

СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

DOI: <https://doi.org/10.32689/2523-4536/63-1>
УДК 330.14:005.591.452

Музиченко М. В.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри глобальної економіки,
Державний біотехнологічний університет

Muzychenko Mykola

Candidate of Economic Sciences,
Associate Professor at the Department of Global Economics,
State Biotechnological University

ДІЯЛЬНІСТЬ ІЗ НАДААННЯ ПОСЛУГ ЗБЕРІГАННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

ACTIVITIES TO PROVIDE CUSTODY SERVICES FOR SECURITIES: INTERNATIONAL EXPERIENCE

Актуальність дослідження зумовлена надто низьким рівнем розвитку ринку цінних паперів в Україні, яка проходить початкову стадію формування інституцій і механізмів ринкової економіки. Діюча в Україні децентралізована система депозитарного обслуговування стримує розвиток фондового ринку, адже децентралізована система обліку прав на цінні папери ускладнює процедуру здійснення угод та збільшує ризики. Метою дослідження є вивчення міжнародного досвіду депозитарної діяльності щодо цінних паперів в умовах стрімкого розширення ринків цінних паперів, особливо в країнах Східної Європи і Азії, їх технологізації, виявлення нових функціональних можливостей та домінуючих моделей їхньої архітектури в контексті регулювання, взаємодії суб'єктів ринку та захисту прав власності. Основними методами дослідження міжнародного досвіду діяльності з надання послуг щодо зберігання цінних паперів є емпіричний, аналітичний та індуктивний методи, що в комплексі дали змогу описати системи обігу цінних паперів у різних країнах світу, проаналізувати їх із метою з'ясування спільних характеристик, що важливо для впровадження їх в Україні з метою інтеграції в світову систему перерозподілу фінансових ресурсів. Усебічно розглянуто системи зберігання цінних паперів, національні депозитарні системи, розкрито особливості національних механізмів взаємозв'язку всіх учасників ринку цінних паперів, виявлено концептуальні проблеми організації ринку цінних паперів в Україні, обґрунтовано необхідність адаптації міжнародного досвіду для інституційного розвитку національної депозитарної системи України. Матеріали статті мають практичну цінність для розвитку депозитарної системи в Україні як основи функціонування ринку цінних паперів, сумісної з технологізованими міжнародними депозитарними системами у всій повноті функціональних можливостей, що забезпечує гарантії прав власності інвесторів і дає нагоду Україні стати повноцінним суб'єктом перерозподілу світових фінансових ресурсів і, відповідно до цього, залучати інвестиції для розвитку економіки за міжнародними правилами і стандартами «прозорого» функціонування ринків цінних паперів, чим самим формуючи інституційні бар'єри корупційним впливам. Проведений порівняльний аналіз депозитарних систем різних країн дає змогу виявити слабкі місця у наявній депозитарній системі України, намітити концептуальні підходи до законодавчих та організаційних дій з її розвитку.

Ключові слова: цінні папери, зберігачі, депозитарна діяльність, Центральний депозитарій, міжнародний досвід.

The relevance of the study is explained by the underdevelopment of the securities market in Ukraine, which barely started establishing the institutions and mechanisms of a market economy. Ukraine has a decentralised system of depository services, which hinders the development of the stock market, because the decentralised system of accounting for rights to securities complicates the procedure of transactions and increases risks. The purpose of the study was to investigate the international experience of securities depository in the rapidly expanding securities markets, especially in Eastern Europe and Asia, their technology, identifying their new functionality and dominant models of their architecture in the context of regulation, interaction of market participants and protection of their property rights. The main methods of study of international experience in the provision of securities custody services were empirical, analytical, and inductive methods, which together allowed describing the systems of securities circulation in different countries, analysing them to identify common features that are important for their implementation in Ukraine for integration into the global system of redistribution of financial resources. The study considered various securities storage systems, national depository systems, covered the features of national mechanisms of interconnection of all participants in the securities market, identified conceptual problems of securities market organisation in Ukraine, substantiated the need to adapt international experience for institutional development of the national depository system of Ukraine. The materials of the study have practical value for the development of the depository system in Ukraine as a basis for the functioning of the securities market, compatible with technological international depository systems in full functionality, which guarantees investors' property rights and enables Ukraine to become a full-fledged redistributor of global financial resources and, accordingly, to attract investments for economic development pursuant to international rules and standards of "transpar-

ent" functioning of securities markets, thus putting institutional barriers to corruption influences. The comparative analysis of depository systems of different countries allowed covering weaknesses in the existing depository system of Ukraine, outlining the conceptual approaches to legislative and organisational actions on its development.

Keywords: securities, custodians, depository activities, Central Depository, international experience.

