie kształtowania polityki gospodarczej zapewniającej rozwój rynku papierów wartościowych i rynku towarów giełdowych;

3) prowadzenie polityki państwowej regulacji i nadzoru nad dopuszczeniem papierów wartościowych i ich pochodnych do obrotu publicznego oraz nad przestrzeganiem norm prawnych w tym zakresie;

4) nadzór nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi, zastosowanie sankcji w przypadku ich złamania w granicach swoich kompetencji (nadzór ten dotyczy instytucji rynku kapitałowego: giełd, rynku pozagiełdowego, depozytu papierów wartościowych, profesjonalnych uczestników rynku, banków prowadzących rachunki papierów wartościowych, towarzystw funduszy inwestycyjnych. W stosunku do tych instytucji Komisja ma prawo do prowadzenia postępowań administracyjnych i podejmowania stosownych decyzji);

5) sprzyjanie rozwojowi rynku papierów wartościowych na Ukrainie;

6) upowszechnianie, propagowanie wiedzy o zasadach funkcjonowania rynku papierów wartościowych i ich pochodnych na Ukrainie;

7) prowadzenie polityki państwowej regulacji i nadzoru w sferze wspólnego inwestowania.

Komisja odpowiednio do nałożonych na nią obowiązków:

1) określa wymagania co do emisji i dopuszczenia papierów wartościowych i ich pochodnych do obrotu publicznego, w tym emitentów zagranicznych (biorąc pod uwagę wymagania prawa dewizowego Ukrainy), którzy dokonują emisji i wprowadzają papiery wartościowe do obrotu na terytorium Ukrainy; publikuje informacje o emisji i obrotach papierami wartościowymi oraz ich pochodnymi na giełdzie oraz określa porządek rejestracji emisji papierów wartościowych; kontroluje prawidłowość przebiegu kolejnych emisji;

2) ustala po uprzednim uzgodnieniu z Narodowym Bankiem Ukrainy dodatkowe wymagania co do emisji papierów wartościowych przez banki komercyjne;

3) określa standardy emisji papierów wartościowych, informacji o emisji papierów wartościowych i dopuszczonych do publicznego obrotu, w tym emitentów zagranicznych, którzy dokonują emisji i wprowadzają papiery wartościowe do obrotu na terytorium Ukrainy;

4) wydaje zezwolenia na prowadzenie obrotu papierami wartościowymi emitentów krajowych poza granicami Ukrainy (obroty na rynkach zagranicznych);

5) prowadzi ewidencję emisji papierów wartościowych i informacji o niej, w tym emitentów zagranicznych; sprawdza podczas rejestracji zgodność złożonych dokumentów, które są wymienione jako niezbędne do dokonania rejestracji w ustawodawstwie Ukrainy i prowadzi ogólną ewidencję emisji papierów wartościowych;

6) określa wymagania co do emisji papierów wartościowych emitentów zagranicznych i wprowadzenia ich do obrotu publicznego na terytorium Ukrainy;

7) ustala porządek i wydaje zezwolenia na prowadzenie działalności związanej z emisją i dopuszczeniem papierów wartościowych do publicznego obrotu, działalności depozytowej, doradczej, rejestracyjnej, rozliczeniowo-clearingowej oraz wydaje inne przewidziane ustawodawstwem zezwolenia (licencje) na prowadzenie poszczególnych rodzajów działalności na rynku papierów wartościowych, cofa te zezwolenia (licencje) w przypadku nieprzestrzegania ustawodawstwa dotyczącego papierów wartościowych, podaje zakres informacji, które powinny być podawane przez jednostki prowadzące swoją działalność na rynku papierów wartościowych przez okres ważności licencji;

8) ustala po uprzednim uzgodnieniu z Ministerstwem Finansów Ukrainy zakres działalności banków na rynku papierów wartościowych oraz określa po uprzednim uzgodnieniu z Narodowym Bankiem Ukrainy szczegóły prowadzenia rozliczeń operacji z papierami wartościowymi;

9) koordynuje prace związane z kształceniem specjalistów do spraw rynku papierów wartościowych, ustala wymagania co do kwalifikacji osób, którzy prowadzą działalność na rynku papierów wartościowych;

10) przeprowadza egzaminy na maklerów i doradców oraz spełnia inne obowiązki, które są wymienione w rozporządzeniu o Krajowej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, zatwierdzone dekretem Prezydenta Ukrainy z 14 lutego 1997 r.

W skład Komisji wchodzi: przewodniczący Komisji i sześciu członków. Przewodniczącego Komisji oraz jej członków powołuje i odwołuje Prezydent Ukrainy na wniosek Rady Najwyższej Ukrainy. Komisja jest powoływana na okres siedmiu lat. Przewodniczący Komisji kieruje jej działalnością oraz reprezentuje ją na zewnątrz.

Komisja zatwierdza akty prawne (w zakresie swoich kompetencji) w formie decyzji Komisji, które zobowiązują centralne i miejscowe organy wykonawcze, uczestników rynku papierów wartościowych i innych oraz nadzoruje wykonanie tych decyzji. Gdy zaistnieje taka potrzeba, Komisja sporządza i zatwierdza akty prawne wspólnie z innymi rządowymi organami władzy, sprawującymi kontrolę nad działalnością uczestników giełdy.

