

за цією проблемою доцільно здійснювати у сфері формалізації взаємозв'язків між структурними елементами систем корпоративного управління та формування методик щодо аналізу ефективності їх функціонування.

1. Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і голов. ред. В.Т. Бусел. – К. – Ірпінь, 2002.
2. Економічна енциклопедія. У 3-х т. Т. 3 / Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К., 2002.
3. Євтушевський В.А. Основи корпоративного управління: Навч. посібник. – К., 2002.
4. Задихайло Д.В., Кібенко О.Р., Назарова Г.В. Корпоративне управління: Навч. посібник. – Харків, 2003.
5. Кобржицький В.В., Вербень Є.В., Пінчук Ю.Б. Сучасні проблеми корпоративного управління в Україні // Економіка та держава. – 2005. – №11. – С. 15–17.
6. Круш П.В., Подвігіна В.І., Клименко О.В. Капітал та основні засоби підприємства: Навч. посібник. – К., 2005.
7. Ліфінцев Д. Об'єктивні передумови формування корпоративної культури організації // Ринок цінних паперів України. – 2005. – №9–10. – С.49–53.
8. Мізюк Б.М. Системне управління: Монографія. – Львів, 2004.
9. Шапран Н.А. Якість корпоративного управління та інформаційна відкритість акціонерного товариства: вплив на ринкову вартість його акцій // Ринок цінних паперів України. – 2005. – №9–10. – С. 42–48.
10. Шершньова З., Черпак А. Забезпечення належного рівня корпоративного контролю в корпораціях // Ринок цінних паперів України. – 2005. – №9–10. – С. 13–19.

УДК 331.5

І.С. Рикованова, А.А. Гапа

Національний університет "Львівська політехніка"

СТАН НАЦІОНАЛЬНОЇ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ І ПЕРСПЕКТИВИ ЇЇ РОЗВИТКУ

© Рикованова І.С., Гапа А. А., 2006

Розглянуто проблеми формування Національної депозитарної системи України. Наведено рекомендації щодо управління депозитарною системою, розробки технологій обробки інформації, передачі повідомлень, стандартів, які рекомендовано використовувати в практиці обміну повідомленнями. Запропоновано заходи щодо зниження основних ризиків в системах обслуговування цінних паперів.

In the article was considered the problems of organizing the National deposit system of Ukraine. Listed below recommendations about a control of deposit system, with regard to working up technologies of treatment information, concerning passing the messages, concerning standards which are recommended to use in practice of exchanges messages. There are measures which was suggest for the reduction the basic risks in the systems interchange of securities.

Постановка проблеми. Повноцінна діяльність ринку цінних паперів, який посідає важливе місце у ринковій економіці будь-якої держави, тісно пов'язана із функціонуванням ринкової інфраструктури, яка забезпечує укладення угод, здійснення розрахунків за цінні папери, перехід права власності, кліринг тощо. Сьогодні, коли на ринок виходять великі інституційні інвестори, такі як недержавні пенсійні фонди, набирають ваги інститути спільного інвестування, страхові компанії, питання організації ефективної діяльності усіх професійних учасників фондового ринку (організаторів торгів, торговців, банків, депозитаріїв, зберігачів, реєстраторів) стає ще більш актуальним. Також не менш важливим є питання залучення на український ринок цінних паперів іноземних інвесторів та інтеграція Національної депозитарної системи у світову, що набирає ще більшого значення у зв'язку із визнанням України світовим співтовариством країною із ринковою економікою.

Формування сучасної Національної депозитарної системи почалося у 1997 році із прийняттям Закону “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”. Створена депозитарна система є нетиповою для світової практики, вона поєднує Національний депозитарій України (НДУ), який згідно з Меморандумом про взаєморозуміння, не має права здійснювати жодних комерційних функцій, крім кодифікації, стандартизації та міжнародних відносин [1], тобто депозитарною діяльністю практично не займається, а виконує лише представницькі та нормативотворчі функції; депозитарій ВАТ “Міжрегіональний фондовий союз” (МФС), який не має права встановлювати кореспондентські відносини із іноземними депозитаріями; зберігачів цінних паперів та реєстраторів, які виконують ідентичні функції (облік права власності на цінні папери) на абсолютно різних засадах, керуючись концептуально різними інтересами. У зв’язку із неефективним функціонуванням системи нерідко виникають проблеми, пов’язані із несвоєчасністю оплат за цінні папери, поставок цінних паперів, невиконання угод однією із сторін, фальсифікації та дублювання реєстрів, внесення до них несанкціонованих змін, втрата реєстрів, блокування проведення загальних зборів акціонерів тощо, що свідчить про потребу вдосконалення Національної депозитарної системи.

