

## СУЧАСНІ МОДЕЛІ ПОБУДОВИ ОБЛІКОВО-РОЗРАХУНКОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

*У статті відображено чотири моделі побудови обліково-розрахункових систем ринку цінних паперів, кожна з яких має свої особливості та відмінності. На підставі аналізу їх параметрів побудови та взаємодії складових елементів запропонована сучасна та дієздатна модель даної інфраструктури фондового ринку.*

*The article shows four models of construction securities market clearing and settlement systems, each of which has its own peculiarities and differences. Based on the analysis of parameters of the structure and interaction of components, from the viewpoint of the author, proposed a modern and viable model of the securities market infrastructure.*

*Ключові слова: обліково-розрахункова інфраструктура, депозитарна система, центральний кліринговий контрагент, розрахунковий банк.*

*Key words: clearing and settlement infrastructure, custody system, central clearing counterparty, settlement bank.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Якість побудови депозитарно-клірингової інфраструктури фондового ринку значною мірою визначає трансакційні затрати, швидкість та надійність здійснення угоди і відповідно впливає на інтерес інвесторів до цінних паперів, що мають обіг на тій чи іншій торговій платформі. Дана інфраструктура покликана обслуговувати учасників фондового ринку, їх операцій з цінними паперами. Як показує світова практика, це саме та сфера фондового ринку, в якій конкуренція між її окремими складовими елементами системи може гальмувати розвиток ринку, а не стимулювати. Враховуючи діючі процеси реформування національної депозитарної системи, актуальність даної теми не викликає сумнівів.

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Питання розвитку обліково-розрахункової систем широко висвітлюється у працях науковців, державних діячів, самих учасників ринку, міжнародних організацій. Однак, у зв'язку зі швидкою трансформацією середовища функціонування ринків цінних паперів, постає питання про відповідність національних обліково-розрахункових систем сучасним реаліям. Серед вітчизняних науковців були розглянуті праці С.О. Москвіна, В.В. Посполітака, С.Г. Хоружого, Б.А. Колтинюка, В.Г. Ульянова та ін. До зарубіжних можна віднести праці А.В. Лукашова, А. Джіованніні, Дж.В. Арнетта, Лексван дер Вілена, ВілемванАльфена та інших. Також значною мірою в роботі використовувалась інформація з офіційних сайтів ключових учасників обліково-розрахункової системи (центральні депозитарії, міжнародні центральні депозитарії, клірингові організації тощо) та міжнародних асоціацій, зокрема Міжнародної асоціації по обслуговуванню цінних паперів (ISSA).

### МЕТА СТАТТІ

Метою даної роботи є аналіз світового досвіду у побудові сучасних обліково-розрахункових систем з виділенням національних та міжнародних моделей, що викликають найбільший, на думку автора, науковий інтерес. Здійснити їх аналіз, на підставі якого запропонувати ефективну модель обліково-розрахункової системи, що відповідає сучасним вимогам.

### ОСНОВНА ЧАСТИНА

Під обліково-розрахунковою інфраструктурою в даній роботі слід розуміти клірингову та депозитарно-розрахункову системи. Таке розділення зумовлено аналізом сучасних моделей (на прикладі передових еко-

номік) побудови даної інфраструктури ринку цінних паперів. Нижченаведений аналіз по кожній моделі обліково-розрахункової систем дає нам можливість дійти загального висновку та відобразити схематично модель, яка увібрала в себе всі спільні ознаки із чотирьох нижче описаних, і з точки зору автора, є найбільш придатною для розвитку сучасного ринку цінних паперів (рис. 1).

Клірингова діяльність — це визначення взаємних зобов'язань. Основною метою якої є зменшення кількості платежів і поставок цінних паперів по угодам, що укладаються членами біржі і, відповідно, ризиків неплатежів / непоставок. Згідно Доповіді Групи 30 (від 1989 р.) виділяють такі системи клірингу, як: двосторонній залік; багатосторонній залік та безперервне залікове виконання. Вибір методу клірингу залежить від обсягу угод і рівня розвитку самого ринку. Поширеним є використання багатостороннього клірингу, який може бути двох видів: нетінг (netting) (визначення чистої позиції клієнта по угодам) та новейшн (novation) (переведення ризику контрагенту на центрального контрагента). Згідно п. 6 частини 1 Рекомендацій Групи 30 "Про глобальний кліринг та розрахунки" від 23 січня 2003 — потрібно розширювати діяльність центральних контрагентів (Central Counterparty, CCP) [1, с. 6]. Під центральним контрагентом слід розуміти — юридичну особу, яка постає між контрагентами угоди з цінних паперів, перетворюючись на покупця для кожного продавця і на продавця для кожного покупця, тобто виступає стороною угоди в момент її укладання. Даний процес називається новацією і передбачає переведення ризику контрагенту на CCP. З метою страхування ризиків CCP утримує гарантійний фонд, що складений із грошових застав учасників торгів. CCP-кліринг базується на торговому менеджменті, позиційному менеджменті, питаннях щодо забезпечення та управління ризиками, управлінні рухом цінних паперів та грошових коштів. Він існує в двох формах:

— CCP як центральний контрагент між продавцем та покупцем (тобто CCP виступає стороною угоди безпосередньо в момент її укладення. Як правило, такий CCP створюється фондовою біржею і функціонує на її базі. Заявка кожного учасника, подана в торговельну систему біржі, вважається офертою центральному контрагенту, який акцептує її тільки тоді, коли в черзі заявок є зустрічна заявка з такою ж або кращою ціною. Таким чином, центральним контрагентом укладаються дві угоди одночасно — з кожним з учасників, що подали зустрічні заявки. Ця інфраструктурна організація не вимагає від учасників торгів та їх клієнтів ніяких додаткових тарифів, а навпаки, надає свої послуги тільки біржі, допомагаючи їй збільшувати обсяги торгів і підвищувати ліквідність.

Інформацію про контрагента по операціях учасники торгів, як і раніше, отримують зі звітів біржі, тільки тепер за угодами, здійсненими в режимі безперервного аукціону зустрічних заявок, це завжди одна й та ж особа — центральний контрагент. Всі розрахунки угод відбуваються тільки через рахунок центрального контрагента, а значить, жоден учасник торгів не може дізнатися, по зустрічній заявці якого торговця була укладена угода, і не має інформації про кінцевого інвестора, за рахунок якого вона подавалася (тобто зберігається анонімність угоди). Це гарантує всім учасникам ринку рівний доступ до інформації: обсяг доступної інформації однаковий і для тих, хто здійснив операцію, і для тих, хто просто спостерігає за ринком. Цей принцип критично важливий для забезпечення справедливого ринкового ціноутворення);

— ССР як помічник (посередник) у торговій операції між продавцем та покупцем (тобто продавець і покупець залишаються сторонами угоди. ССР в цьому випадку здійснює неттінг по операціям з цінними паперами, що зменшує кількість торгових трансакцій і відповідно пов'язані з ними витрати).

ССР кліринг займає проміжне місце між реальними післяторговими (post-trade) послугами та торговими. Послуги ССР мають сильну асоціацію із безпосередньою торгівлею цінними паперами. Таким чином, центральний контрагент створюється на базі фондових бірж (або як окрема організація), концентрує в собі ризики контрагентів (що перекриваються за рахунок стабілізаційного фонду або інших фондів) та існує незалежно від депозитарної системи (тобто центрального депозитарію (Central Securities Depository, CSD), міжнародних центрального депозитарію (International CSD чи ICSD), глобальних кастодіанів (Global Custody, GC). Використання біржами такого механізму як центральний контрагент (ССР) відображено в табл. 1.

Як бачимо з таблиці 1, всі передові фондові площадки використовують у своїй торгівлі цінними паперами механізм центрального контрагенту, який існує незалежно від установ, що зберігають цінні папери (або електронні записи про власників цінних паперів та їх трансакції з ними).

Послуги CSD є традиційними реальними післяторговими послугами, що охоплюють здійснення кінцевих розрахунків, юридично оформленого переходу права власності та зберігання цінних паперів. За визначенням С.О. Москвіна, основне призначення депозитарної (облікової) системи ринку цінних паперів проявляється у її двох функціях: підтвердження прав кредиторів, закріплених цінними паперами, та підтвердження прав власності і інших майнових прав на цінні папери як майно [3, с. 13]. З точки зору автора статті, сучасна депозитарна система призначена для централізованої іммобілізації та надійного зберігання цінних паперів і прав власності на них, централізованого ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, проведення кінцевих розрахунків у цінних паперах, створення можливості кредитування визначеними цінними паперами, їх застави та надання пов'язаних послуг, зокрема: корпоративних (сприяння у організації з проведення річних акціонерних зборів, надання послуг, пов'язаних із консолідацією/дробленням/додатковою емісією/конвертацією тощо цінних паперів, грошові виплати по дивідендам/відсоткам, утримання податкових зборів та пільги) та адміністративних (відкриття та ведення рахунків, кодифіка-