Постановка проблеми. Торгівля цінними паперами на світових ринках капіталу існує вже декілька століть. Разом з еволюцією ринку капіталу з постійно зростаючими обсягами торгів модель зберігання цінних паперів (холдинг) також трансформується від системи прямого зберігання до непрямой, а цінні папери здебільшого іммобілізуються у вигляді електронного рахунку, натомість фізичної (документальної) форми. У рамках системи прямого зберігання інвестори володіють цінними паперами і безпосередньо користуються всіма відповідними правами, таким чином уникаючи ризику зберігання або втрати цінних паперів, які є у посередника. Розміщення та операції з цінними паперами за цією системою передбачають видачу фактичних свідоцтв про право власності на цінні папери бенефіціарному власнику, тобто інвестору, і реєструються безпосередньо в реєстрі акцій.

За даними Міжнародної організації комісій із цінних паперів (IOSCO), система непрямого зберігання широко прийнята як еталонна система для збереження цінних паперів у всьому світі за умови належного захисту від зловживань.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у дослідження міжнародного досвіду розвитку депозитарних систем, особливостей та принципів функціонування національних фондових ринків зробили зарубіжні та вітчизняні вчені: А. Білоченко, Ф. Бреквельт, А. Іванів, О. Леось, С. Москвін, В. Посполітак, Б. Пшик, Н. Рекова, С. Хоружий, Г. Сивченко.

Мета статті полягає в аналізі міжнародного ринку цінних паперів та пов'язаної з ним депозитарної діяльності в країнах Східної Європи, Азії та Сполучених Штатах Америки.

Виклад основного матеріалу. Для поліпшення процесу взаємодії між усіма учасниками розрахунків за цінними паперами та клірингом, зниження ризиків, покращення управління системою депозитарної діяльності (офіційний сайт Групи тридцяти) у світі створено низку організацій, що розвивають міжнародні стандарти побудови систем обліку майнових прав, здійснення операцій із цінними паперами та надають відповідні рекомендації. До них належать: Група тридцяти (Група 30, G-30) [11], Асоціація європейських центральних депозитаріїв цінних паперів, Міжнародна організація комісій із цінних паперів, Міжнародна асоціація послуг із цінних паперів, Банк міжнародних розрахунків, Комітет європейських регуляторів цінних паперів, Європейський центральний банк, Азіатсько-Тихоокеанська центральна депозитарна група цінних паперів, Група Джованніні [12].

Національні центральні депозитарії цінних паперів (далі – ЦДЦП) є ядром модифікованої

системи непрямого зберігання цінних паперів. Нині в розвинених країнах світу 95% фондового ринку обслуговують центральні депозитарії. Європа налічує 41 центральний депозитарій, які є повноправними членами Європейської асоціації центральних депозитаріїв цінних паперів, у цілому у світі – більше сотні [10]. У складі власників ЦДЦП у країнах ЄС можна виділити такі групи [10]:

– 15 країн мають єдиний Центральний депозитарій корпоративних та державних цінних паперів: Австрія, Кіпр, Данія, Естонія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Угорщина, Італія, Литва, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Швеція, Велика Британія;

– 10 країн мають єдиний Центральний депозитарій корпоративних цінних паперів та один депозитарій у структурі центрального банку для обслуговування операцій із державними цінними паперами: Бельгія, Болгарія, Греція, Ірландія, Латвія, Польща, Португалія, Румунія, Словаччина та Словенія;

– у Чеській Республіці налічується три депозитарії (два депозитарії корпоративних цінних паперів і один депозитарій центрального банку для державних цінних паперів). Обидва депозитарії корпоративних цінних паперів належать учасникам приватного сектору;

– Іспанія має чотири депозитарії (для корпоративних та державних цінних паперів). У всіх чотирьох іспанських депозитаріях контроль належить приватному сектору (частка центрального банку становить 5%) [10].

Серед пострадянських країн (окрім країн Балтії) лише чотири мають єдиний Центральний депозитарій корпоративних та державних цінних паперів, у двох із цих країн 100% контроль належить приватному сектору (Грузія та Молдова), у Центральному депозитарії Казахстану приватний сектор є мажоритарним власником (центральный банк має 49% частки у Центральному депозитарії), а Центральный депозитарій Білорусі повністю належить державі. Вивчення досвіду інших країн щодо формування Центрального депозитарію та його взаємодії з іншими учасниками ринку цінних паперів може стати основою для прийняття адекватних умов України управлінських рішень із цього питання.

Послуги з обігу цінних паперів, які є важливою і невід'ємною частиною індустрії капіталу, до цього часу не були повністю досліджені. Процеси обігу цінних паперів, як правило, вивчалися вузькоспеціалізованими фахівцями, банківськими та біржовими аналітиками і майже не досягали рівня теоретичного узагальнення. Стрімкий розвиток ринку цінних паперів протягом останніх десяти-

літь привертає до нього увагу, але інформація про його процеси поки що знаходиться переважно на рівні досліджень банківських та спеціалізованих організацій.

