

---

---

**Господарське право; господарсько-процесуальне право**

---

---

УДК 346.9(043.2)

DOI 10.33244/2617-4154.1.2019.59-65

**О. Ю. Минюк,***к.ю.н., доцент,**Університет ДФС України,**e-mail: mou12@ukr.net,***ORCID ID 0000-0002-4524-7010**

## ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДЕПОЗИТАРНОЇ ТА КЛІРИНГОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

*Стаття присвячена вивченню зарубіжного досвіду правового регулювання депозитарної та клірингової діяльності на фондовому ринку, здійснено аналіз складу власників центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС, звернуто увагу на основну проблему щодо врегулювання депозитарної та клірингової діяльності між Європейським Союзом та Сполученим Королівством Євросоюзу, яка виникла під час підготовки до офіційного виходу Великобританії з Євросоюзу, так званий Брекзит (Brexit), що відбувся 29 березня 2019 року, виокремлено позитивний зарубіжний досвід Німеччини та Польщі у цій сфері та можливості на пряму його імплементації в Україні.*

**Ключові слова:** депозитарна та клірингова діяльність, фондовий ринок, зарубіжний досвід, правове регулювання.

**Е. Ю. Минюк. Зарубежный опыт правового регулирования депозитарной и клиринговой деятельности на фондовом рынке**

*Статья посвящена изучению зарубежного опыта правового регулирования депозитарной и клиринговой деятельности на фондовом рынке, осуществлен анализ состава владельцев центральных депозитариев ценных бумаг в странах ЕС, обращено внимание на основную проблему по урегулированию депозитарной и клиринговой деятельности между Европейским Союзом и Соединенным Королевством Евросоюза, которая возникла при подготовке к официальному выходу Великобритании из Евросоюза, так называемый Брекзит (Brexit), который состоялся 29 марта 2019, выделены положительно зарубежный опыт Германии и Польши в данной сфере и возможности направления его имплементации в Украине.*

**Ключевые слова:** депозитарная и клиринговая деятельность, фондовый рынок, зарубежный опыт, правовое регулирование.

**Мета дослідження.** На основі досліджених матеріалів поставлено мету проаналізувати зарубіжний досвід правового регулювання депозитарної та клірингової діяльності на фондовому ринку.

**Постановка проблеми.** Обравши євроінтеграційний вектор розвитку Україні, необхідно привести законодавство у відповідність до європейських норм та стандартів. А це, у свою чергу, потребує вивчення та впровадження зарубіжного досвіду у цій сфері, проведення структурних реформ та розв'язання суперечностей, які існують на різних рівнях і впливають на рівень розвитку депозитарної та клірингової діяльності в Україні на фондовому ринку.

Питання правового регулювання депозитарної та клірингової діяльності висвітлювались у роботах українських і зарубіжних учених К. Р. Адамової, Г. В. Аксьонової, Б. О. Бондаренка, С. І. Брус, С. Я. Вавженчука, Ю. В. Ващенко, О. В. Кологойди, Д. Д. Кравченка, З. Я. Лапішко, А. В. Лукашова, В. В. Луця, І. Р. Назарчука, В. І. Полуховича, А. В. Попової, В. В. Резнікової. Проте зважаючи на ті процеси, що нині відбуваються на фондового ринку, цей інститут потребує свого подальшого дослідження та вдосконалення.

**Виклад основного матеріалу.** Депозитарна система як важливий сегмент інфраструктури ринку капіталу є невід'ємною частиною та загальною умовою функціонування фондового ринку. Ефективне функціонування депозитарної системи є запорукою реалізації принципів прозорості та справедливості щодо цін на інвестиційні ресурси [1, с. 94].

Процеси розвитку депозитарної системи в Україні після ухвалення Закону України «Про депозитарну систему України» та виокремлення клірингу як самостійного виду професійної діяльності на фондовому ринку вже пройшли необхідну перевірку практикою, а результати реального провадження надають додаткові можливості для більш глибокого та детального аналізу правового регулювання і вивчення зарубіжного досвіду в цій сфері. Адже саме фондовий ринок обслуговує професійних учасників ринку цінних паперів, мінімізує ризики, пов'язані з вчасною поставкою цінних паперів, а також гарантує нормальний режим взаємодії учасників ринку з різних країн в єдиній глобальній мережі.