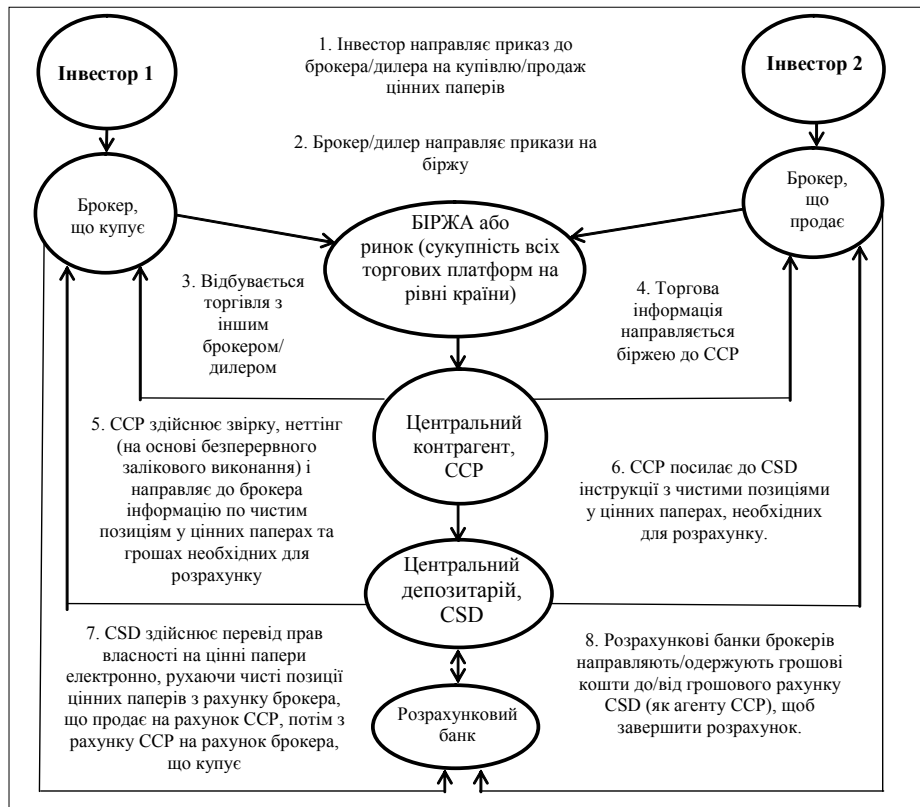


Рис. 1. Сучасна модель взаємодії учасників ринку цінних паперів

Джерело: створено автором.

ція цінних паперів, встановлення кореспондентських відносин з іншими CSD/ICSD/GC, встановлення типових форм взаємодії з розрахунковим банком чи банками тощо). Крім того, централізація обліково-розрахункової системи також передбачає залучення передових технологій обробки, зберігання, обміну та охорони даних.

Світова практика показує, що моделі взаємодії між CSD і ССР діляться на два основних види:

— CSD, на базі яких створюється Кліринговий центральний контрагент (ССР) і відповідно відбувається концентрація ризиків (кредитного, ринкового тощо) саме в цій ланці фондової інфраструктури (наприклад, Канада, Перу, Хорватія, Угорщина, Маврикій, Китай (Шанхай, Шеньжень, Гонконг), Сінгапур, Таїланд тощо). Тому тут важливо визначитись, хто буде платити при виникненні кризових явищ: держава чи бізнес;

— CSD, що надають класичні післяторгові послуги (post-tradeservices), тобто кліринг по операціям з цінними паперами (через створення ССР) проводиться на базі фондової біржі або незалежної клірингової організації, потім інформація подається до CSD, яка завершує торгову операцію проведенням кінцевих розрахунків у цінних паперах (відбувається перехід прав власності на цінні папери) і грошових розрахунків через відповідний банк/банки. За такої системи ризики залишаються на самих учасниках торгів, а клірингова діяльність центрального контрагенту залишається незалежною від депозитарної (кастодіальної) діяльності (наприклад, США (де Депозитарно-трастова і клірингова корпорація — DTCC складається з 10 дочірніх компаній, а саме: Депозитарно-трастова компанія (DTC), Національної клірингової корпорації по цінним паперам (NSCC, вона хоч і є дочірньою компанією DTCC, але є незалежною від депозитарію DTC), Клірингової корпорації по інструментам з фіксованим доходом (FICC), Автоматизованого репозитарію та системи обслуговування позабіржового ринку кредитних деривативів (DTCC Deriv/SERV LLC, що складається з The Warehouse Trust Company LLC, Derivatives Repository Ltd., Markit SERV),