Дана робота є значною мірою теоретичним узагальненням емпіричного етапу дослідження предмету, який передбачає збір інформації про стан справ сучасного ринку цінних паперів, його структури та особливостей, тенденцій розвитку, первинну обробку фактів, відбір з усіх фактів типових, найбільш повторюваних та тих, які виражають основні тенденції розвитку світового ринку цінних паперів. Методологічна база дослідження враховує наукові роботи зарубіжних дослідників у сфері міжнародного ринку цінних паперів, його регулювання та інституційних механізмів його функціонування. При цьому застосовувався принцип єдності теорії і практики.

Для досягнення мети даного дослідження були використані такі методи: теоретичного узагальнення (для аналізу функцій та особливостей міжнародного ринку цінних паперів); діалектичний підхід (для визначення специфіки та змін, що відбуваються на міжнародному ринку цінних паперів); історико-логічний підхід (аналіз еволюції систем зберігання цінних паперів); аналізу і синтезу (для виявлення компонентів інституційного середовища ринку цінних паперів та їх взаємодії один з одним у контексті впливу на функціонування ринку); індукції та дедукції (для аналізу елементів і структури сучасних ринків цінних паперів, зокрема зберігання цінних паперів); наукової абстракції в усіх розділах дослідження.

Використання методу індукції більше притаманне дослідженню емпіричного етапу, до якого належить дана робота. У дослідженні також застосовано метод абстракції ізоляції, що дало змогу виділити ключовий елемент сучасних ринків цінних паперів, а саме Центральний депозитарій цінних паперів, а також з усіх аспектів ринків виділити елемент механізмів взаємодії між Центральним депозитарієм та іншими суб'єктами ринку, описати функціонування цих механізмів у різних країнах світу, що згодом може стати основою для порівняльного аналізу. Цей метод також використовувався для групування європейських країн – членів Європейської асоціації центральних депозитаріїв цінних паперів (ECSDA) за складом власників центральних депозитаріїв цінних паперів. Використання всіх цих методів у комплексі дало змогу описати системи обігу цінних паперів у різних країнах світу, проаналізувати їх із метою виявлення спільних характеристик, що важливо для їх упровадження в Україні для інтеграції у світову систему перерозподілу фінансових ресурсів.

Дослідження виділило нову модифіковану систему непрямого зберігання цінних паперів як домінуючу характеристику сучасного світового ринку цінних паперів, що забезпечує переваги захисту прав власності та ефективність для

інвесторів. Ядром цієї системи є створення національних ЦДЦП, які контролюють реєстраційні процедури руху цінних паперів на всіх етапах, забезпечуючи їх максимальну прозорість, що важливо для захисту прав власності [11; 1; 7].

У роботі зазначається, що розвиток національних ринків цінних паперів у рамках цієї системи базується на двох основних моделях: американській (США), де основними зберігачами цінних паперів є спеціальні інвестиційні структури поза традиційною банківською системою, та європейській, де на традиційні банки покладено основну функцію зберігача цінних паперів. У дослідженні також відзначаються такі тенденції розвитку сучасних ринків цінних паперів, як стрімке збільшення кількості угод, необхідність швидкого їх обслуговування з дотриманням усіх прав власників, розподіл витрат і прибутків усіх суб'єктів у процесі здійснення операцій, розширення спектру фінансових послуг в умовах їх технологізації [14; 17].

Як одне з основних завдань регулювання ринку цінних паперів у дослідженні розглянуто необхідність підтримки балансу між швидкістю всіх реєстраційних процедур у процесі здійснення операцій із цінними паперами та контролем за їх достовірністю та своєчасністю. Надмірне регулювання ринку цінних паперів уповільнює швидкість руху капіталу у світі та робить його менш привабливим порівняно з іншими галузями економіки, недостатній контроль за реєстраційними процедурами руху цінних паперів створює надмірні ризики для суб'єктів щодо дотримання своїх прав власності [13]. Механізми взаємозв'язку національних ЦДЦП з іншими суб'єктами ринку цінних паперів не лише у вигляді узагальнених моделей, а й з особливостями кожної країни в українській економічній літературі недостатньо вивчено. Досвід азіатських країн українськими авторами майже не розглядався, недостатньо вивчено і досвід функціонування американського та європейського ринків цінних паперів. Ці питання стали основною темою даного дослідження.