Базові рекомендації щодо ефективної побудови інфраструктури фондового ринку були висвітлені у доповіді «Group 30» 1989 р., яка складалася з представників тридцяти великих структур професійних учасників Міжнародного ринку цінних паперів. Основні рекомендації цієї доповіді щодо побудови системи клірингу і розрахунків за договорами щодо цінних паперів пізніше були скориговані учасниками Міжнародної асоціації з питань обслуговування цінних паперів (ISSA). Значна увага у цій доповіді приділялась організаційній структурі та управлінню депозитарною діяльністю, що має суттєво поліпшити і спростити обслуговування локальних і транскордонних угод за операціями щодо цінних паперів [2, с. 134].

Важливе місце у розвитку європейського та українського фондового ринку належить рекомендаціям Групи Джиованніні, яка є консультантом Комісії Євросоюзу в питаннях щодо фінансового ринку. Групою було визначено 15 чинників (бар'єрів), що стримують процеси розрахунку за цінними паперами та клірингу на світовому фондовому ринку, та розроблено рекомендації щодо їхнього усунення [3, с. 41].

1990 р. «Group 30» підготувала доповідь «Міжнародний кліринг та розрахунки», в якій представлено 20 рекомендацій щодо вдосконалення взаємовідносин між учасниками розрахунків за цінними паперами та клірингу, зниження ризиків проведення операцій на фондових ринках та удосконалення управління системою розрахунків і клірингу на світових ринках цінних паперів [4]. Ці рекомендації є актуальними і нині.

Залежно від специфіки національного законодавства, історичних традицій та особливостей формування національних регульованих ринків у світі умовно розрізняють дві моделі депозитарних систем: американську та європейську [5, с. 351].

Аналізуючи склад власників центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС, можна виділити такі групи:

- 15 країн мають єдиний центральний депозитарій для корпоративних і 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 угод з державними цінними паперами: Бельгія, Болгарія, Греція, Ірландія, Латвія, Польща, Португалія, Румунія, Словаччина та Словенія;
  - у Чеській Республіці існують три депозитарії (два депозитарії корпоративних цінних паперів та один депозитарій Центрального банку для державних цінних паперів). Обом депозитаріями корпоративних цінних паперів володіють учасники приватного сектору;
  - в Іспанії існують чотири депозитарії (для корпоративних і державних цінних паперів).
- В усіх чотирьох депозитаріях Іспанії контроль належить приватному сектору (частка Центрального банку становить 5 %) [6].

Беручи до уваги основну з тем Євросоюзу, а саме підготовку до офіційного виходу Великобританії з Євросоюзу, так званий Брекзіт (Brexit), що відбувся 29 березня 2019 року, однією з основних проблем є врегулювання депозитарної та клірингової діяльності між Європейським Союзом та Сполученим Королівством. Цікавим прикладом є Ірландія, що нині перебуває в унікальному положенні серед держав-членів ЄС, оскільки вона не має власної інфраструктури розрахунків за цінними паперами, а саме Ірландія використовує Лондонську КРЕСТ (CREST)-систему. КРЕСТ (CREST) – це система, керована Центральним депозитарієм цінних паперів («CSD»), EUI (Euroclear UK & Ireland). Після Брекзіту (Brexit) EUI (Euroclear UK & Ireland) більше не зможе паспортувати свої послуги CSD по всьому ЄС, і тому врегулювання ірландського акціонерного капіталу, ETF та облігацій через CREST більше не відповідатиме правилам, встановленим Центральним депозитарієм цінних паперів (CSDR) [7].

Структура власності центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС доволі різноманітна. Частина з них функціонує як відділ або департамент окремої державної чи материнської установи, наприклад депозитарії, які ведуть центральні банки (зокрема, Реєстр цінних паперів у Національному банку Польщі), або в межах фондових бірж (депозитарій у структурі Кіпрської фондової біржі). Інші є компаніями в структурах більшої групи капіталу, створеної в результаті горизонтальної консолідації (наприклад, Euroclear France є філією Euroclear SA/NV, а вона, у свою чергу, філією Euroclear Plc.) або вертикальної консолідації (Clearstream Banking Luxembourg є філією Deutsche Boerse). Інші діють як незалежні компанії (наприклад, OeKB у Австрії) [8, с. 351].

Європейський досвід функціонування та розвитку депозитарних систем свідчить про відсутність загальних моделей, при цьому для переважної більшості країн характерна тенденція до централізації системи надання депозитарних послуг.