Przy Komisji funkcjonuje Rada Konsultacyjno-Doradcza. Opracowuje ona programy realizacji odpowiedniej polityki na rynku papierów wartościowych, bierze udział w przygotowaniach i rokowaniach projektów aktów prawnych, które przygotowuje i zatwierdza Komisja. Skład Rady Konsultacyjno-Doradczej oraz zakres jej kompetencji określa Komisja.

Przy Komisji mogą powstawać inne organy i instytucje.

4. System depozytowy na Ukrainie

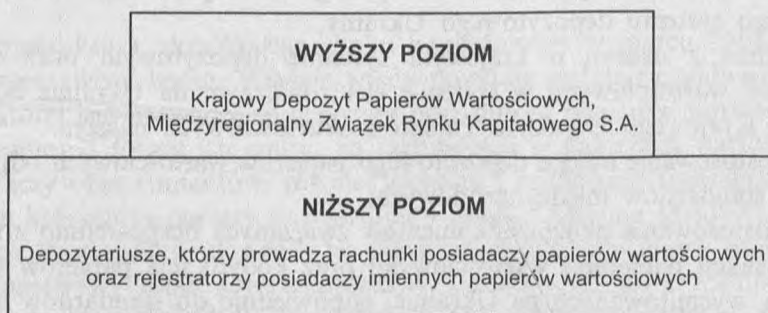
Depozyt papierów wartościowych¹² to osoba prawna, która przechowuje papiery wartościowe swoich klientów (lub certyfikaty), prowadzi ewidencję praw wynikających z przechowywanych papierów wartościowych swoich klientów oraz dokonuje wszelkiego rodzaju operacji papierami wartościowymi (dywidendy, inkaso, rozliczenie umów itp.). Z reguły są to profesjonalni uczestnicy rynku, którzy na prowadzenie działalności depozytowej uzyskują zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Zasady funkcjonowania systemu depozytowego na Ukrainie określa ustawa o krajowym systemie depozytowym oraz obrocie papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie z 10 grudnia 1997 r. (nr 710/97). Według tej ustawy **depozyt papierów wartościowych** jest osobą prawną, która prowadzi wyłącznie działalność depozytową w krajowym systemie depozytowym oraz może dokonywać clearingu i rozliczać transakcje,

¹² J. Krawczenko, *op. cit.*, s. 215.

przedmiotem których są papiery wartościowe. Pod określeniem **działalność depozytowa** należy rozumieć świadczenie usług w przechowywaniu papierów wartościowych niezależnie od formy ich emisji, otwieranie oraz prowadzenie rachunków w papierach wartościowych, realizację operacji na tych rachunkach (włącznie z clearingiem i rozliczeniem umów, przedmiotem których są papiery wartościowe) oraz obsługę operacji emitenta związanych z emisją papierów wartościowych.

Zgodnie z art. 2 tej ustawy krajowy system depozytowy na Ukrainie jest dwupoziomowy (rys. 2):



Rys. 2. Struktura krajowego systemu depozytowego na Ukrainie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ustawy o krajowym systemie depozytowym oraz obrocie papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie z 10 grudnia 1997 r., nr 710/97.

Narodowy Bank Ukrainy dokonuje obrotów papierami wartościowymi Skarbu Państwa, w tym prowadzi działalność depozytową tych papierów. Zasady realizacji działalności depozytowej papierów wartościowych skarbu państwa ustalane są przez Krajową Komisję Papierów Wartościowych i Giełd w porozumieniu z Narodowym Bankiem Ukrainy.

Poziom Wyższy

Niestety, na Ukrainie, mimo konieczności oraz wymagań ustawodawstwa, jeszcze nie ma sprawnie funkcjonującego centralnego depozytu papierów wartościowych, chociaż funkcjonuje sześć giełd papierów wartościowych i dwa pozagiełdowe informacyjno-handlowe systemy, blisko 400 rejestratorów i 190 depozytariuszy. Na dzień dzisiejszy funkcje centralnego depozytu są podzielone między dwoma depozytami: Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych oraz Międzyregionalnym Związkiem Rynku Kapitałowego.

1. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

Zgodnie z obowiązującym ustawodawstwem podstawowym elementem systemu depozytowego na Ukrainie jest Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Powołany został na podstawie ustawy o krajowym systemie depozytowym oraz obrocie papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie z 10 grudnia 1997 r. (nr 710/97) i funkcjonuje od 18 grudnia 1998 r. w formie spółki akcyjnej.

Celem utworzenia Krajowego Depozytu jest zaspokojenie wspólnych interesów poprzez zapewnienie efektywnego funkcjonowania uczestników krajowego systemu depozytowego Ukrainy.