На основі наукової роботи Світового банку [12] та Ф. Бреквельта [2] розглянуто механізми взаємодії національних ЦДЦП та учасників ринку цінних паперів в Австралії, материковому Китаї, країнах Європейського Союзу, США, Гонконгу, Індії та Сінгапурі. Це дає можливість ознайомитися з досвідом роботи ринку цінних паперів у різних країнах світу на різних континентах. Проведено порівняльний аналіз та визначено ключові фрагменти – механізми взаємодії національних центральних депозитаріїв цінних паперів із суб'єктами ринку цінних паперів. Такий підхід виявив різницю між «старими» і новими ринками цінних паперів, їхні особливості залежно від рівня економічного розвитку, розвитку технологій у країні та політичних характеристик (материковий Китай, Гонконг, Тайвань – відмінності та вза-

сгодія з Китаєм та іншими країнами світу) і може бути корисним як для інших дослідників, так і для прийняття управлінських рішень.

Ринки цінних паперів розвиваються у світі досить швидко: вони охоплюють нові ринки Східної Європи, Азії та інших континентів, розширюється коло пропонованих фінансових інструментів, з'являються нові технології. Центральні депозитарії цінних паперів у Європі почали створюватися з ініціативи G-30 у 1989 р. і сьогодні стали основним елементом світових ринків цінних паперів [11]. Відповідно до класифікаційних критеріїв існуючих моделей регулювання ринків цінних паперів, регуляторні моделі розрізняють рівень ролі банків у зберіганні та забезпеченні руху цінних паперів, рівень участі самоврядних організацій у процесі створення стандартів, рівень участі самоврядних організацій, правила регулювання ринку цінних паперів та його функціонування, рівень участі держави та учасників ринку цінних паперів у створенні центральних депозитаріїв.

Європейська система із центральним депозитарієм визначається повною централізацією ринку на рівні законодавства, банкам дозволяється поєднувати банківські операції з діяльністю на ринках цінних паперів, мінімальна участь держави в регулюванні, низький рівень контролю та нагляду.

Питання розвитку інститутів ринку цінних паперів, його нормативно-правової бази як ключового інституту розглянуто у [18]. У науковій літературі України нехтують питанням побудови архітектури національних депозитарних систем та механізмів взаємозв'язку всіх учасників ринку цінних паперів. Якщо досвід зберігання цінних паперів у США та країнах Європи аналізується українськими вченими, то досвід країн Азії та Австралії ще недостатньо впроваджений у науковий обіг. У цьому контексті особливий інтерес становлять роботи Світового банку [12] та Ф. Бреквельта [2]. Вони включають аналіз систем зберігання цінних паперів у різних країнах світу, побудованих з урахуванням національних особливостей, відображають механізми взаємодії ЦДЦП з іншими проектами ринку субцінних паперів, що забезпечують прозорість його функціонування, а також механізми захисту права власності цінних паперів. У дослідженні більш детально розглянуто системи зберігання цінних паперів у таких країнах світу, як Австралія, материковий Китай, країни Європейського Союзу, США, Гонконг, Індія, Сінгапур.

Австралія. У країні існують два типи реєстрів для зберігання цінних паперів: підреєстр CHESS та підреєстр, що фінансується емітентом. Цінні папери дематеріалізовані, тобто паперові сертифікати не видаються обома підреєстрами, хоча біржа цінних паперів (ASX) усе ще може їх пропонувати. Основний реєстр конкретної компанії складається з використанням зведених реєстрів збері-

гачів, зареєстрованих як у підреєстрі CHESS, так і в підреєстрі, що фінансується емітентом. CHESS розшифровується як Clearing House Electronic Sub-Register System, яка управляється біржею ASX Settlement Pty Limited і виконує дві основні функції: сприяє клірингу та забезпечує торгівлю акціями та забезпечує електронний підреєстр акцій компаній, які котируються на біржі. Після укладення угоди CHESS передає право власності на акції в електронному вигляді, сприяючи передачу грошей за ці акції учасникам через їхні відповідні банки (доставка або оплата або розрахунки DVP). Учасники CHESS – це брокери, зберігачі, інституційні інвестори та розрахункові агенти, які здійснюють розрахункові операції, торгуючи переважно для себе або в агентстві від імені своїх клієнтів.

Щоб володіти акціями в підреєстрі CHESS, інвестор укладає спонсорську угоду з уповноваженим учасником CHESS, який виступає як «шаховий спонсор» (зазвичай біржовий брокер або розрахунковий агент, наприклад зберігач) для управління інвестиційними пакетами інвестора в CHESS підреєстр від імені інвестора. Акції зберігаються на ім'я інвестора, а акції всіх цінних паперів консолідуються на єдиному рахунку під унікальним ідентифікаційним номером власника цінних паперів (HIN). Інвестори можуть володіти акціями через кількох спонсорів CHESS, і інвестору надається інший HIN для кожного зі спонсорів CHESS. Репозиторій ASX надає інвесторам незалежні звіти про рух акцій для відстежування своїх активів у CHESS. Інвестор повинен повідомити спонсора CHESS про будь-які зміни його особистої інформації, наприклад реєстраційного імені та адреси.