Хоча депозитарна система в Україні є досить молодою, світова практика вже набула неабиякого досвіду у цій сфері, аналізом якого, а також розробкою рекомендацій щодо подальшого розвитку процедур обліку і обслуговування обігу цінних паперів, систем клірингу та розрахунків займаються численні міжнародні організації, такі як Міжнародна асоціація з питань обслуговування цінних паперів (ISSA), Група тридцяти (G30), Банк міжнародних розрахунків (БМР), Європейська асоціація центральних депозитаріїв (ECCSDA) та інші [2]. Із перелічених вище організацій найбільшої уваги потребують рекомендації Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів (ISSA), яка була створена однією із перших. Рекомендації ISSA розроблені спеціалістами із усього світу, а не окремо взятого регіону і є базовими для побудови системи обліку і обслуговування обігу цінних паперів.

Отже, вирішуючи питання удосконалення Національної депозитарної системи та визначаючи основні напрямки подальшого розвитку системи, слід скористатися міжнародним досвідом, підсумованим у рекомендаціях ISSA у редакції 2000 року.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика функціонування інфраструктури ринку цінних паперів знайшла своє відображення у публікаціях міжнародних організацій, основними з яких є рекомендації ISSA, які торкаються питання ефективного функціонування систем обслуговування цінних паперів (депозитаріїв, розрахункових та клірингових систем); двадцять рекомендацій G30, які охоплюють план дій для розвитку глобальної системи клірингу та розрахунків; публікації БМР, які аналізують процедури здійснення розрахунків, зокрема моделі “поставки проти платежу”, схеми неттінгу. Згадані вище публікації та рекомендації носять загальний характер, можуть бути використані у будь-якій країні, незалежно від національних особливостей систем обслуговування цінних паперів.

В Україні питаннями вдосконалення діяльності Національної депозитарної системи займається Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД), експерти МФС (Швецов М., Шаповал Ю.) та НДУ (Івченко В.А., Хоружий С. Г.), Міжнародний центр перспективних досліджень, а також численні експерти професійних учасників ринку цінних паперів. Однак найчастіше питання підвищення ефективності інфраструктури ринку цінних паперів зводиться до питання розбудови центрального депозитарію і суперечки ведуться з приводу того, на якій базі він має бути створений – МФС чи НДУ, чому сприяла, зокрема, і Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України, яка передбачає вагоме фінансування розбудови НДУ як з державного бюджету, так і за рахунок коштів учасників депозитарної системи [3], без надання детального розрахунку та обґрунтування використання цих ресурсів.

Формулювання цілей статті. Оцінити Національну депозитарну систему України з точки зору відповідності Рекомендаціям Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів (ISSA) 2000 року; намітити основні пріоритети розвитку Національної депозитарної системи.

Виклад основного матеріалу. Згідно з цілями статті, сформулюємо деякі рекомендації щодо розвитку Національної депозитарної системи в Україні.

Рекомендація 1: Управління. *Системи обслуговування цінних паперів несуть відповідальність передусім перед своїми користувачами та іншими особами, чий інтерес зачіпає діяльність систем. Вони повинні забезпечити ефективну і недорогу обробку трансакцій. Ціни за надані послуги повинні встановлюватися на справедливій основі [4].*

Не викликає сумніву, що ключовою фігурою системи обслуговування цінних паперів є центральний депозитарій (ЦД), щодо доцільності створення якого ніхто не сперечається. Дискусії точаться з приводу того, який із депозитаріїв (МФС чи НДУ) повинен стати центральним. Відповідь на це запитання повинна бути знайдена, враховуючи вимоги, які ставляться до ЦД, основними з яких є відповідність принципам організації ЦД [5]: незалежність; прозорість; некомерційний характер діяльності; державна підтримка; доступність; відповідність міжнародним стандартам і рекомендаціям; рівні тарифи і умови для всіх користувачів; мінімізація затрат; врахування досвіду.