Zgodnie z ustawą o krajowym systemie depozytowym oraz obrocie papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie do kompetencji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych należy:

1) dostosowanie obiegu depozytowego papierów wartościowych odpowiednio do standardów międzynarodowych;

2) dostosowanie obiegu dokumentów związanych bezpośrednio z realizacją transakcji papierami wartościowymi oraz kodyfikacja papierów wartościowych, wyemitowanych na Ukrainie, odpowiednio do standardów międzynarodowych;

3) nawiązywanie współpracy z instytucjami depozytowymi innych państw, zawieranie dwustronnych i wielostronnych umów o bezpośrednim uczestnictwie lub stosunkach korespondencyjnych w obsłudze międzynarodowych operacji, przedmiotem których są papiery wartościowe uczestników Krajowego Systemu Depozytowego, nadzór nad korespondencją z instytucjami depozytowymi innych państw;

4) prowadzenie depozytu papierów wartościowych, obsługa obrotu papierów wartościowych na rachunkach w papierach wartościowych oraz operacji emitenta związanych z emisją papierów wartościowych;

5) clearing oraz rozliczenia transakcji na rynku papierów wartościowych;

6) prowadzenie rejestru posiadaczy imiennych papierów wartościowych.

Organami powołującymi do życia Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych są Krajowa Komisja Papierów Wartościowych i Giełd w imieniu państwa oraz Narodowy Bank Ukrainy. Zwykle akcje imienne zostały odpowiednio podzielone wśród założycieli: 430 akcji należy KKPWG (co stanowi 86% ogółu kapitału zakładowego) oraz 22 akcji – NBU (co stanowi 4,4% ogółu kapitału zakładowego). Akcjonariuszami Krajowego Depozytu mogą być wyłącznie państwo oraz osoby prawne, które są uczestnikami systemu depozytowego Ukrainy. Udział jednego akcjonariusza, oprócz państwa, w kapitale zakładowym Krajowego Depozytu nie może przekroczyć 10%.

Organami Depozytu są:

- Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy – organ władzy najwyższej;
- Rada Nadzorcza;
- Zarząd;
- Komisja Rewizyjna.

Kontrolę nad działalnością Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych sprawuje Krajowa Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

2. Międzyregionalny Związek Rynku Kapitałowego S.A.

Infrastruktura ukraińskiego rynku kapitałowego w marcu 1997 r. przeżywa rzeczywisty boom. Właśnie wtedy powstaje instytucja, głównym zadaniem której jest prowadzenie depozytu oraz obiegu papierów wartościowych, niezależnie od formy ich emisji, na rachunkach w papierach wartościowych posiadaczy oraz emitentów, również clearing i rozliczenie transakcji, przedmiotem których są papiery wartościowe – Spółka Akcyjna Międzyregionalny Związek Rynku Kapitałowego. Jej założycielami są: Narodowy Bank Ukrainy, Państwowy Bank Oszczędnościowy Ukrainy, Krajowa Kampania Inwestycyjna Ukrainy, AKB „Prominvestbank”, BK „PrywatBank”, Pierwszy Ukraiński Międzynarodowy Bank, bank „Ukraina” oraz inne instytucje finansowe i profesjonalni uczestnicy rynku.

Przedmiotem działalności Spółki jest:

- 1) obsługa operacji emitenta co do emisji przez niego papierów wartościowych;
- 2) prowadzenie depozytu papierów wartościowych niezależnie od formy ich emisji (w formie dokumentowej lub elektronicznej);
- 3) obsługa obiegu papierów wartościowych w formie elektronicznej;
- 4) dematerializacja papierów wartościowych oraz obsługa transakcji z nimi;
- 5) clearing oraz rozliczenie transakcji z papierami wartościowymi;
- 6) prowadzenie rejestru posiadaczy papierów wartościowych;
- 7) realizacja funkcji nominalnego posiadacza w rejestrze posiadaczy imiennych papierów wartościowych;
- 8) świadczenie zainteresowanym osobom usług informacyjno-konsultacyjnych, dotyczących działalności depozytowej;
- 9) działalność depozytowa – podstawowa działalność Spółki.

Organami Spółki są:

- Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy – organ władzy najwyższej;
- Rada Nadzorcza;
- Zarząd;
- Komisja Rewizyjna.

Międzyregionalny Związek Rynku Kapitałowego S.A. podlega sprawozdawczości Krajowej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Obecnie Depozyt MZRK obsługuje papiery wartościowe ponad 1500 emitentów, których ogólna wartość wynosi ok. 4 mld hrywień, co stanowi powyżej 10% nominalnej wartości wszystkich korporacyjnych papierów wartościowych, wyemitowanych na Ukrainie. Codziennie w Międzynarodowym Związku Rynku Kapitałowego odbywa się obrót papierami wartościowymi o ogólnej wartości nominalnej ponad 10 mln hrywień. Wśród emitentów, obrót papierami wartościowymi których dokonuje się w systemie depozytu, można wyróżnić takie potężne przedsiębiorstwa, jak „Ukrtelekom”, „Kyivoblenergo”, „Zaporiżka fabryka ferrostopów”, koncern „Stirol”, większość banków komercyjnych itp.