Таким чином, австралійський ринок використовує як систему прямого зберігання (через підреєстр, спонсорований емітентами), так і модифіковану систему зберігання та проведення операцій з цінними паперами (через підреєстр CHESS). Систему CHESS, яка працює вже 25 років, збираються замінити технологією DLT, яку зазвичай називають «блокчейн». Передбачається, що нова система забезпечить своєчасний, безпечний та спрощений доступ до реєстру власників (для емітентів), фінансових активів (для кінцевих інвесторів) та відповідної інформації.

Материковий Китай. Інвестори повинні відкривати рахунки у цінних паперах на своє справжнє ім'я в Китайській депозитарно-кліринговій корпорації з цінних паперів (CSDC) для здійснення торгівлі та зберігання цінних паперів. Цінні папери зберігаються в дематеріалізованому електронному вигляді без фізичних сертифікатів. Відкриття рахунку здійснюється через уповноважені установи, як правило, компанії з цінних паперів. Інвесторами можуть бути фізичні, юридичні особи, компанії-партнери або інвестиційні установи, які працюють із цінними паперами. Рахунок інвестора у цінні папери складається з

головного рахунку та субрахунків. Головний рахунок має унікальний ідентифікаційний номер, який пов'язаний із рахунками, що разом забезпечує вичерпне уявлення про право власності інвестора на цінні папери. Інформація про особу інвестора включає ім'я інвестора, тип документа, що посвідчує особу, та номер. Центральний депозитарій [8] відповідає за зберігання інформації про рахунок у цінних паперах для інвесторів та реєстр акцій емітентів цінних паперів. Реєстр акцій містить найменування акціонера, номер рахунку в цінних паперах, ідентифікаційний номер власника та адресу власника, а також реквізити власника.

Європейський Союз (ЄС) включає у себе багато розвинених західних ринків, які використовують загальну практику залучення номінальних осіб і банків-зберігачів. Останні обслуговують як роздрібних, так і інституційних інвесторів. Вони діють як власники цінних паперів та обробники операцій із фінансовими інструментами, зокрема клірингу та розрахунків за операціями, від імені своїх клієнтів. Деякі з них уважаються «важливими зберігачами», оскільки вони відіграють важливу роль у вищезгаданих обов'язках для великих світових інвесторів і переважно прагнуть інтервалізувати кліринг і розрахунки за транзакціями своїх клієнтів-інвесторів, а не перенаправляти їх до відповідного ЦДЦП. Для забезпечення такої загальноприйнятої ринкової практики органи влади ЄС увели суворі правила щодо великих зберігачів і використали додаткові запобіжні заходи для усунення конкретних клірингових та розрахункових ризиків за таких обставин.

У ЄС Комітет європейських регуляторів цінних паперів [8] та Європейський центральний банк установили набір стандартів для клірингу та розрахунків за цінними паперами, які сумісні з рекомендаціями CPSSIOSCO щодо розрахунків за цінними паперами системи. Відповідно до стандартів ЄС, цінні папери мають бути знеруховлені або дематеріалізовані та максимально перераховані шляхом депонування книг у Центральному депозитарії [9]. Для захисту цілісності випуску цінних паперів та інтересів інвесторів Центральний депозитарій повинен забезпечити належне здійснення випуску, зберігання та передачі цінних паперів. Переважна більшість європейських запасів була дематеріалізована, і там, де є фізичні сертифікати, вони замінені електронним записом книг на рахунки безпеки. Оскільки транскордонні інвестиції стали популярними в Європі, транскордонні ланцюги зберігання за участю кількох посередників є поширеними, починаючи із центрального депозитарію через місцевих зберігачів, глобальних зберігачів і останнього посередника, який обслуговує кінцевого інвестора. Здебільшого великі інституційні інвестори мають до чотирьох посередників, у тому числі Центральний депозитарій. Посередники зазвичай використовують «універсальні» або «об'єднані номінальні» рахунки із Центральним депозитарієм

або іншим посередницьким рівнем, на якому вони мають цінні папери більше ніж одного інвестора на рахунок. У контексті відносин «емітент – інвестор», представлених «прямою» чи «непрямою» участю, різні європейські ринки використовують різні моделі.