На практиці НДУ, 86 % статутного фонду якого належить державі, якими управляє Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР); 4,4 % – Національному Банку України (НБУ); 9,6 % – 21 учаснику фондового ринку [6], перебуває під беззаперечним контролем держави, хоча основними споживачами депозитарних послуг виступають зберігачі, емітенти і організатори торгів, які жодного впливу на діяльність депозитарію не мають. Натомість статутний фонд МФС розподілений в такий спосіб: 50,86 % належить комерційним банкам; 25,57 % – торговцям цінними паперами; 10,51 % – ПФТС; 6,82 % – державним банкам; 6,25 % – УМВБ [7]. Великий пакет акцій під контролем комерційних банків та торговців дає можливість для боротьби за використання депозитарію у власних інтересах певним бізнес-групам, що було наочно продемонстровано у 2004 році, коли група Приват намагалася захопити контроль над МФС.

Щоб уникнути впливу на ЦД з боку однієї групи чи організації, слід досягти паритету між зацікавленими групами споживачів послуг: державою в особі ДКЦПФР та НБУ; комерційними банками – зберігачами; торговцями цінними паперами – зберігачами; організаторами торгів; інституційними інвесторами (недержавними пенсійними фондами, інститутами спільного інвестування, страховими компаніями); саморегульованими організаціями, які захищають інтереси учасників депозитарію, наприклад ПАРД. Досягти такого розмежування можна шляхом розподілу статутного фонду депозитарію на кілька випусків акцій, кожен з яких призначатиметься для поширення між відповідним типом акціонерів (банками, торговцями, організаторами торгів тощо). Деякі експерти пропонують для уникнення нових корпоративних конфліктів створити ЦД у формі асоціації (яка б функціонувала за принципом один учасник – один голос, незалежно від ваги у статному фонді) або у формі товариства з обмеженою відповідальністю [8].

Сьогодні НДУ та МФС не є конкурентами на ринку: НДУ відповідно до Меморандуму [1] не може займатися комерційною діяльністю, тобто відповідальним зберіганням цінних паперів, поставкою цінних паперів за розпорядженнями клієнтів, реєстрацією номінальним утримувачем в системі реєстру, а МФС згідно з законодавством не має права встановлювати відносини і налагоджувати постійну взаємодію з депозитарними установами інших країн. Однак під час реалізації Державної програми розвитку Національної депозитарної системи України та після втрати чинності меморандумом у 2010 році МФС та НДУ будуть фактично дублювати функції один одного. З одного боку, на ринку депозитарних послуг виникне конкуренція, яка сприятиме підвищенню якості пропонованих послуг, однак, з іншого боку, створення повнофункціонального депозитарію на базі НДУ потребуватиме значних капіталовкладень, які згідно з Державною програмою розвитку Національної депозитарної системи України фінансуються частково з Держбюджету (900 млн. грн.), а частково за рахунок учасників ринку (1100 млн. грн.). Таке фінансування розбудови НДУ спричинить помітне зростання вартості надання послуг депозитарною системою, що, своєю чергою, негативно вплине на рентабельність операцій на українському фондовому ринку. Тому більш ефективним було б об'єднання МФС та НДУ і створення центрального депозитарію на базі відлагодженої системи ведення депозитарного обліку та відпо-

відного програмного забезпечення МФС та їх подальше удосконалення, капіталомісткість такого проекту була б значно нижчою.

Отже, створення ЦД повинно ґрунтуватися на об'єднанні МФС та НДУ або розбудові МФС до рівня ЦД із наданням йому додаткових повноважень щодо встановлення міжнародних відносин, здійснення клірингу та розрахунків, надання політичних гарантій та фінансової підтримки.

Рекомендація 2: Технологія основної обробки. Системи обслуговування цінних паперів повинні надавати можливість інтерактивного доступу до мережі. Системи повинні справлятися з піковими навантаженнями без погіршення якості обслуговування і мати достатні резерви потужності для того, щоб в разі збою в розумно короткий термін відновити роботу протягом кожного операційного дня [4].

Аналізуючи технологію основної обробки трансакцій, можна зробити висновок, що основні вимоги до організації роботи депозитарію МФС виконані: робота ведеться в режимі реального часу; регулярно створюються резервні копії баз даних; у разі збоїв в роботі існує можливість швидкого відновлення даних і продовження роботи впродовж того самого операційного дня; наявна диверсифікація каналів зв'язку, їх захищеність (криптозахист); існує розумний запас потужностей на випадок пікових навантажень.