Niższy Poziom

3. Depozytariusze

Zgodnie z ustawą o krajowym systemie depozytowym oraz obrocie papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie **depozytariuszem** jest bank komercyjny lub profesjonalny uczestnik rynku, który uzyskał pozwolenie na przechowywanie oraz dokonanie obrotu papierami wartościowymi i operacji emitenta z papierami wartościowymi na rachunkach w papierach wartościowych; przy czym depozytariusz nie może prowadzić rejestru posiadaczy papierów wartościowych, gdy są one przedmiotem zawieranych przez niego transakcji. Inaczej mówiąc, depozytariusz występujący na rynku jako profesjonalny uczestnik oraz zawierający umowy w imieniu emitenta, nie może jednocześnie występować jako jego rejestrator posiadaczy papierów wartościowych.

Depozytariusz podpisuje ze swoimi klientami umowę o otwarciu rachunku w papierach wartościowych. Odpowiednio do zawartej umowy depozytariusz dokonuje następujących czynności:

- 1) otwiera rachunek w papierach wartościowych;
 - 2) rejestruje papiery wartościowe na rachunku w papierach wartościowych;
 - 3) zgodnie ze składanymi przez klienta wnioskami o zmianach na rachunku dokonuje tych zmian
- oraz zobowiązuje się do:

- 1) przechowywania papierów wartościowych na rachunkach posiadaczy;
- 2) przekazywania wyciągów z rachunku w papierach wartościowych;
- 3) udzielania informacji dotyczących zmian na rachunku.

Dla przeprowadzenia clearingu oraz rozliczeń transakcji zdematerializowanych papierów wartościowych depozytariusz powinien być zarejestrowany

w rejestrze posiadaczy imiennych papierów wartościowych jako **nominalny posiadacz**. Według ustawy o krajowym systemie depozytowym oraz obrocie papierami wartościowymi w systemie elektronicznym na Ukrainie **nominalnym posiadaczem** jest depozyt lub depozytariusz papierów wartościowych, zarejestrowany w rejestrze posiadaczy imiennych papierów wartościowych jako osoba prawna, której przekazano te papiery wartościowe na zlecenie oraz w interesach posiadaczy papierów wartościowych w celu realizacji transakcji w krajowym systemie depozytowym.

4. Rejestratorzy

Rejestrator¹³ to osoba prawna, posiadająca zezwolenie oraz prowadząca działalność rejestracyjną posiadaczy imiennych papierów wartościowych. Funkcję rejestratora może również pełnić emitent pod warunkiem, że ilość akcjonariuszy nie przekracza 500 osób i zostało uzyskane zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na samodzielne prowadzenie rejestru. Zgodnie z art. 9 ustawy o krajowym systemie depozytowym przy więcej niż 500 akcjonariuszach emitent **jest zobowiązany** do przekazania prowadzenia rejestru niezależnemu rejestratorowi. Emitent nie ma prawa przekazać prowadzenia rejestru posiadaczy imiennych papierów wartościowych więcej niż jednemu rejestratorowi. Niezależni rejestratorzy to wyłącznie osoby prawne.

Istnienie rejestratorów jest podstawowym warunkiem funkcjonowania rynku papierów wartościowych i konieczność wpisania się do rejestru pojawia się od razu po emisji papierów wartościowych przez emitenta. Pod określeniem „**rejestr posiadaczy imiennych papierów wartościowych**” należy rozumieć całokształt danych, zanotowanych za pomocą nośników papierowych (w księdze rejestracyjnej) i/lub z wykorzystaniem elektronicznej bazy danych, która pozwala na identyfikację znajdujących się w rejestrze posiadaczy papierów wartościowych oraz ewidencję praw posiadacza wynikających z papierów wartościowych zapisanych na jego imię, ułatwiająca otrzymanie i przekazanie informacji odpowiednim osobom (jednym słowem, jest to sporządzona przez rejestratora na określoną datę lista posiadaczy imiennych papierów wartościowych oraz nominalnych posiadaczy).

Do podstawowych funkcji rejestratora należy:

- prowadzenie rachunków osobistych emitentów oraz osób zarejestrowanych, ewidencja imiennych papierów wartościowych emitenta;
- prowadzenie ewidencji wprowadzonych do obiegu papierów wartościowych, sprzedanych lub wyeliminowanych imiennych papierów wartościowych (ich certyfikatów);

¹³ *Ibidem*, s. 218.

- ewidencja oraz przechowywanie dokumentów, które są podstawą do wprowadzenia zmian w rejestrze.

Rejestrator prowadzi rejestr i przekazuje emitentowi następujące informacje:

- kto jest posiadaczem papierów wartościowych;
- ile papierów wartościowych ma każdy z posiadaczy;
- w jakiej wysokości zostały wypłacone dywidendy każdemu z posiadaczy.