**Таблиця 1. Фондові біржі, що використовують механізм центрального контрагента (CCP)**

Країна	Провідні фондові біржі	Центральний контрагент (CCP)
США	NYSE Euronext, AMEX, NASDAQ	NSCC
Великобританія	London Stock Exchange (LSE)	London Clearing House (LCH)
Швейцарія	Swiss Exchange (SWX)	SIX X-Clear AG, LCH.Clearnet SA
Бельгія	Euronext Brussels	LCH.Clearnet SA
Франція	Euronext Paris	LCH.Clearnet SA
Люксембург	Luxembourg Stock Exchange (BdL)	LCH.Clearnet SA
Нідерланди	Euronext Amsterdam	LCH.Clearnet SA
Португалія	Euronext Lisbon	LCH.Clearnet SA
Німеччина	Deutsche Boerse, Börsen AG, Boerse Berlin, Equiduct Trading, Boerse Düsseldorf, Boerse Stuttgart, Hamburger Boerse	Eurex Clearing AG
Ірландія	Irish Stock Exchange (ISE)	Eurex Clearing AG
Австрія	Wiener Boerse AG (VSE)	CCP.A
Італія	Borsaitaliana	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.
Норвегія	Oslo Børs	Oslo Clearing ASA
Швеція	OMX Nordic Exchange, Stockholm AB	SIX X-Clear and EuroCCP
Ізраїль	Tel Aviv Stock Exchange (TASE)	Tel Aviv Stock Exchange (TASE)
Австралія	Australian securities Exchange (ASX), Bendigo Stock Exchange (BSX), NSX National Stock Exchange of Australia	Australian Clearing House Limited (ACH)
Японія	Tokyo Stock Exchange, Osaka Securities Exchange, JASDAQ Securities Exchange, Fukuoka Stock Exchange, Nagoya Stock Exchange, Sapporo Securities Exchange	JSCC, JDCC
Південна Корея	Korea Exchange (KRX)	Korea Exchange (KRX)
Тайвань	Taiwan Stock Exchange (TWSE)	TWSE
Індія	Національна фондова біржа (NSE)	NSCCL

Джерело: [2, с. 50].

Глобального інформаційного центру (DTCC Solutions LLC), Інформаційного центру по борговим інструментам (DTCC Loan/SERV LLC), Європейського центрального контрагента (Euro CCP) та Дата-центру (Avox Ltd.); Великобританія, Швейцарія, Німеччина, Італія, Бельгія, Нідерланди, Франція, Ірландія, Люксембург, Португалія, Швеція, Норвегія, Бразилія (VM&BOVESPA), Мексика, Ізраїль, Австралія, Японія (JSCC), Філіппіни, Південна Корея, Тайвань, Індія тощо).

Депозитарна інфраструктура фондового ринку при реалізації своєї діяльності взаємодіє (або інтегрована) з грошовою розрахунковою системою, що, як правило, створюється на базі Центрального банку країни або його дочірньої компанії та системою зв'язків із іншими комерційними банками-партнерами CSD. Дані першої доповіді (від 2001 р.) групи А. Джіованніні показують складність транскордонного розрахунково-клірингового процесу. Кліринг та розрахунки з операціями з акціями значно складніші, ніж за деривативами та єврооблігаціями. При транзакціях з акціями, за даними вищезазначеної доповіді Групи, на міжнародному рівні кількість посередників становить 11 установ, тоді як на державному рівні — 5. Для проведення однієї міжнародної транзакції з акціями необхідно виконати, як мінімум, 14 розпоряджень (наказів) між сторонами (накази про купівлю, щодо руху цінних паперів та грошових коштів) і таку ж кількість підтверджувальних листів; а також обмінні операції з валютою [4, с. 15]. Отже, складність розрахунково-клірингового процесу напружа залежить від кількості учасників (посередників) торгової операції.

Існує ряд країн, що не використовують у своїй обліково-розрахунковій системі механізму центрального контрагенту (Болгарія, Чехія, Естонія, Латвія, Литва, Ісландія, Словаччина, Словенія, Румунія, Польща, Гре-

ція, Данія, Іспанія, Фінляндія, Чилі, Колумбія, Уругвай, Венесуела, Коста-Ріка, Єгипет, Марокко, Казахстан, Туреччина, Бангладеш, Малайзія, Нова Зеландія, Пакистан, Нігерія, Південна Африка, Замбія) [2, с. 50]. У таких країнах розрахунково-клірингові послуги повністю виконуються центральними депозитаріями або іншими локальними агентами (якщо в країні декілька депозитаріїв, наприклад, Росія, Бразилія тощо або відсутній CSD, наприклад, Чехія).