Робота МФС здійснюється на базі інтерактивного зв'язку із зберігачами та організаторами торгів, який забезпечує оперативне подання даних щодо поставок цінних паперів, однак він виключає можливість внесення в них змін.

Слід зазначити, що на міжнародному ринку практикується перехід до збільшення робочого дня депозитарної системи аж до цілодобового функціонування сім днів на тиждень, тому під час виходу центрального депозитарію на міжнародний ринок цей аспект потрібно буде враховувати.

Рекомендація 3: Технологія передачі повідомлень і рекомендовані стандарти. Світові ринки повинні забезпечити ефективно і швидко здійснення розрахунків, суворо дотримуючись міжнародної системи нумерації випусків цінних паперів (стандарт ISO 6166) і використовуючи стандарти ISO 15022 для обміну повідомленнями по угодах з цінними паперами. Учасники ринку повинні ввести єдину систему ідентифікації клієнтів та контрагентів (стандарт ISO 9362) з тим, щоб сприяти запровадженню системи скрізної обробки угод. Програми повинні мати структуру, яка б забезпечувала безперешкодну взаємодію всіх сторін [4].

Отже, сьогодні для обов'язкового використання рекомендовано три стандарти:

- ISO 15022 (обмін повідомленнями);
- ISO 6166 (нумерація випусків цінних паперів);
- ISO 9362 (ідентифікація клієнтів та контрагентів).

В Україні не використовується жоден із них. Процедура обміну повідомленнями розроблена відповідно до найстарішого міжнародного стандарту ISO 7775, що закріплено у нормативній базі [9]. У зв'язку із швидким розвитком та глобалізацією ринків цінних паперів потрібно вже зараз передбачати можливість адаптації та інтеграції систем депозитарного обліку до світових, зокрема європейських.

Щодо кодифікації цінних паперів (присвоєння міжнародного коду ISIN випускам цінних паперів на основі стандарту ISO 6166), то цей процес викликає чимало суперечок. Присвоєння кодів ISIN цінним паперам здійснює НДУ на платній основі (вартість кодифікації одного випуску цінних паперів становить 1888 грн., причому собівартість такої послуги так до кінця і не обґрунтована, що суперечить принципу справедливого встановлення цін на послуги депозитарію, викладеного в Рекомендації 1). Серед більш ніж 33 тисяч емітентів цінних паперів [10], далеко не всі є прибутковими і готовими платити за таку послугу. Як наслідок, обіг цінних паперів, які не отримали коду ISIN, призупинено ДКЦПФП [11], що порушує права акціонерів на відчуження цінних паперів.

Парадокс полягає у тому, що у системі депозитарного обліку МФС ідентифікація цінних паперів здійснюється не за кодом ISIN, а на підставі 12-символьного коду, який присвоюється самим МФС в момент реєстрації анкети цінного паперу в системі депозитарного обліку МФС, враховуючи вид цінного паперу та коду ЄДРПОУ емітента.

Отже, реальне виконання рекомендації ISSA можливе лише шляхом безкоштовного присвоєння міжнародних кодів цінних паперів, як це практикується в Росії [12], та введення коду ISIN як основного ідентифікатора цінного паперу у систему депозитарного обліку МФС.

Ідентифікація клієнтів та контрагентів у системі депозитарного обліку МФС здійснюється, враховуючи номер рахунка контрагента у вибраного ним зберігача та номера рахунка цього зберігача у депозитарії МФС. НДУ, своєю чергою, присвоїв усім зберігачам 6-значні коди міждепозитарного обліку, які для ідентифікації зберігачів не застосовуються. А про використання стандарту ISO 9362 питання навіть не піднімалося.

Суперечливість побудови депозитарного обліку депозитаріями МФС та НДУ проявилася і у розробці плану рахунків депозитарного обліку. Перший план рахунків був розроблений МФС під час проектування програмного забезпечення для обслуговування обліку зберігання цінних паперів в депозитарії у 1998 році. А у 2000 році НДУ затвердив Стандарт депозитарного обліку №1 “Загальні засади здійснення депозитарного обліку. Балансові рахунки депозитарного обліку”, що набув сили нормативного акта, який містить план балансових рахунків депозитарного обліку, відмінний від плану, який використовується в МФС і яким послуговуються усі зберігачі. За останні п’ять років, що минули з моменту прийняття стандарту, перехід на план рахунків НДУ так і не відбувся. Отже, потрібно або змінити Стандарт депозитарного обліку №1, враховуючи потреби та напрацьований досвід учасників депозитарної системи, або змусити привести облік депозитарних установ до затвердженого Стандарту (що видається вкрай недоцільним).

