

Давидов О.І.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів та кредиту
Харківського національного університету
імені В.Н. Каразіна,

Лапшина Т.В.,

аспірантка кафедри фінансів та кредиту
Харківського національного університету
імені В.Н. Каразіна

ПЕРЕХІД ДО БЕЗДОКУМЕНТАРНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ФАКТОР РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Розроблено науково-практичні рекомендації щодо переходу до виключно бездокументарної форми існування цінних паперів в Україні. Визначено превентивні заходи для зниження потенційно ризикових наслідків такого переходу.

The authors develop scientific and practical recommendations for chang-over exclusively to document-free form of securities in Ukraine and also offer preventive measures to reduce potential risks of such transition.

Фондовий ринок є невід'ємною складовою фінансового ринку кожної країни. Одним із показників ефективності функціонування ринку цінних паперів є пріоритетний розвиток його організованого сектору, який характеризується прозорістю проведення операцій із цінними паперами, ліквідністю, формуванням справедливої ціни на активи. Проте в Україні частка організованого ринку в загальному обсязі торгів цінними паперами надзвичайно мала. До факторів, які стримують розвиток організованого ринку цінних паперів, можна віднести проблеми у сфері реєстрації та обліку цінних паперів. Депозитарна система, що виникла в розвинених країнах задля прискорення обігу цінних паперів саме на організованій частині ринку, в Україні ще не набула закінчених рис та не впливає на вирівнювання диспропорції в бік організованого ринку. Тому побудова ефективної депозитарної системи надзвичайно актуальна для нашої держави.

Проблемами й перспективами розвитку вітчизняного ринку цінних паперів переймаються чимало українських науковців, зокрема В. Загорський, В. Ляшенко, В. Колесник, Ю. Кравченко, О. Мендрул, О. Мозговий, Л. Худолій. Окремо питання функціонування депозитарної системи України, а саме створення центрального депозитарію, вивчення досвіду розбудови депозитарних систем зарубіжними країнами, діяльність банків як елементів інфраструктури ринку цінних паперів, розглядаються у працях О. Барановського, А. Головка, В. Лісового, О. Науменка, М. Ройка, С. Хорунжого та інших. Утім, на думку авторів, у вітчизняних наукових публікаціях недостатньо уваги приділено перспективам переходу до бездокументарного обігу іменних цінних паперів та змінам у депозитарній системі України внаслідок

цієї події, що дасть змогу поліпшити ліквідність вторинного ринку, усунути можливість підробки паперових сертифікатів та ліквідувати витрати на обіг матеріальних носіїв цінних паперів, підвищити довіру до інститутів обліку й реєстрації прав власності на цінні папери, яка похитнулася через штучне затягування та інші правопорушення у сфері перереєстрації та обліку прав власності на цінні папери.

Метою цієї статті є розробка науково-практичних рекомендацій щодо переходу до виключно бездокументарної форми існування цінних паперів в Україні.

На досягнення мети дослідження спрямовані його основні завдання:

— дати загальну характеристику стану випусків цінних паперів в Україні у розрізі форми їх існування;

— обґрунтувати переваги й недоліки можливого переходу до бездокументарного обігу цінних паперів;

— запропонувати шляхи подолання недоліків дематеріалізації цінних паперів.

Етапи розвитку ринку цінних паперів тісно пов'язані з домінуванням певних форм їх існування (документарні й бездокументарні) та випуску (на пред'явника, іменні й ордерні). Так, у світовій практиці на початковій стадії формування фондового ринку превалюють цінні папери на пред'явника. Згодом (як це сталося в Україні на законодавчому рівні з акціями) перевага надається іменним цінним паперам, які, на відміну від цінних паперів на пред'явника, характеризуються більшим ступенем контролюваності з боку емітентів і держави. Наступним якісним етапом, перехід до якого відбувається або вже відбувся в багатьох розвинених країнах світу, є поступова заміна документарної форми існування цінних паперів бездокументарною. Це зумовлено абсолютним збільшенням випусків цінних паперів, особливо акцій і облігацій, ефективність обслуговування яких можлива лише за умови обігу у вигляді електронних записів; відсутністю потреби в матеріальному носії для здійснення прав, які дістає власник цінних паперів; здатністю бездокументарної форми цінних паперів прискорювати, спрощувати та здешевлювати розрахунки, рух від одного власника до іншого, зберігання й облік, оподаткування тощо. Обіг цінних паперів може трансформуватися як за рахунок збільшення питомої ваги бездокументарних емісій, так і шляхом знерухомилення документарних цінних паперів власниками чи емітентами. Що стосується знерухомилення, то власник обмежений належним йому портфелем цінних паперів. Отже, виконавцем переходу до бездокументарного обігу цінних паперів повинен бути емітент, який переведе існуючі документарні емісії в бездокументарну форму, а майбутні випуски проводитиме вже з допомогою глобальних сертифікатів.