На думку автора, доцільно розглянути наступні чотири моделі обліково-розрахункових систем, що мають свої особливості побудови, відмінні від інших, зокрема:

— американська модель. Депозитарно-довірча та клірингова корпорація (DTCC) є однією з найбільших в світі депозитарних установ (на її рахунках зберігається більше ніж 3,6 млн емісій цінних паперів як емітентів США, так і з інших 121-ї країни, на суму 39,5 трлн дол. У 2011 р. корпорація DTCC провела розрахунки за транзакціями на суму 1,669 квадрильона дол. США [5]. Зі штаб-квартирою в Нью-Йорку, корпорація DTCC реалізує свої функції через 10 своїх дочірніх компаній, що були зазначені вище. Головним призначенням DTCC є іммобілізація цінних паперів в єдиному місці (централізовано) та можливості для учасників здійснення багатостороннього "неттінгу" (за допомо-

гою спеціально створених центральних контрагентів) за торговими операціями з цінними паперами. Централізоване зберігання цінних паперів дозволяє учасникам DTCC постачати/отримувати акції через електронну мережу DTC, хоч насправді акції ніколи не покидають сховищ депозитарію (у разі їх документарної форми). А у випадку — бездокументарної форми цінних паперів, вони зберігаються в спеціальних електронних дата-центрах DTC). DTC є номінальним утримувачем (під іменем CEDE&Co., тобто Central Depository) цінних паперів. У свою чергу, брокери, що мають рахунки в цій системі, також виступають номінальними утримувачами цінних паперів. Реальний їх власник — конкретний інвестор. Дивіденди за акціями та відсотки по облігаціям, що зберігаються на рахунках у даному депозитарії, сплачуються на рахунок DTC у розрахунковому банку, який перенаправляє ці грошові кошти на рахунок брокерів, а вони — власникам відповідних цінних паперів. DTC також створив електронну систему, через яку можна виставляти акції для тендерної пропозиції. По операціям з позики цінних паперів, DTC веде окремо облік по акціям, які були надані в борг і які були одержані в борг. Коли сплачуються дивіденди по цінному паперу, що перебуває в "короткій" позиції, DTC виплатить кошти позичальнику цінних паперів і забере дивідендні кошти у боржника. Така практика дозволяє уникнути конфліктних ситуацій між позичальником та боржником. Одним із важливих нововведень було створення CNS (Continuous Net Settlement — Безперервне залікове виконання) при NSCC. NSCC — центральний контрагент, що здійснює кліринг, попередні розрахунки, ризик-менеджмент і виступає гарантом виконання визначених біржових угод на ринку (зокрема, угод з акціями, корпоративними та муніципальними борговими цінними паперами, амери-

канськими депозитарними розписками, цінними паперами фондів та інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів). NSCC є проміжною ланкою між фондовими біржами (NYSE, NASDAQ, AMEX, регіональні фондові біржі, електронні та комунікаційні мережі (ECNs) [6]) та DTC. NSCC також здійснює неттінг по позиціям у цінних паперах та грошових коштах, потім цю інформацію направляє до DTC. Брокери, які ведуть електронну торгівлю з іншими брокерами, направляють всі свої торгові заявки до CNS для зв'язки та проведення неттінгу. Багатосторонній "неттінг" дозволяє кожному брокеру змішувати всі свої заявки на купівлю/продаж та одержувати чисті позиції по акціям і грошам. У таких умовах, брокер отримує оброблену інформацію по відкритій позиції клієнта (як за грошовими коштами, так і цінними паперами). Якщо брокер-дилер не в змозі виконати своє зобов'язання перед CNS, CNS здійснює оплату з брокера-дилера на суму ринкової вартості невиконаних зобов'язань у день проведення розрахунку і навпаки. Для зручності процесу, CNS здійснює розрахунки в межах DTC. FICC (Fixed in come clearing corporation) — центральний кліринговий контрагент для цінних паперів з фіксованим доходом, що був утворений в 2003 р. шляхом злиття Клірингової корпорації по державним цінним паперам (Government Securities Clearing Corp.) та Клірингової корпорації по іпотечним цінним паперам (Mortgage — Backed Securities Clearing Corp.). FICC здійснює зв'язку, кліринг, ризик-менеджмент та неттінг для державних боргових цінних паперів (казначейські зобов'язання, облігації, ноти, безкупонні цінні папери, цінні папери урядових агенцій та цінні папери прив'язанні до рівня інфляції — inflation indexed securities) США, включаючи угоди РЕПО. Отже, FICC як дочірня компанія DTCC виступає центральним контрагентом по угодам з державними цінними паперами США. Федеральні резервні банки США (всього їх 12) здійснюють випуск боргових урядових цінних паперів, виплату відсотків та їх зворотній викуп (погашення) [7].