Разом з тим НДУ призначає також ідентифікаційні коди власникам цінних паперів – нерезидентам [13]. Якщо сама ідея відслідковування дій нерезидентів на фондовому ринку України є зрозумілою і може бути доволі корисною для аналізу інвестиційної діяльності нерезидентів з метою запобігання зловживанням, попередження порушень у податковій сфері тощо, однак для ідентифікації контрагентів в системі депозитарного обліку МФС ідентифікаційні коди власників цінних паперів-нерезидентів не здійснюється і жодна інформація про операції на рахунках нерезидентів не подається ні в НДУ, ні в ДКЦПФР. Тому використання ресурсів НДУ, який функціонує переважно за рахунок бюджетних коштів, для ведення бази даних нерезидентів, яка не має практичного застосування, виглядає недоцільним.

Рекомендація 4: Універсальна практика роботи на ринках. *Кожен ринок повинен мати чіткі правила, які б забезпечували захист інвестора шляхом прийняття заходів, які б відмежовували учасників від фінансових ризиків, пов’язаних з невиконанням угод, а також гарантували б проведення компаніями, цінні папери яких включені в лістинг, обґрунтованої політики у сфері корпоративного управління, розподілу економічних вигод і реалізації прав акціонерів [4].*

Одним із вагомих кроків у напрямку зниження фінансових ризиків є підтримка ліквідності цінних паперів у процесі розрахунків, яку можна забезпечити через механізм кредитування цінними паперами, тобто залучення кредиту у цінних паперах для забезпечення своєчасної поставки цінних паперів за всіма ринковими угодами. Механізм кредитування цінними паперами використовується у промислово-розвинутих країнах при продажі цінних паперів “без покриття”. У нормативній базі України механізм кредитування цінними паперами не передбачений і процедура його здійснення не описана, зокрема не визначено прав боржника та кредитора, які впливають із цінного паперу, який передається у кредит (право на виплату дивідендів, право голосу на зборах акціонерів, право на повернення базового активу тощо), а також питання оподаткування операцій із наданими в кредит цінними паперами в обліку кредитора та боржника, обов’язки торговця та зберігача щодо гарантії повернення кредиту, механізм повернення кредиту у разі неплатоспроможності боржника чи відсутності цінних паперів на ринку тощо.

Ще одним аспектом підтримки ліквідності цінних паперів у Національній депозитарній системі є можливість швидкої перереєстрації права власності на цінні папери, що є предметом угоди. За бездокументарної форми випуску цінних паперів, або знерухомлення цінних паперів документарної форми випуску перехід права власності реєструється на відповідних рахунках контрагентів у своїх зберігачів. Згідно з законодавством зберігач зобов’язаний виконати розпо-

рядження депонента не пізніше ніж через три дні [9], однак на практиці такі дії здійснюються не пізніше T+1, тому що всі зберігачі працюють із депозитарієм в одній електронній мережі в режимі реального часу. Крім того, зберігачі, діючи у конкурентному середовищі, зацікавлені у прихильності депонентів і здійснюють їх обслуговування в максимально короткий термін. З метою одержання конкурентної переваги деякі зберігачі встановлюють шифровані канали зв'язку зі своїми депонентами для пришвидшення обміну інформацією і прийому розпоряджень.

Однак під час роботи із цінними паперами у документарній формі перехід права власності здійснюється у реєстраторів, які працюють виключно із паперовими носіями інформації. Хоча згідно з нормативною базою операції повинні бути здійснені впродовж трьох днів з моменту одержання усіх необхідних документів, на практиці цей період істотно збільшується за рахунок витребування додаткових документів, обігу документів поштою, двоякого трактування норм законодавства тощо. Така ситуація склалася внаслідок того, що реєстратор є монополістом на ринку послуг щодо забезпечення переходу права власності на цінні папери конкретного емітента, тому що вибір реєстратора здійснює не власник цінних паперів, а емітент. Отже, власники цінних паперів, випущених у різних формах (документарній і бездокументарній), одержують активи із різною ліквідністю під час розрахунків.