США. Основним центральним депозитарієм є Depository Trust Company (DTC), заснована в 1973 р. Корпорація DTC стала найбільшою центральною депозитарною організацією у світі. Майже всі муніципальні цінні папери та переважна більшість американських акцій і корпоративних облігацій використовують DTC як центральний депозитарій цінних паперів (CSD). Щоб забезпечити економію від масштабу, DTC запустила швидку автоматизовану передачу цінних паперів (FAST). FAST мінімізує передачу сертифікатів і спрощує обробку переказів, записуючи бездокументарні цінні папери в книгах емітента трансфертного агента. Для створення умов для дематеріалізації цінних паперів DTC створив систему прямої реєстрації (DRS), яка дає змогу інвесторам вибирати, чи зберігати цінні папери в бездокументарній формі емітентом [15]. Однак, незважаючи на те що кількість фізичних сертифікатів, депонованих за кодом DTC, значно скоротилася, у Сполучених Штатах усе ще переважає пряме володіння фізичними сертифікатами. Для того щоб США залишалися повністю безпаперовими, для бірж необхідно подати правило, яке виключало б можливість видачі сертифікатів фізичних одиниць для нових компаній, що планується включити до списку. Сьогодні інвестори можуть тримати цінні папери у Сполучених Штатах трьома способами:

1. Цінні папери знеруховлені DTC та зареєстровані DTC у їхніх емітентів або трансфертних агентів із зазначенням імені інвестора в книзі його брокерської фірми як фактичного власника цінних паперів та найменування брокерської фірми, записаної в DTC. DTC утримує цінні папери як власника запису в реєстрі цінних паперів емітента. Брокерські фірми надають регулярні виписки з рахунків інвесторам, які є бенефіціарними власниками.

2. Через систему прямої реєстрації (DRS) цінні папери DTC зберігаються в електронному вигляді інвестором від власного імені інвестора безпосередньо в книгах емітента або в книгах агента з передачі емітента. Інвестор отримує заяву від передавального агента, яка підтверджує право власності на акціонерний сертифікат, тобто цінні папери знецінюються. Між емітентом або його трансфертним агентом та інвестором існує пряма корпоративна комунікація. Для продажу цінних паперів, що зберігаються через DRS, інвестор повинен перевести цінні папери в електронному вигляді з рахунку інвестора в емітента (або його агента з переказу) на рахунок брокера-дилера через DTC. Агенти передачі даних, які використовують DRS, також є зареєстрованими користу-

вачами програми FAST. Вони зберігають заборгованість в електронній формі для всіх позицій DTC та щодня оновлюють інформацію про взаємовідносини з DTC.

3. Із паперовими сертифікатами – інвестори можуть зберігати паперові сертифікати, але вони повинні передати сертифікати брокеру за три дні до продажу акцій. Потім брокер перенесе сертифікати на свій рахунок DTC. Право власності буде зареєстровано на ім'я номінанта DTC в електронному вигляді. Під час купівлі акцій інвестор може вилучити фізичний сертифікат з DTC, який буде зареєстрований на ім'я та адресу інвестора [15].

Основними зберігачами цінних паперів у США є інвестиційні банки, які не мають традиційних банківських функцій для обслуговування економіки, інвестиційні фонди та холдингові компанії. З іншого боку, банки мають обмежені функції щодо зберігання та обігу цінних паперів. У Європі саме банки відіграють ключову роль у зберіганні та обігу цінних паперів.

Гонконг. У країні цінні папери часто утримуються інвесторами через посередників, включаючи брокерів і зберігачів. Центральним депозитарієм використовується центральна клірингово-розрахункова система (CCASS). Він приймає депозити фізичних сертифікатів цінних паперів від учасників для розміщення та безпечного зберігання. Інвестори (фізичні особи, спільні підприємства або корпорації) можуть подати заявку, щоб стати учасниками інвестора (IP) у HKSCC. Кожному IP призначається один «універсальний» акційний рахунок, при цьому кожен інший учасник має один поточний рахунок для розрахунків і один обліковий запис, який дає їм право отримувати пільги. Брокер або члени-зберігачі можуть відкривати окремі акції (SSA). Заява про послуги від HKSCC для своїх клієнтів-інвесторів. Акціонери клієнтів-інвесторів будуть зареєстровані HKSCC на цих рахунках окремо від тих учасників, які відкривати та керувати рахунками. Для інвесторів-клієнтів HKSCC надає відомості про рух часток на рахунках та отримує корпоративні комунікації, зокрема річні звіти та повідомлення про корпоративну діяльність безпосередньо від фондових реєстраторів [12; 18].