DTCC розширила спектр своїх послуг, що охоплює позабіржовий ринок деривативів, цінних паперів взаємних фондів, страхових та пенсійних продуктів, запустила в 2001 р. сервіс Omgeo — передрозрахункова електронна система "підтвердження" по торговим операціям (глобальна спільна компанія між DTCC і Thomson Reuters);

— німецька модель. Депозитарно-клірингова система Німеччини, на відмінну від попереднього прикладу, знаходиться у повній власності Франкфуртської фондової біржі (Deutsche Borse), тобто центральний депозитарій (CSD) Німеччини, Центральний контрагент (Eurex Clearing AG) є дочірніми компаніями Франкфуртської фондової біржі. Група Deutsche Borse надає весь спектр послуг, необхідний в біржовій індустрії: торгівля акціями і похідними інструментами, здійснює зберігання цінних паперів, кліринг, розрахунки за цінними паперами і грошовими коштами, розповсюджує ринкову інформацію і обслуговує електронні торгові системи. Група Deutsche Borse є комерційною установою в організаційно-правовій формі акціонерного товариства. Електронна торгова платформа Xetra, що обслуговує фондовий спот-ринок, має свою мережу в 19 країнах, а торгова платформа Eurex (для ринку деривативів, а також через свою дочірню компанію The International securities exchange є оператором для торгівлі опціонами та акціями в США) має мережу в 21 країні світу. Депозитарно-розрахункова система Німеччини є дочірньою компанією Групи Deutsche Borse, що має назву Clearstream (місцезнаходження в Люксембурзі). Clearstream — це центральний депозитарій (CSD) для цінних паперів Німеччини та Люксембургу (LuxCSD), крім цього, Clearstream є також міжнародним центральним депозитарієм (ICSD), який надає весь спектр після торгових послуг. Клієнтська база Clearstream становить понад 2,5 тис. фінансових установ з більш ніж 110 країн світу. Однією із задач групи є посилення своєї присутності в емергентних економіках та на Далекому Сході. Прикладом цієї експансії можуть бути: створення дочірньої компанії

Clearstream Operations Prague в Празі (Чехія) для надання торгових та розрахунково-клірингових послуг, а також підключення цієї країни до загальної мережі Clearstream International S.A.; також компанії в Японії (Clearstream Banking Japan Ltd.), операційний центр у Сінгапурі та представництво в Гонконзі. Отже, Група Deutsche Borse складається із торгових платформ Xetra, Eurex (обслуговують торговий процес), центрального контрагенту Eurex Clearing (проведення клірингу, ризик менеджменту, обмін підтверджувальними інструкціями) та депозитарно-розрахункової системи Clearstream (зберігання цінних паперів, поставка цінних паперів проти платежу, надання пов'язаних послуги (корпоративні та фінансові) [8];

— британська модель. Система CREST є центральним депозитарієм (CSD) для Великобританії, Ірландії, Джерсі (острів під юрисдикцією Британії), Гернси (острів під юрисдикцією Британії) та острову Мен. CREST є членом групи Euroclear (з 2002 року). Система CREST веде облік лише для бездокументарних цінних паперів (в електронній формі), не зберігає цінні папери на рахунках в інших CSD чи кореспондентських банках. Система CREST не здійснює додаткової плати за зберігання домашніх цінних паперів. Особливістю депозитарної системи Великобританії (UK) є те, що фізичні особи можуть безпосередньо відкривати рахунок на своє ім'я в центральному депозитарії CREST (схоже можна спостерігати і в депозитарних системах Австралії (CHES) та Швеції (VPC)). Згідно частини 35 (Part 35 — The Registrar of companies) Закону Об'єднаного Королівства Великобританії та Північної Ірландії "Про компанії" від 1985 р. (нова редакція від 2006 р.) [9, с. 514], реєстратори компаній (registrars) ведуть всю законодавчо встановлену інформацію про компанії. Система CREST є офіційним реєстратором власників цінних паперів UK і Ірландії (зокрема, акцій, урядових облігацій, гілтів та деяких інструментів грошового ринку), коли змінюються власники, CREST повідомляє про це відповідних Registrars, а також надає інформацію про власників акцій самим компаніям (наприклад, для виплати дивідендів чи інших корпоративних дій). Тому, власник рахунку в цінних паперах набуває прав власності на куплені (чи одержані іншим шляхом) цінні папери після того, як система CREST внесе відповідні зміни до реєстру власників цінних паперів та переведе дані цінні папери на його рахунок. Наприклад, в Ірландії для внесення запису до реєстру власників, CREST відправляє електронне повідомлення, вказаному емітентом ірландському Registrar для оновлення його інформації про дану компанію. Систему CREST ще називають системою прямого володіння (direct holding system). Рух цінних паперів та грошових коштів у системі CREST можливий лише після ретельної перевірки справжності дематеріалізованої інструкції (PADI). Лише член (чи інша його уповноважена особа, CREST sponsor) системи CREST за допомогою спеціального комунікативного обладнання може здійснювати рух своїх грошових коштів та цінних паперів. Коли розрахунки проводяться в фунтах стерлінгах чи Євро, грошові кошти рухаються через рахунки, що відкриті в Банку Англії чи Центральному Банку Ірландії відповідно. Розрахунки в доларах США здійснюються розрахунковими комерційними банками. Ще однією особливістю системи CREST є те, що її учасники можуть обирати різні розрахункові банки в залежності від кредитного плеча (якщо розрахунки проводяться в дол. США). Варто зазначити, що центральним контрагентом для фондових бірж та OTC (позабіржових) ринків виступає Лондонський кліринговий дім (LCH, London Clearing House), який з 2003 року злився з французьким Clearnet SA., у результаті утворилася LCH. Clearnetgroup limited. Остання має свої дочірні компанії в Нью-Йорку (LCH. Clearnet LLC), Лондоні (LCH. Clearnet Limited), Парижі (LCH. Clearnet SA.) і Люксембурзі. LCH. Clearnet здійснює кліринг по різним класам активів, зокрема: класичні цінні папери, фондові деривативи, товари, енергія, фрахт, валютні деривативи, відсоткові свопи, кредитно-дефолтні свопи та деноміновані в євро і фунтах стерлінгах облігації, угоди РЕПО. Також