У ДКЦПФР ведеться робота над законопроектом “Про внесення змін до Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів””, який передбачає уніфікацію депозитарної та реєстраторської діяльності, вдосконалення механізму переходу права власності на цінні папери та запровадження єдиної електронної форми цінних паперів. Однак для введення в дію цього нормативного акта потрібно чимало часу для підготовки реформування депозитарної системи. Проте вже зараз можна чіткіше регламентувати роботу незалежних реєстраторів, ввести жорсткіший контроль за їх діяльністю з боку ДКЦПФР, створити систему централізованого архівування даних через єдину систему електронного документообігу (останнє передбачене Державною програмою розвитку Національної депозитарної системи України, однак інформації про здійснення конкретних кроків у цьому напрямку немає ні з боку ДКЦПФР, ні НДУ).

Щодо діяльності емітентів, то в Україні законодавчо регламентовано мінімальний термін між повідомленням акціонерів про корпоративні дії та моментом їх здійснення, які включають збори акціонерів, виплату дивідендів чи процентного доходу, збільшення статутного фонду тощо. Надання такої інформації здійснюється адресно кожному акціонеру та через засоби масової інформації.

Рекомендація 5: Зниження розрахункового ризику. *Необхідно досягти зниження основних ризиків в системах обслуговування цінних паперів за допомогою таких заходів [4]:*

- здійснення “реальної” поставки проти платежу;
- прийняття розрахункового циклу “T+1” у формі, яка не приведе до збільшення операційних ризиків;
- зведення до мінімуму чинників, які заважають підтримці потрібного рівня забезпечення угод і ліквідності, за допомогою кредитування цінними паперами, широкого використання перехресного забезпечення, угод РЕПО, а також нетінгу залежно від конкретних умов;
- здійснення розрахунків без паперового документообігу;
- введення обов'язкових заходів контролю за проведенням квітування угод і розрахунків.

У системах обслуговування цінних паперів виділяють такі види ризиків: капітальний, ринковий та операційний [4].

Капітальний ризик – це ймовірність проведення розрахунку лише по одній стороні угоди. Для мінімізації цього виду ризику використовують модель “поставка проти платежу”, яка передбачена у Національній депозитарній системі Положенням про розрахунково-клірингову діяльність.

У світовій практиці найнадійнішою вважається модель “поставки проти платежу”, коли оплата та поставка цінних паперів здійснюється в одній системі (наприклад, депозитарії) окремо по кожній операції, здійснення трансакції у разі відсутності достатньої кількості цінних паперів або коштів на рахунках контрагентів не допускається [14].

Для переходу на таку модель в Національній депозитарній системі необхідно надати право депозитарію здійснювати розрахунки по грошових коштах без посередництва розрахункового банку та надати зберігачам ліцензії щодо ведення грошових рахунків своїх депонентів. Така модель пришвидшить здійснення трансакцій на умовах “поставки проти платежу” та підвищить їх надійність.

Ринковий ризик – це ризик виникнення необхідності заміщення угоди (на нових, менш привабливих умовах) з причини відмови однією із сторін від виконання зобов’язань до проведення розрахунків. Для уникнення такого виду ризику у світовій практиці запроваджують здійснення розрахунків без паперового документообігу, що уможливорює скоротити термін розрахунків до T+1.

У Національній депозитарній системі модель роботи без паперового документообороту є неопрацьованою. Зараз лише робляться перші кроки щодо впровадження електронного підпису на документах, без якого користування електронним зв’язком для обміну інформацією та підписанням документів між контрагентами та їх зберігачами є вкрай ненадійним. Однак навіть за таких умов необхідно намагатися здійснювати розрахунки за угодами не пізніше T+3.

Операційний ризик – ризик невиконання угоди в термін з причини нездатності однією із сторін виконати розрахунки відповідно до умов угоди. Розрахункова система повинна здійснювати щоденну переоцінку активів з врахуванням поточних ринкових цін по усіх невиконаних угодах і вимагати від учасника, з провини якого угода не була виконана, внесення маржі з метою захисту інтересів контрагента, який зазнав втрат внаслідок невиконання угоди.

Для зменшення операційного ризику використовують також кредитування цінними паперами, перехресне забезпечення та угоди РЕПО залежно від конкретних умов.