Що ж стосується країн СНД, то у чотирьох країнах існує Єдиний центральний депозитарій корпоративних і державних цінних паперів, у двох з яких 100 %-й контроль належить приватному сектору (Грузія та Молдова), у Центральному депозитарії Казахстану приватний сектор є мажоритарним власником (Центральний банк має частку 49 % у Центральному депозитарії), а Білорусі Центральний депозитарій повністю перебуває у власності держави. У Росії функціонують два депозитарії корпоративних і державних цінних паперів, один під

100 %-м контролем учасників приватного сектору, а в іншому, теж приватному, Центральний банк має значну частку акціонерного капіталу, яка не перевищує 50 % [9].

Серед країн з економікою, що розвивається (в Аргентині, Бразилії, Чилі та Південній Кореї) функціонує Єдиний центральний депозитарій у 100 %-й власності приватного сектору. Власником Центрального депозитарію цінних паперів у Мексиці також є приватний сектор, однак міноритарним акціонером цього депозитарію виступає Центральний банк країни.

На відміну від Європейської та Американської моделей ринок азійських країн є надмірно урегульованим. Недолік однорідного регуляторного та операційного середовища призводить до широкого спектру різних ринкових практик. Так, наприклад, у Сингапурі центральний депозитарій включає в себе два органи (SGX та MAS), що регулюють трейдинг різних видів цінних паперів; у Тайланді центральним депозитарієм виступає Центральний банк Тайланду та Депозитарій цінних паперів Тайланду (BOT; TSD); Філіппіни, у свою чергу, теж мають два депозитарних органи, яким виступають Казначейське бюро та Філіппінський центральний депозитарій (BTR; PCD) [10].

Серед національних депозитарних систем найцікавішим для України є досвід Німеччини (через її провідне місце в економічному житті ЄС), Польщі (через значну зацікавленість вітчизняних компаній Варшавською фондовою біржею) [2, с. 135].

У Німеччині діяльність депозитаріїв перебуває під пильною увагою регулюючих органів. Основними власниками акцій у Німеччині є індивідуальні інвестори (прямі власники акцій), які володіють 3 % всіх акцій, інституціональні інвестори (на їхню частку припадає 68 %), держава (3 %) й іноземні інвестори (16 %). Практично всі сертифікати акцій перебувають у централізованому депозитарії [2 с. 134].

У Польщі Національний депозитарій цінних паперів є центральною установою, відповідальною за ведення і нагляд депозитно-розрахункової системи у сфері обороту фінансовими інструментами. В основі його діяльності покладене правило повної дематеріалізації цінних паперів.

Його особливістю є те, що основним акціонером є держава в особі Державного казначейства Республіки Польща (33 % акцій), Національного банку Польщі (33 % акцій) та Варшавської фондової біржі (33 % акцій), контрольний пакет акцій якої також належить державі. Акції KDPW можуть купувати лише компанії, що управляють біржею цінних паперів, маклерські будинки, фірми, що управляють позабіржовим ринком, Державне казначейство, НБП і банки. Відповідно до статуту й закону KDPW не працює заради прибутку. Він є центральним депозитарієм і розрахунковою палатою цінних паперів, що перебувають у публічному обороті на польському ринку капіталу. KDPW організує та забезпечує чітке функціонування депозитарно-розрахункової системи [2, с. 135].

Варто зазначити, що основними змінами у депозитарно-розрахунковій системі Республіки Польща, які були запроваджені останнім часом і які можна запропонувати для застосування у діяльності Національної депозитарної системи України, є: нова система порівняння угод (Comparison); 7 розрахунково-клірингових циклів на день (у часі між ними проводяться розрахунки в режимі реального часу); нова система для міжнародного ринку облігацій; надання позик у цінних паперах на вимогу; обслуговування угод REPO; взяття на зберігання акцій, що водночас котируються на Біржі цінних паперів у Варшаві та на закордонних біржах [11, с. 76].

До однієї з функцій центральних депозитаріїв належить також адміністрування податків. Так, у країнах, що стягують податки на операції з цінними паперами, центральний

депозитарій (CSD) зазвичай діє як орган збору податків від імені органів влади. Наприклад, Euroclear France збирає французький податок стосовно операцій з цінними паперами, а Euroclear UK & Ireland та Euroclear Nederland є кваліфікованим посередником для цінних паперів США, вони можуть пропонувати знижені ставки податку на доходи інших кваліфікованих та некваліфікованих посередників [12].