даний ССР організовує систему ризик менеджменту, що відповідає законодавчим та ринковим вимогам [10]. LCH. Clearnet є провідним незалежним міжнародним центральним контрагентом (ССР), що надає ССР послуги для Лондонської фондової біржі (LSE), NYSE Euronext, LIFFE, Лондонської біржі металів (LME), EDX Лондон, SIXS wiss Exchange, Nodal Exchange, здійснює кліринг за угодами РЕПО і своп угодами та обслуговує інші альтернативні торгові системи (MTFs, Multilateral Trading Facilities) [11];

— модель інтегрованих пост-трейдингових послуг (на прикладі Eurocleargroup). Спочатку система Euroclear була створена для обслуговування ринку єврооблігацій в 1968 р. На сьогодні група Euroclear надає пост-трейдингові послуги не лише по єврооблігаціям, а й по акціям, облігаціям, деривативам та цінним паперам фондів. Euroclear — це міжнародний провайдер пост-трейдингових послуг в організаційно-правовій формі Plc (public limited company). Власниками та керівництвом Euroclear виступають її клієнти. Частка останніх становить 86,9%, решта 13,1% належить SICOVAM Holding SA (Франція). Структура Групи Euroclear складається з Банку Euroclear (що слугує як ICSD); системи взаємопов'язаних національних центральних депозитаріїв (CSDs), що охоплюють такі країни, як: Бельгія, Фінляндія, Франція, Нідерланди, Швеція, Великобританія та Ірландія; та системи Xtrakter, що забезпечує ринок інформацією, здійснює операційний ризик-менеджмент, квітування зустрічних заявок і надає послуги пов'язані з нормативно необхідною звітністю глобальному ринку цінних паперів. З метою гармонізувати відносини між CSD різних країн Європи і утворити єдину платформу розрахунків (Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities, ESES) в 2009 р. було вперше запущено ESES, що охопила три ринки (Бельгію, Францію, Нідерланди). Учасники цих трьох ринків мають єдину систему доступу та розрахунків по цінним паперам (акціям, облігаціям та інших внутрішніх фінансових інструментах). Це, в свою чергу, зменшує кількість посередників і відповідно вартість транзакцій [12]. Банк Euroclear має дочірні компанії в Гонконзі, представницькі офіси в Пекіні, Сінгапурі та Токіо, що дозволяє надавати послуги щодо зберігання цінних паперів, здійснення розрахунків, управління забезпеченням на Далекому Сході. На відміну від DTCC (в США), Euroclear не надає послуг центрального контрагенту, як це здійснює система NSCC (в США). Euroclear не обслуговує окремий національний ринок цінних паперів, а підтримує здійснення розрахунків за цінними паперами, емітованими в різних правових системах та юрисдикціях. Її членами виступають банки, фінансові установи та брокерські/дилерські компанії. Для доступу до системи Euroclear вони повинні відповідати певним критеріям, зокрема: фінансовий стан, операційна продуктивність, відповідність розрахунковим об'ємам. Члени Euroclear взаємодіють між собою за допомогою спеціального інтерфейсу Euclid або за допомогою використання SWIFT (Товариство весесвітніх міжбанківських фінансових телекомунікацій). Лише члени Euroclear мають доступ до системи Euroclear, якщо вони використовують SWIFT. Банк Euroclear не розкриває вимог щодо цінних паперів, що можуть бути допущені для обігу в системі, однак, до них можна віднести наступні: цінні папери повинні вільно купуватися/продаватися (free lytransferable), розрахунки по відсотках за ними можна здійснити електронно, цінні папери є придатними для обміну. Цінні папери можуть поставлятися на локальному ринку до локального CSD, що є членом Euroclear або до депозитарію, що назначений Банком Euroclear для певного виду цінних паперів. Банк Euroclear є номінальним утримувачем цінних паперів і діє на основі бельгійської правової системи. Euroclear може відкривати рахунки в інших системах розрахунків за цінними паперами (Securities settlement systems) зокрема: в Clearstream, Sega Inter Settle (SIS, Швейцарія) тощо. Банк Euroclear на своєму сайті не надає інформації про цінні папери, що доступні для розрахунків у системі Euroclear, ця інформація доступна лише членам Euroclear через спеціальний інтерфейс Euclid.