Według specjalistów międzynarodowych idealny rejestrator powinien posiadać następujące właściwości:

1) rejestrator powinien być niezależny, podlegać sprawozdawczości oraz kontroli Krajowej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. W przypadku, gdy rejestrator nie jest niezależny, czyli działa pod kontrolą emitenta, każdy z akcjonariuszy może podejrzewać, iż jego prawa zostaną pogwałcone;

2) niezależny rejestrator powinien prowadzić więcej niż jeden rejestr;

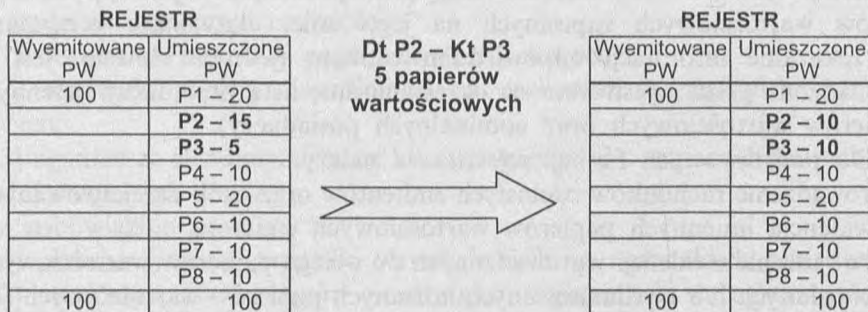
3) rejestrator nie powinien posiadać prawa do sprzedaży papierów wartościowych;

4) rejestr powinien być prowadzony w formie elektronicznej. Akcjonariusz powinien mieć możliwość na bieżąco śledzić stan swego konta;

5) rejestrator zajmuje się rozpowszechnieniem informacji o emitencie wśród akcjonariuszy.

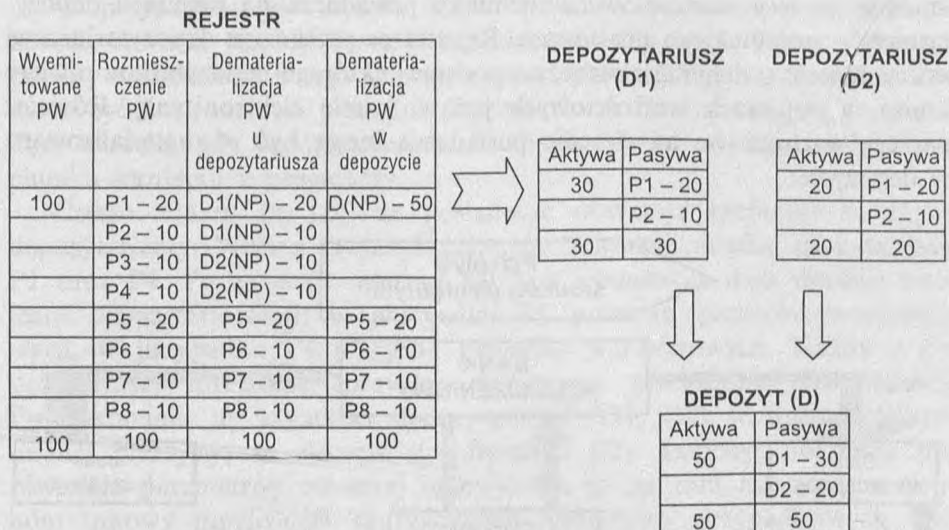
Klientami rejestratora mogą być nie tylko emitenci, ale również nominalni posiadacze, którzy w imieniu i w interesie swoich klientów realizują transakcje kupna-sprzedaży papierów wartościowych. Dla każdego z emitentów oraz posiadaczy papierów wartościowych rejestrator otwiera rachunki osobiste.

Powstaje pytanie, jak działa cały ten system depozytowy? Funkcjonowanie systemu depozytowego pragnę przedstawić na przykładzie rozliczenia transakcji z papierami wartościowymi, dotrzymując kolejności: rejestrator $\Rightarrow$ depozytariusz $\Rightarrow$ depozyt.



Rys. 3. Przeniesienie praw u rejestratora

Źródło: Opracowanie własne.