Переказ цінних паперів після здійснення операції на ринку цінних паперів HKEX здійснюється «на» та «з» фондових рахунків учасників клірингу (посередників) в електронному вигляді шляхом запису в книзі CCASS. На другому рівні – передача цінних паперів «до» та «з» акцій ІІ. Рахунки можуть бути ініційовані як самою IRA, так і через її учасників-посередників (клірингові сторони, учасники-зберігачі, кредитор або іпотекодержатель) у формі Інструкцій із розрахунків для інвестора (ISI). Акції, що зберігаються в депозитарії CCASS, реєструються на ім'я обмежених номінальних осіб HKSCC, які реалізують права акціонерів щодо їхніх цінних паперів і діють за вказівками, отриманими від членів. Учасники можуть

відмовитися від фізичних сертифікатів акцій із депозитарію CCASS. Емітенти можуть вимагати, щоб HKSCC надав їм інформацію про безпеку акціонерів CCASS, включаючи імена, адреси та інформацію про акціонерів IP [12; 18].

Індія. Цінні папери існують у формі фізичного сертифіката, але їх потрібно дематеріалізувати, тобто перевести в електронну форму для торгівлі на фондовій біржі. Дематеріалізовані цінні папери зберігаються на рахунках (рахунках Demat) бенефіціарів у двох депозитаріях: національному депозитарії цінних паперів (NSDL) та центрі депозитарних послуг (Індія) (CDSL), які мають обмежену відповідальність. Цінні папери можна «рематеріалізувати»: електронні баланси на рахунку Demat конвертуються назад у фізичні сертифікати. Після рематеріалізації емітент цінних паперів реєструється (через свого агента) у депозитарії як власник цінних паперів, а інвестор – як бенефіціарний власник [12; 18].

Зв'язок між депозитаріями та інвесторами здійснюється опосередковано через депозитарного учасника. Інвестору з відкритим рахунком Demat надається номер рахунку клієнта та ідентифікатор клієнта, які необхідно використовувати разом з ідентифікатором учасника депозитарію (DP) для здійснення операцій із цінними паперами. Операції з цінними паперами здійснюються за допомогою електронних переказів так: цінні папери перераховуються з рахунку клієнта-продавця на рахунок учасника клірингу для клірингу, наприклад кліринг NSE Національної фондової біржі Індії (NSE) [12; 18]. Покупець отримує цінні папери на свій рахунок із рахунку учасника клірингу після доставки в розрахунковий будинок у зазначеному населеному пункті. Доставка здійснюється згідно з інструкцією з доставки (яка може бути постійною). На вибір учасника клірингу розрахунки також можуть здійснюватися безпосередньо шляхом доставки цінних паперів на рахунок інвестора (такий механізм доступний для клірингових операцій як на НФБ, так і на Бомбейській фондовій біржі).

Сінгапур. Центральний депозитарій країни є контрагентом для всіх операцій, здійснених на ринку цінних паперів Сінгапурської біржі (SGX). Фізичні сертифікати зберігаються в CDP перед продажем. На ринку Сінгапуру використовуються як прямі, так і непрямі системи корпоратизації. Інвестори (фізичні особи або корпорації) можуть мати акції безпосередньо на прямому рахунку в цінних паперах або опосередковано на субрахунку рахунку в цінних паперах депозитарного агента, відкритому в CDP. CDP розглядатиме власника прямого рахунку в цінних паперах як абсолютного бенефіціарного власника цінних паперів, які зберігаються на цьому рахунку. Кожен вкладник (окрім депозитарного агента) не повинен мати більше одного прямого рахунку у цінних паперах, який ведеться від свого імені в CDP. Депозитарний агент повинен відкривати та вести

окремий субрахунок для кожного свого клієнта та відокремлювати авуари своїх клієнтів на цих субрахунках один від одного та від інвентарю на власному рахунку. Кожен субрахунок має містити номер рахунку депозитарного агента та номер субрахунку.

Депозитарні агенти можуть включати торгових членів Сінгапурської біржі (SGX), клірингових членів Центрального депозитарію (CDP), зареєстрованих довірчих компаній, ліцензованих Сінгапуром банків або торговельного банку, затвердженого Валютним управлінням Сінгапуру. Депозитарним агентом також може бути номінована компанія, яка володіє акціями від імені своїх клієнтів-інвесторів. Більшість брокерів у Сінгапурі пропонує послуги номінального зберігача інвесторам за нижчу брокерську комісію за торгівлю цінними паперами, ніж брокерські послуги для інвесторів із прямими акціями CDP. CDP може призначити агентів і постачальників послуг, включаючи зберігачів, для зберігання депонованих цінних паперів. Усі цінні папери, депоновані у Центральному депозитарії (CDP), реєструються на ім'я Центрального депозитарію (CDP) або визначених ним установ. CDP має прямі відносини із вкладниками (включаючи кінцевих інвесторів, які відкрили прямі рахунки у цінних паперах) лише щодо реквізитів цінних паперів та операцій, а не дій із цінними паперами [16].