Сприяття обмеженню фінансових ризиків покликаний також гарантійний фонд, який створюється при розрахунковому депозитарії для захисту від втрат, викликаних невиконанням розрахунків по угодах. Створення такого фонду здійснюється за рахунок внесків учасників (зберігачів). При МФС такий гарантійний фонд поки що не функціонує.

Отже, для зниження розрахункового ризику потрібно вдосконалити процедуру “поставки проти платежу”, законодавчо регламентувати процедуру використання електронного підпису та розробити механізм його впровадження на ринку цінних паперів, створити гарантійний фонд.

Рекомендація 6: Механізм взаємодії учасників ринку. Слід заохочувати взаємодію і зближення систем обслуговування цінних паперів як на національному, так і на транснаціональному рівні, у випадку, коли це сприяє усуненню операційного ризику, зниженню витрат і підвищенню ефективності функціонування ринку [4].

На сьогоднішній день Національна депозитарна система практично не пов’язана із світовою. Операції нерезидентів із цінними паперами українських емітентів можливі лише за умови відкриття рахунку нерезидентом в українській депозитарній установі або реєстрації його в системі реєстру.

Придбання ж резидентами іноземних цінних паперів можливе за умови реєстрації резидентів України у депозитарній системі іншої країни. Набуття права власності через Національну депозитарну систему практично неможливе, тому що МФС не має права встановлювати кореспондентські відносини з іноземними депозитаріями, а НДУ, який може встановити зв’язки із депозитаріями, не може здійснювати подальше обслуговування таких цінних паперів (забезпечувати перехід права власності тощо).

Отже, на порядку денному реформування Національної депозитарної системи стоїть розробка механізму взаємодії депозитарної системи України із аналогічними системами інших держав, і насамперед інтеграції у системи обслуговування цінних паперів Європейського Союзу, з яким Україна хоче побудувати спільний ринок, а також у депозитарну систему Росії, яка залишається важливим економічним партнером.

Для удосконалення роботи систем обслуговування цінних паперів на вітчизняному ринку необхідно налагодити роботу єдиної мережі обміну інформацією між торговим майданчиком,

депозитарною системою та платіжною системою із використанням систем квітування-підтвердження трансакцій, “поставки проти платежу” та неттінгу.

Рекомендація 7: Захист інвестора. Регулюючі органи кожної країни повинні перевіряти наявність у інвесторів, які зареєстровані в даній країні, процедур, які б забезпечували дотримання цими інвесторами законів та інших правових норм країн, в яких вони здійснюють інвестування. При цьому необхідно створити рівні умови для місцевих і закордонних інвесторів, перш за все у відношенні реалізації прав акціонерів [4].

Забезпечення рівноправності вітчизняних та іноземних інвесторів на ринку цінних паперів тісно пов'язане із корпоративним управлінням, валютним законодавством (у сфері безперешкодного ввезення та вивезення капіталу), розробкою процедур уникнення подвійного оподаткування доходів, отриманих на українському ринку цінних паперів.

Потрібно на законодавчому рівні закріпити рівність прав на одержання всіх економічних вигод від володіння цінними паперами (донедавна можливість здійснення переходу права власності в системі реєстру для нерезидентів була істотно обмежена ДКЦПФР [15]).

Права власників цінних паперів на володіння та розпорядження цим активом закріплені законодавчо, однак дуже часто порушуються, причиною чого є неадекватність суддівської практики.

Рекомендація 7 також передбачає забезпечення виконання правил роботи у Національній депозитарній системі міжнародними кастодіанами, які мають філію в Україні.

Рекомендація 8: Правова база. Місьцеве законодавство повинно передбачати розділення власних і клієнтських активів зберігачів, а також неможливість звернення стягнення на клієнтські активи у випадку банкрутства або неплатоспроможності кастодіана. З метою подальшого вдосконалення захисту прав інвесторів регулюючі органи і ринкові організації повинні намагатися [4]:

- забезпечити ясність законодавства, що регулює транснаціональні угоди;
- досягти згоди між країнами стосовно юридичного визначення кінцевості результатів розрахунків по угодах з цінними паперами;
- забезпечити гарантії захисту прав власників цінних паперів в законодавстві країн;
- удосконалювати законодавство по ринку цінних паперів в цілях забезпечення прав заставоодержувача, а також захисту клієнтських активів, які знаходяться на зберіганні в системах обслуговування цінних паперів.