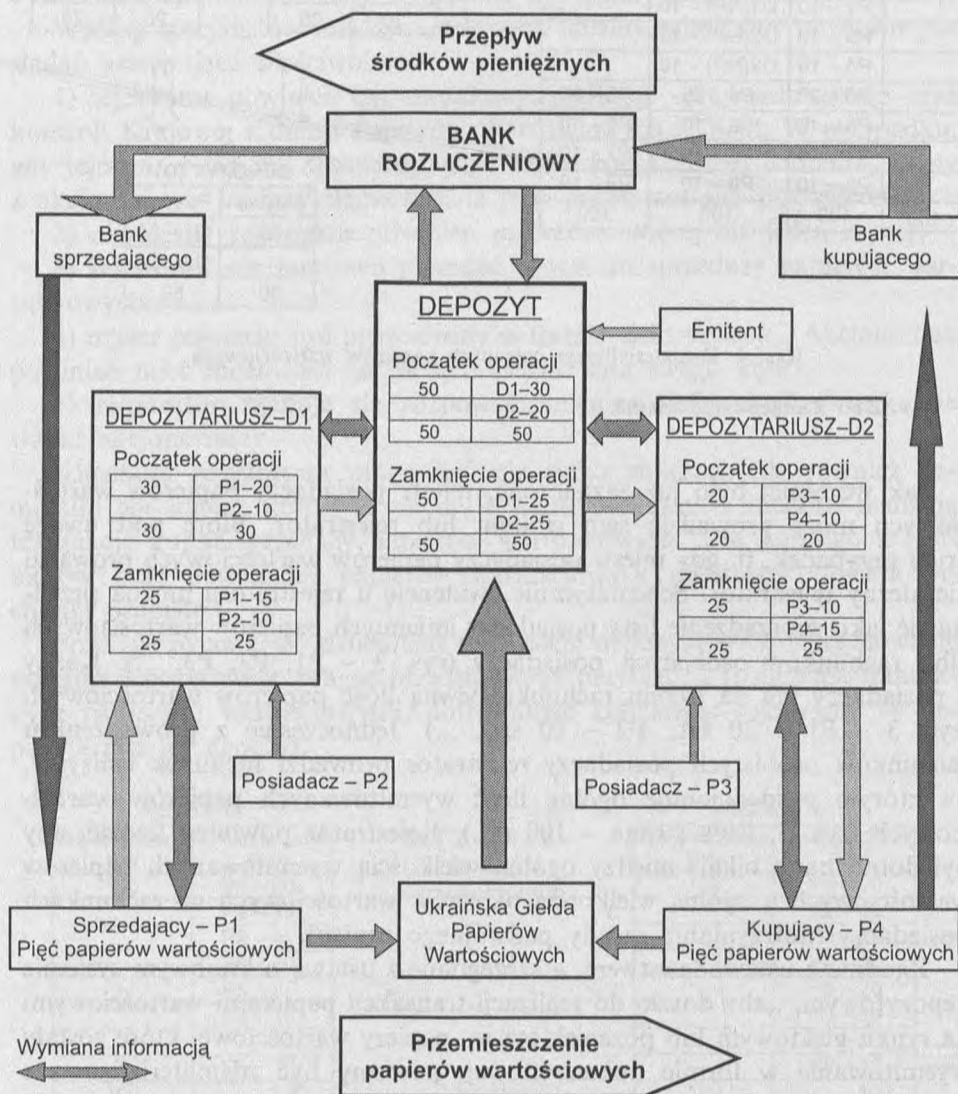
Rys. 4. Dematerializacja imiennych papierów wartościowych

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wcześniej było już zaznaczone, rejestr posiadaczy papierów wartościowych może prowadzić sam emitent lub rejestrator. Biorę pod uwagę drugi przypadek, tj. gdy rejestr posiadaczy papierów wartościowych prowadzi niezależny rejestrator. Schematycznie ewidencję u rejestratora można przedstawić jako sporządzenie listy posiadaczy imiennych papierów wartościowych albo rachunków osobistych posiadaczy (rys. 3 – P1, P2, P3, ...). Każdy z posiadaczy ma na swoim rachunku pewną ilość papierów wartościowych (rys. 3 – P1 – 20 szt., P2 – 10 szt., ...). Jednocześnie z prowadzeniem rachunków osobistych posiadaczy rejestrator prowadzi rachunek emisyjny, na którym ewidencjonuje ogólną ilość wyemitowanych papierów wartościowych (rys. 3, lewa strona – 100 szt.). Rejestrator powinien śledzić, aby był dotrzymany bilans między ogólną wielkością wyemitowanych papierów wartościowych a ogólną wielkością papierów wartościowych na rachunkach posiadaczy (dotrzymanie zasady podwójnego zapisu).

Zgodnie z ustawodawstwem, a szczególnie z ustawą o krajowym systemie depozytowym, „aby doszło do realizacji transakcji papierami wartościowymi na rynku giełdowym lub pozagiełdowym, papiery wartościowe, które zostały wyemitowane w formie dokumentowej, powinny być zdematerializowane u depozytariusza”. Odpowiednio, posiadacz podpisuje umowę o otwarciu rachunku w papierach wartościowych oraz przekazaniu certyfikatów imiennych papierów wartościowych. Rejestrator, obsługujący posiadacza, przenosi

imienne papiery wartościowe z rachunku posiadacza na rachunek depozytariusza – nominalnego posiadacza. Rejestrator przekazuje depozytariuszowi zaświadczenie o dematerializacji, na podstawie którego depozytariusz otwiera konto w papierach wartościowych już w formie elektronicznej. Również papiery wartościowe na zlecenie posiadacza mogą być zdematerializowane w depozycie.



Rys. 5. Realizacja transakcji kupna-sprzedaży papierów wartościowych

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku, gdy umowa kupna-sprzedaży papierów wartościowych została zawarta między dwoma posiadaczami (P1, P2), którzy deponują papiery wartościowe u tego samego depozytariusza (D1), to taka transakcja może być dokonana na poziomie depozytariusza D1 bez udziału depozytu. Tym bardziej, gdy depozytariuszem jest bank – wtedy wydaje wyciąg z rachunku każdemu z posiadaczy.