У вищезазначеній таблиці охарактеризовано, з точки зору автора, найбільш ключові сучасні моделі побудови обліково-розрахункових систем ринку цінних паперів. Аналіз цих 4 моделей дає нам чітку картину особливостей та підходів до організації моделей взаємодії національних центральних депозитаріїв та центральних контрагентів у світовому розрізі.

## ВИСНОВКИ

Головним завданням у будівництві обліково-розрахункової системи є зменшення кількості посередників між покупцем і продавцем цінних паперів. Однак, таке зменшення повинно враховувати ризики, що будуть концентруватися в ланці ринку з найбільшим навантаженням операцій (фондова біржа, CSD тощо). Тому, запропонована модель побудови сучасної обліково-розрахункової інфраструктури (рис. 1) з такими основними учасниками, як: фондова біржа (або ринок в цілому, якщо він інформаційно інтегрований), центральний кліринговий контрагент (ССР), центральний депозитарій цінних паперів та розрахунковий банк (або банки) відповідає балансу між ефективністю та ризиками. Крім того, ССР, що концентрує в собі ринкові ризики повинен бути незалежним від депозитарної (кастодіальної) системи. Світова практика показує, що доцільним є створення ССР на базі фондової біржі або як окрему організацію у вигляді допоміжної ланки між біржею та CSD.

## Література:

1. Офіційний сайт Міжнародної асоціації по обслуговуванню цінних паперів (ISSA) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.issanet.org/pdf/G30-01-2003.pdf>
2. Arnett, George W., III/Global Securities Markets: Navigating the World's Exchanges and OTC Markets. — US: Wiley Finance, 2011. — 174 p.
3. Москвін С.О., Посполітак В.В., Хоружий С.Г./Депозитарна діяльність: навч. пос. — К.: АДС УМК-Центр, 2010. — 416 с.
4. First Giovanninireport, 2001 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf)
5. Офіційний сайт DTCC [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.dtcc.com/about/business/statistics.php>
6. The US Model for Clearing and Settlement [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.dtcc.com/downloads/about/US%20Model%20for%20Clearing%20and%20Settlement.pdf>
7. Офіційний сайт Федерального резервного банку Нью-Йорку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/whatwedo.html>
8. Офіційний сайт Clearstream [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg\\_nav/career/10\\_The\\_Company](http://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/career/10_The_Company)
9. Companies Act 2006/Printed in the UK by The Stationery Office Limited under the autho rity and superintendence of Carol Tullo, Controller of Her Majesty's Stationery Office and Queen's Printer of Acts of Parliament, 12/2006 — 352246 19585. — 701 p.
10. Офіційний сайт LCH. Clearnet [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.lchclearnet.com/about\\_us/](http://www.lchclearnet.com/about_us/)
11. Assessment of LCH. Clearnet Limited against the CPSS-IOSCO recommendations for Central Counter parties, 21 December 2009. — 36 p. — P. 4 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.lchclearnet.com/Images/2009%20CPSSIOSCO%20Assessment%20of%20LCH%20Clearnet%20Ltd\\_tcm6-53977.pdf](http://www.lchclearnet.com/Images/2009%20CPSSIOSCO%20Assessment%20of%20LCH%20Clearnet%20Ltd_tcm6-53977.pdf)
12. Офіційний сайт Euroclear [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.euroclear.com/site/public](http://www.euroclear.com/site/public)

Стаття надійшла до редакції 26.11.2012 р.