Розробка правової бази України з питань функціонування депозитарної системи відбувалася не так давно, і тому в ній вже враховані основні рекомендації міжнародних організацій, зокрема відокремлений облік власних і клієнтських активів; недоторканість клієнтських активів від претензій кредиторів; чітке визначення моменту переходу права власності на цінні папери; визначення прав номінальних утримувачів, зареєстрованих у системі реєстру, та власників цінних паперів; право кредиторів на реалізацію предмета застави (хоча механізм реалізації цінних паперів ще до кінця не відпрацьований).

Висновки та перспективи подальших досліджень. В умовах стрімкого розвитку фінансових ринків загалом та ринку цінних паперів зокрема, інтеграції світових капіталів велика увага приділяється системам обслуговування цінних паперів. Щоб задовольнити вимогам зростаючого попиту на депозитарні послуги, Національна депозитарна система України повинна відповідати міжнародним стандартам. Так, для приведення Національної депозитарної системи у відповідність рекомендаціям ISSA необхідно: створити повнофункціональний центральний депозитарій шляхом реформування МФС або об'єднання МФС та НДУ; запровадити використання міжнародних стандартів обміну повідомленнями, ідентифікації клієнтів та контрагентів і випусків цінних паперів; уніфікувати процедуру переходу права власності для документарних та бездокументарних

цінних паперів; розробити процедуру кредитування цінними паперами; вдосконалити процедуру “поставки проти платежу” шляхом надання депозитарію та зберігачам права ведення грошових рахунків клієнтів для оплати за цінні папери та одержання дивідендів; передбачити використання схем нетінгу для спрощення та пришвидшення розрахунків; мінімізувати фінансові ризики шляхом здійснення перехресного забезпечення, використання угод РЕПО, створення гарантійних фондів; налагодити взаємодію інвестор – торговий майданчик – зберігач – депозитарій без паперового документообороту; встановити кореспондентські відносини з іноземними депозитаріями для інтеграції із світовими системами обслуговування цінних паперів; забезпечити захист інвесторів шляхом вдосконалення валютного та податкового законодавства, контролем за діяльністю учасників ринку цінних паперів та налагодженням адекватної діяльності суддівської системи.

У подальших дослідженнях планується розглянути шляхи удосконалення законодавчих та нормативних актів щодо функціонування Національної депозитарної системи України, що впливає на інвестиційну привабливість як економіки України загалом, так і окремих виробничих підприємств під час їх виходу на міжнародні ринки капіталу.

1. Меморандум про взаєморозуміння між урядом України, Міжнародним банком реконструкції та розвитку та урядом Сполучених Штатів Америки стосовно створення клірингового депозитарію, що належить галузі цінних паперів від 25.01.1999 р. 2. Хоружий С.Г. *Международные нормы обслуживания обращения ценных бумаг // Финансовые риски.* – 2001. – №1. 3. Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 21 грудня 2004 р. № 1707. 4. Рекомендації ISSA 2000. 5. Швецов Н *Какой депозитарий нужен Украине?* – www.icps.kiev.ua. 6. Офіційний сайт НДУ. – www.ndu.gov.ua. 7. Офіційний сайт МФС. – www.mfs.kiev.ua. 8. Українська асоціація інвестиційного бізнесу: Новини. 28.11.2005 р. – uaib.com.ua. 9. Положення про депозитарну діяльність, затверджене рішенням ДКЦПФР від 26.05.1998 р. № 61. 10. Офіційний сайт ДКЦПФР. – www.ssmsc.gov.ua. 11. Рішення ДКЦПФР № 62 від 11.02.2003 р. “Щодо упорядкування депозитарної діяльності”. 12. Маскалевич І. *Національний депозитарій: Дайте мільярд! А краще два ...* // *Дзеркало тижня.* – 2005. – №4 (532). – 5–11 лютого 2005 р. 13. Порядок призначення індивідуальних ідентифікаційних кодів власникам цінних паперів-нерезидентам, затверджений Рішенням Правління Національного депозитарію України 25.07.2001 №8/1. 14. *Bank for International Settlements. Delivery versus payment in securities settlement systems. Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries // Basle.* – September, 1992. 15. Положення про облік прав власності нерезидентів на цінні папери українських емітентів, затверджене Рішенням ДКЦПФР 20.04.2001 р. № 138.