Często zdarza się tak, że posiadacze otwierają rachunki u innych depozytariuszy. Weźmy przykład zawarcia transakcji między posiadaczami P1 oraz P4. Po zawarciu umowy każdy z posiadaczy daje zlecenie swojemu depozytariuszowi: w przypadku P1 przelewu papierów wartościowych, w przypadku P4 przyjęcia papierów wartościowych. Każdy z depozytariuszy dokładnie sprawdza dokumenty przekazane posiadaczom. Po dokonaniu tej czynności depozytariusze (D1, D2) w formie elektronicznej przesyłają te zlecenia do depozytu (D). Depozyt dokonuje porównania parametrów zawartej umowy, ma to na celu zapewnienie stronom umowy możliwości skorygowania wszystkich przypadkowych rozbieżności. Realizacja tego typu czynności powinna być dokonana w terminie nie późniejszym niż „T+1”. W tym okresie każda ze stron ma prawo dokonania wszelkiego rodzaju czynności dotyczących realizacji transakcji lub z niej zrezygnować. Po zakończeniu tego etapu zostaje sporządzony dokument potwierdzający zawarcie umowy oraz adnotacja w systemie depozytowym.

Dniem realizacji transakcji jest dzień zawarcia umowy. Minimalny termin realizacji transakcji (czyli od dnia podpisania umowy do dnia dokonania rozliczeń) zależy od tego, jak szybko oraz efektywnie funkcjonuje system depozytowy. Wiadomo, że im ten termin jest dłuższy, tym większym ryzykiem obarczone są strony umowy (za maksymalny termin realizacji umowy uważa się okres - 3 dni, w ciągu których umowa powinna przejść wszystkie etapy do jej realizacji).

Innym kryterium jest „natychmiastowa opłata” (*Delivere versus Payment, DVP*). Można wyróżnić trzy sytuacje:

1) kupujący dostaje zakupione papiery wartościowe wcześniej niż sprzedający pieniądze;

2) sytuacja odwrotna, sprzedający najpierw otrzymuje pieniądze, a w terminie późniejszym kupujący papiery wartościowe;

3) obie czynności zostają dokonane w tym samym momencie, kupujący otrzymuje papiery wartościowe, a sprzedający pieniądze.

Wyłącznie w sytuacji trzeciej strony są obarczone mniejszym ryzykiem. W wyniku przeprowadzonej analizy depozyt blokuje papiery wartościowe na rachunku klienta-dostawcy (w naszym przypadku jest to D1) oraz oczekuje nadejścia do banku rozliczeniowego środków pieniężnych, które są przewidziane umową.

Kupujący składa dokumenty w swoim banku na dokonanie przelewu środków pieniężnych do banku rozliczeniowego. Z banku rozliczeniowego zostaje przekazana prowizja depozytowi.

Gdy już pieniądze zostaną zaksięgowane w banku rozliczeniowym, depozyt:

- przekazuje zablokowane wcześniej papiery wartościowe klientowi-odbiorcy (D2);
- zleca bankowi rozliczeniowemu dokonanie przelewu środków na konto sprzedającego (P1).

Po dokonaniu przez depozyt debetowania rachunku klienta-dostawcy (D1) oraz kredytowania rachunku klienta-odbiorcy (D2) depozytariuszom zostaje przesłane odpowiednie zawiadomienie o dokonaniu rozliczenia oraz zamknięciu transakcji. Po dokonaniu transakcji depozytariusze powinni przekazać swoim klientom wyciąg z rachunku.

Zakończenie

Rynek kapitałowy na Ukrainie jest ciągle w stanie rozwoju, aczkolwiek mimo osiągniętych do tej pory stosunkowo dużych postępów i rozmiarów wymaga dalszego doskonalenia. Jest to zasługą zarówno Narodowego Banku Ukrainy, jak i systemu bankowego w całości oraz podmiotów bezpośrednio tworzących ten sektor i uczestniczących w działalności oraz obrotach giełdowych, o czym świadczą przeprowadzone reformy w kierunku liberalizacji i decentralizacji danej sfery gospodarki oraz przystosowanie do spełniania zadań w nowych warunkach gospodarki rynkowej.

Jednocześnie w odniesieniu do podmiotów rynku kapitałowego należy stwierdzić, iż nie są one jeszcze w pełni przygotowane do funkcjonowania w nowych warunkach, bowiem niektóre przedsiębiorstwa państwowe nadal wymagają komercjalizacji i prywatyzacji, a także poważnej restrukturyzacji i przekształcenia w spółki dostosowane do rynkowych warunków pracy. Większość badaczy problematyki wskazuje na konieczność powstania nowych podmiotów prywatnych, które miałyby podejmować działalność wytwórczą i usługową, nie zaś tylko handlową.

Wielu uczestników obrotów zarówno giełdowych, jak i pozagiełdowych wymaga dalszego postępu w już podjętej demonopolizacji i kreowaniu nowych usług, których wachlarz wymaga wzbogacenia oraz podniesienia poziomu konkurencyjności, zwłaszcza biorąc pod uwagę wzmożoną działalność ze strony podmiotów z zagranicy.