**Висновки.** Отже, залежно від специфіки національного законодавства, історичних традицій та особливостей формування національних регульованих ринків у світі умовно розрізняють дві моделі депозитарних систем: американську та європейську.

Базові рекомендації щодо ефективної побудови інфраструктури фондового ринку висвітлені у доповіді «Group 30» 1989 р., яка складалася з представників тридцяти великих структур професійних учасників Міжнародного ринку цінних паперів.

Важливе місце у розвитку європейського та українського фондового ринку належить рекомендаціям Групи Джуованніні, яка є консультантом Комісії Євросоюзу в питаннях щодо фінансового ринку. Групою було визначено 15 чинників (бар'єрів), що стримують процеси розрахунку за цінними паперами та клірингу на світовому фондовому ринку, та розроблено рекомендації щодо їхнього усунення.

Європейський досвід функціонування та розвитку депозитарних систем свідчить про відсутність загальних моделей, при цьому для переважної більшості країн характерна тенденція до централізації системи надання депозитарних послуг.

Структура власності центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС доволі різноманітна. Частина з них функціонує як відділ або департамент окремої державної чи материнської установи, наприклад депозитарії, які ведуть центральні банки (зокрема, Реєстр цінних паперів у Національному банку Польщі), або в межах фондових бірж (депозитарій у структурі Кіпрської фондової біржі). Інші є компаніями у структурах більшої групи капіталу, створеної в результаті горизонтальної або вертикальної консолідації. Інші діють як незалежні компанії.

Серед національних депозитарних систем найцікавішим для України є досвід Німеччини (через її провідне місце в економічному житті ЄС), Польщі (через значну зацікавленість вітчизняних компаній Варшавською фондовою біржею).

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2017 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2017-rk/>
2. Рекова Н. Ю. Аналіз міжнародного досвіду розвитку національних депозитарних систем / Н. Ю. Рекова, В. О. Козлова // Науковий вісник Ужгородського університету / голов. ред. М. М. Палінчак. – Ужгород : Видавничий дім «Гельветика», 2015. – Вип. 4. – С. 133–137. – (Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство).
3. The future of European stock markets. Офіційний сайт CER [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.cer.org.uk/pdf/p238\\_stock\\_markets](http://www.cer.org.uk/pdf/p238_stock_markets).
4. Офіційний сайт «Групи 30» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.group30.org/pubs/pub\\_0782.htm](http://www.group30.org/pubs/pub_0782.htm). The future of European stock markets.
5. Пшик Б. І. Перспективи розвитку депозитарної системи України [Електронний ресурс] / Б. І. Пшик // Вісник Національного університету «Львівська політехніка».

- Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2013. – № 767. – С. 350–356. – Режим доступу : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM\\_2013\\_767\\_51](http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM_2013_767_51)
6. Центральні депозитарії цінних паперів: ключові факти [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.fmrep.kiev.ua/csd\\_factsheet\\_feb11\\_ua.pdf](http://www.fmrep.kiev.ua/csd_factsheet_feb11_ua.pdf)
7. William Fry. Brexit and Securities Settlement. Lexology [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=36e671c3-555b-450e-afa5-9dd0da3df2b0>
8. Покришка Д. Депозитарна система в Україні: проблеми та перспективи розвитку / Д. Покришка, О. Собкевич, М. Скиба // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 5–6. – С. 21–32.
9. Ціноутворення та операції на ринку фінансових послуг (назва з екрана) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [dn.khnu.km.ua/dn/k\\_default.aspx?M=k1084&T=09\\_5&lng=1&st=0](http://dn.khnu.km.ua/dn/k_default.aspx?M=k1084&T=09_5&lng=1&st=0)
10. Francis Braeckvelt. Clearing, settlement and depositary issues. BIS Papers No 30 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispar30z.pdf>
11. Білоченко А. М. Перспективи розвитку депозитарної системи в Україні та можливості використання досвіду республіки Польща / А. М. Білоченко // Фінанси України. – 2007. – № 2. – С. 69–76.
12. Euroclear Services [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.euroclear.com/services/en/tax.html>.