Висновки. Аналіз систем зберігання цінних паперів та їх обігу в різних країнах світу дає змогу зробити такі висновки. У країнах світу з активним обігом цінних паперів найбільш поширеною

є модифікована непряма система зберігання цінних паперів. Із розвитком технологій документарна (фізична) форма цінних паперів поступово витісняє їх дематеріалізованою формою, тобто електронним записом. У багатьох країнах світу непряма система зберігання цінних паперів співіснує з прямою системою (класичним прикладом є Велика Британія).

Суть модифікації системи непрямого зберігання цінних паперів полягає у наявності Центрального депозитарію цінних паперів, який контролює реєстрацію обігу цінних паперів на всіх етапах. У більшості країн світу, де ведеться робота із цінними паперами, вже створено національні центральні депозитарії, розробляються та вдосконалюються механізми взаємодії Центрального депозитарію з іншими учасниками ринку цінних паперів. Зазвичай існує пряма залежність між рівнем економічного розвитку та наявністю та функціонуванням Центрального депозитарію.

На світових ринках існує тенденція щодо прийняття прозорої моделі ринкового нагляду, яка вимагає ідентифікації клієнтів-посередників, тобто кінцевих інвесторів, для кожного замовлення та транзакції. Прозорий підхід, запроваджений на кожному ринку, має бути розроблений так, щоб відповідати його власній структурі та ринковій практиці. Існуюча в Україні децентралізована система депозитарного обслуговування, яка принципово не змінилася з 90-х років минулого століття, гальмує розвиток фондового ринку, оскільки ускладнює процедуру здійснення операцій та підвищує ризики.

Список використаних джерел:

1. Bech, M.L., Hancock, J., & Amber, T. (2020). On the future of securities settlement. *BIS Quarterly Review*. URL: <https://ssrn.com/abstract=3561195> (last accessed: 18.12.2021).
2. Braeckvelt, F. (2006). Clearing, settlement and depositary issues. *BIS Papers*. № 30. P. 284–332.
3. Carter, L., Hancock, J., & Manning, M. (2018). Ownership, incentives and regulation of CCP risks. *Global Business Expansion: Concepts, Methodologies, Tools, and Applications*. № 24. P. 489–521.
4. Deloitte. The evolution of a core financial service Custodian & Depositary Banks. An outlook on the current and future status of the industry (2019). URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-the-evolution-of-a-core-financial-service.pdf> (last accessed: 18.12.2021).
5. Francioni, R. (2021). Trading, clearing, custody, and the worldwide evolution of exchanges as unique organizations. Cham : Springer.
6. Law of Ukraine № 475/96 «On state regulation of the securities market in Ukraine» (1996, October). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text> (last accessed: 18.12.2021).
7. Lee, K.J. (2020). The effects of privatization and corporate governance of SOEs in transition economy: The case of Kazakhstan. *ADB Working Paper Series*. № 1127. P. 1–23.
8. Mazanec, L. (2018). Provision of central securities depository services in another EU Member state in CSDR. URL: <https://ssrn.com/abstract=3298569> (last accessed: 18.12.2021).
9. Official website of the CER (Center for European Reforms). URL: <http://www.cer.org.uk> (last accessed: 18.12.2021).
10. Official website of the European Association of Central Securities Depositories (ECSDA). URL: <https://ecsda.eu/members-2/list-of-members> (last accessed: 18.12.2021).
11. Official website of the Group of Thirty. URL: <https://www.group30.org/> (last accessed: 18.12.2021).
12. Payment systems worldwide – a snapshot, outcomes of the global payment systems survey (2018). URL: <https://pubdocs.worldbank.org/en/591241545960780368/GPSS-4-Report-Final.pdf> (last accessed: 18.12.2021).
13. Ravalo, T.B. (2017). CSDs and the challenges of financial integration and financial stability. *Journal of Securities Operations & Custody*. № 9(3). P. 225–235.
14. Shevchuk, S. (2007). Modern tendencies of constitutionalism in the context of Judicial law-making: World experience and prospects in Ukraine. Kyiv : Referat.

15. Smokovich, M., Bilak, M., Stetsenko, S., Christova, H., Bogdanyuk, N., & Pilipets, S. (Eds.). (2020). Legal consequences of declaring a normative act unconstitutional for the protection of human rights in administrative proceedings. Kharkiv : Pravo.
16. The settlement discipline regime of CSDR. (2020). URL: <https://www.lch.com/sites/default/files/media/files/The%20Settlement%20Discipline%20Regime%20of%20CSDR%20%20Oct%202020.pdf> (last accessed: 18.12.2021).
17. Wendt F., Katz, P., & Zanza, A. (2018). Organizing central securities depositories in developing markets – 7 considerations. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp1866.ashx> (last accessed: 18.12.2021).
18. Wymeersch, E.O. (2021). CSDs and the reform of the settlement process. URL: <https://ssrn.com/abstract=3843774> (last accessed: 18.12.2021).