Celem opracowania było scharakteryzowanie rynku papierów wartościowych na przykładzie Ukraińskiej Giełdy Papierów Wartościowych oraz jej znaczenia w całym systemie gospodarczym kraju. Obecna struktura rynku

kapitałowego Ukrainy charakteryzuje się priorytetowym rozwojem kapitału akcyjnego oraz dominującą pozycją inwestorów instytucjonalnych. Proces kształtowania się i rozwoju rynku kapitałowego na Ukrainie ściśle wiąże się z procesem prywatyzacyjnym, który warunkuje powstawanie spółek akcyjnych, co z kolei określa rozwój rynku kapitałowego. W warunkach kryzysu gospodarczego, który doprowadził do stagnacji rynku kapitałowego, największą efektywnością wykazał się proces redystrybucji papierów wartościowych prywatyzowanych przedsiębiorstw, o ile prywatyzacja tych podmiotów odbywała się na zasadach „uczciwej” konkurencji.

Analiza literatury przedmiotu na tle obserwowanego w rzeczywistości od strony praktycznej procesu przemian gospodarczych pozwala na sformułowanie i wysunięcie pewnych wniosków oraz propozycji w zakresie udoskonalenia metodologii i organizacji analizy ekonomicznej papierów wartościowych, które obecnie znajdują się w obiegu, jak również kształtowania się portfelu inwestycyjnego na rynku finansowym Ukrainy. Przeprowadzone obserwacje ujawniły, iż system klasyfikacji poszczególnych papierów wartościowych nie zawsze jest odpowiedni, co spowodowane jest m.in. różnorodnością uczestników tego rynku i dokonywanych przez nich operacji oraz wykorzystaniem instrumentów, a także lukami w ustawodawstwie i brakiem sprecyzowanych norm bazy prawnej, które regulują funkcjonowanie rynku kapitałowego.

Niezbędne wydaje się ukierunkowanie obligacji państwowych na sfinansowanie zyskownych projektów inwestycyjnych w strategicznych branżach gospodarki, zaś przede wszystkim określenie precyzyjnych rozmiarów lokowanych zasobów na sfinansowanie deficytu budżetowego.

W obliczu coraz większej internacjonalizacji rynków kapitałowych, co dotyczy bezpośrednio również papierów wartościowych, na Ukrainie obserwuje się obecnie gwałtowny wzrost znaczenia papierów wartościowych przedsiębiorstw zagranicznych, który jednocześnie nie jest jeszcze precyzyjnie uregulowany ze strony prawnej. Dotyczy to m.in. strony technicznej obrotu tego typu instrumentami finansowymi, jak mechanizmy wypłaty dywidend, określenie waluty transakcji czy też obrót nimi na rynkach międzynarodowych.

Pozytywną rolę w rozwoju rynku kapitałowego odgrywają natomiast takie czynniki, jak wejście do obrotu akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw przemysłowych, dzięki czemu zwiększa się wielkość obrotów papierami wartościowymi ogółem, powstanie organu niezależnych rejestratorów, co zwiększa skuteczność rejestracji i zmiany własności imiennych papierów wartościowych oraz przyspieszenie obrotu nimi, co z kolei w znacznym stopniu zbliża prawa akcjonariuszy. Ważną rolę odgrywa także stałe podwyższanie kwalifikacji kadry uczestników rynku i udoskonalanie ustawodawstwa regulującego jego działalność.

Podsumowanie

Podsumowując należy stwierdzić, iż działalność Ukraińskiej Giełdy Papierów Wartościowych, a także instytucji rynku kapitałowego w ostatnich kilku latach okrzepła, i mimo że liczba jej uczestników wymaga zasadniczego zwiększenia, zaś struktura dalszego urozmaicenia (zwłaszcza jeśli chodzi o banki i emitowane przezeń akcje) asortymentu (np. o obligacje), trafnym okazało się postawienie na banki przy organizowaniu pośrednictwa giełdowego. Stopniowe równoważenie popytu i podaży, zdyscyplinowanie procedur przygotowania, przyjmowania i prezentacji projektów emisyjnych świadczy o rozwoju rynku papierów wartościowych na Ukrainie i wzroście jego znaczenia dla inwestorów zagranicznych, otwierając nowe możliwości inwestycyjne i jednocześnie stanowiąc ważne wyzwanie dla całej gospodarki kraju.

Oksana Zaychenko

DEVELOPMENT OF THE SECURITY MARKET ON UKRAINE IN ASPECT FUNCTIONING THE UKRAINIAN STOCK EXCHANGE

The process of system transformation (including economic policy and political sphere in Ukraine), the main purpose of which is transition from plan economy to market economy, needs essential changes in already functional markets, and refinement of lawregulation forms, determining the workings of the whole economical system. Nowadays, there is a process of quite intense changes in commodity market, services and finance sectors, and labour market as well. However, stock market is developing more intensive. These changes need to be seen as a transformation of traditional trade and introduction of new lines, and rising of stock sales as a separate form of comercial activity, based on selling particular kinds of gods according to definite rules.

The main purpose of the research is the analysis of the security market development in Ukraine and the Ukrainian Stock Exchange in Kiev. The article discusses functions of the institutions up and running the Ukrainian security market.