## REFERENCES

1. Zvit Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2017 rik [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2017-rk/>
2. Rekova N. Yu. Analiz mizhnarodnoho dosvidu rozvytku natsionalnykh depozytarnykh system / N. Yu. Rekova, V. O. Kozlova // Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho universytetu / holov. red. M.M. Palinchak. – Uzhhorod : Vydavnychiy dim «Helvetyka», 2015. – Vyp. 4. – S. 133–137. – (Serii : Mizhnarodni ekonomichni vidnosyny ta svitove hospodarstvo).
3. The future of European stock markets. Ofitsiyniy sait CER [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : [http://www.cer.org.uk/pdf/p238\\_stock\\_markets](http://www.cer.org.uk/pdf/p238_stock_markets).
4. Ofitsiyniy sait «Hrupy 30» [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : [http://www.group30.org/pubs/pub\\_0782.htm](http://www.group30.org/pubs/pub_0782.htm). The future of European stock markets
5. Pshyk B. I. Perspektyvy rozvytku depozytarnoi systemy Ukrainy / B. I. Pshyk // Visnyk Natsionalnoho universytetu «Lvivska politekhnik». Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia i problemy rozvytku. – 2013. – № 767. – S. 350–356 [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM\\_2013\\_767\\_51](http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM_2013_767_51)
6. Tsentralni depozytarii tsinnykh paperiv: kliuchovi fakty [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : [http://www.fmrep.kiev.ua/csd\\_factsheet\\_feb11\\_ua.pdf](http://www.fmrep.kiev.ua/csd_factsheet_feb11_ua.pdf)
7. William Fry. Brexit and Securities Settlement. Lexology [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=36e671c3-555b-450e-afa5-9dd0da3df2b0>
8. Pokryshka D. Depozytarna systema v Ukraini: problemy ta perspektyvy rozvytku / D. Pokryshka, O. Sobkevych, M. Skyba // Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy. – 2010. – № 5–6. – S. 21–32.

9. Tsinoutvorennia ta operatsii na rynku finansovykh posluh (nazva z ekrana) [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : [dn.khnu.km.ua/dn/k\\_default.aspx?M=k1084&T=09\\_5&lng=1&st=0](http://dn.khnu.km.ua/dn/k_default.aspx?M=k1084&T=09_5&lng=1&st=0)

10. Francis Braeckvelt. Clearing, settlement and depositary issues. BIS Papers No 30 [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30z.pdf>

11. Bilochenko A. M. Perspektyvy rozvytku depozytarnoi systemy v Ukraini ta mozhyvosti vykorystannia dosvidu respubliky Polshcha / A. M. Bilochenko // *Finansy Ukrainy*. – 2007. – № 2. – S. 69–76.

12. Euroclear Services [Elektronnyi resurs]. – Rezhym dostupu : <https://www.euroclear.com/services/en/tax.html>

### **O. Myniuk. Foreign experience of legal regulation of depositary and clearing activities on the stock market**

*Having chosen the way of integration in the European Union it is necessary for Ukraine to bring the legislation in line with European norms and standards. This, in turn, requires the study and implementation of foreign experience in this field, the implementation of structural reforms and the resolution of contradictions existing at different levels and affect the level of development of depositary and clearing activities in Ukraine in the stock market.*

*While studying foreign experience, one should note that, depending on the specifics of national legislation, historical traditions and the peculiarities of the formation of national regulated markets, there are two world models of depositary systems i.e. American and the European one.*

*The basic recommendations regarding the effective construction of stock market infrastructure are highlighted in the Report of Group 30 of 1989, consisted of representatives of thirty major structures of professional participants in the International Securities Market.*

*An important place in the development of the European and Ukrainian stock market belongs to the recommendations of the Group of Giovannini, being the consultant of the European Union Commission in matters concerning the financial market. The group identified 15 factors (barriers) that restrain securities settlement and clearing processes on the world stock market, and developed recommendations for their elimination.*

*The European experience of the operation and development of depositary systems shows that there are no common models of the latter, moreover, the vast majority of countries characterized by a tendency to centralize the provision of depositary services.*

*The structure of ownership of central securities depositaries in the EU countries is quite diverse. Some of them function as a department or department of a separate state or parent institution, for example, depositaries that run central banks (in particular, the Register of Securities at the National Bank of Poland), or within the stock exchanges (depositary in the structure of the Cyprus Stock Exchange). The others are companies in the structure of a larger group of capital created as a result of horizontal or vertical consolidation, and they can act as independent companies.*

*Among the national depositary systems, the most interesting for Ukraine is the experience of Germany (through its leading place in the economic life of the EU), Poland (due to the significant interest of domestic companies in the Warsaw Stock Exchange).*

**Key words:** *depositary and clearing activity, stock market, foreign experience, legal regulation.*

*Стаття надійшла до редколегії 20 березня 2019 року*