Світовий досвід бездокументарного обігу цінних паперів налічує понад двадцять років. Один із перших бездокументарних випусків (BEO — book only entry) відбувся в 1987 році в Канаді¹. Важливою рисою депозитарної системи Польщі є

¹ *Адамова К.Р.* Депозитарные операции в кредитной организации. Экономические основы и международный опыт. — М.: БДЦ-Пресс, 2003. — С. 244.

існування в обігу лише бездокументарних цінних паперів². В Узбекистані спеціалістами центрального депозитарію було підготовлено пакет пропозицій про внесення змін у законодавство щодо обмеження й заборони випуску документарних цінних паперів та дематеріалізації всіх попередніх документарних випусків³. Міжнародна організація “ISSA” (International Securities Services Association) та група міжнародних експертів з фондового ринку “Група тридцяти” розробили рекомендації щодо створення у країнах центрального депозитарію та обігу цінних паперів лише шляхом здійснення записів на електронних рахунках емітентів і власників. Аналізуючи процеси на ринках цінних паперів як розвинених країн, так і тих, що розвиваються, можна зробити висновок, що незабаром місце паперових сертифікатів цінних паперів цілком виправдано займуть здійснені зберігачами облікові записи, які є підтвердженням права власності на цінний папір.

Згідно із Законом України “Про цінні папери та фондовий ринок” цінні папери за формою існування поділяються на документарні й бездокументарні. Облік документарних цінних паперів здійснюють реєстратори власників іменних цінних паперів, а знерухомлених і бездокументарних — депозитарні установи (зберігачі цінних паперів, Національний депозитарій України або депозитарій цінних паперів). Поступово дедалі більше цінних паперів знерухоплюються, збільшується кількість бездокументарних випусків. Так, станом на 31.12.2004 у загальному випуску цінних паперів в Україні частка бездокументарних випусків становила 19,28 %, а вже на 31.12.2006 — 27,54 % (табл. 1). Але досі значна кількість цінних паперів в Україні залишається в документарній формі існування. Як видно з таблиці, в аналізованому періоді номінальна вартість цінних паперів, які не були знеруховлені й досі обертаються у вигляді сертифікатів, у абсолютному виразі навіть має тенденцію до збільшення: з 82,95 млрд грн станом на 31.12.2004 до 90,80 млрд грн на 31.12.2006. Це автоматично виключає їх із обігу на вітчизняних організованих ринках цінних паперів, де угоди укладаються тільки зі знерухомленими цінними паперами, як зазначено в Законі “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”. Водночас треба підкреслити позитивну динаміку, яка проявляється у зменшенні частки іменних цінних паперів у документарній формі існування на обліку в реєстраторів без знеруховлення в загальному обсязі випусків, зареєстрованих ГКЦБФР: з 57,20 % станом на 31.12.2004 до 31,19 % на 31.12.2006. Утім, зменшення цієї частки відбулося за рахунок зростання загального випуску цінних паперів, насамперед бездокументарних випусків, а не за рахунок активного знеруховлення цінних паперів і переведення документарних випусків у бездокументарні.

² Білоченко А.М. Перспективи розвитку депозитарної системи в Україні та можливості використання досвіду Республіки Польща // Фінанси України. — 2007. — № 2. — С. 71.

³ Адамова К.Р. Зазнач. праця. — С. 139—140.

Таблиця 1. Дані про облік документарних і бездокументарних цінних паперів у Національній депозитарній системі України

Показник	Станом на		
	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006
Загальний випуск цінних паперів, зареєстрований ГКЦБФР, млрд грн	145,00	207,01	291,08
Частка бездокументарних випусків цінних паперів у загальному обсязі випусків, зареєстрованих ГКЦБФР, %	19,28	22,27	27,54
Іменні цінні папери на обліку в реєстраторів, млрд грн	105,26	124,73	136,73
Цінні папери на обліку в депозитарії "Міжрегіональний фондовий союз", млрд грн*	50,26	81,08	126,09
У тому числі:			
в бездокументарній формі, млрд грн	27,95	46,11	80,16
у %	55,61	56,87	63,57
знерухомих, млрд грн	22,31	34,97	45,93
у %	44,39	43,13	36,43
Іменні цінні папери в документарній формі існування на обліку в реєстраторів без знерухомих, млрд грн	82,95	89,76	90,80
Частка іменних цінних паперів у документарній формі існування на обліку в реєстраторів без знерухомих в загальному обсязі випусків, зареєстрованих ГКЦБФР, %	57,20	43,36	31,19

Джерела: звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004—2006 роки. — Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>; річні звіти ВАТ "Міжрегіональний фондовий союз" за 2004—2006 роки. — Режим доступу: <http://www.mfs.kiev.ua/>.

* У звітах Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004-й і 2005-й роки не надано номінальну вартість цінних паперів на обліку в зберігачів. Через те, що всі ліцензовані в Україні зберігачі цінних паперів є учасниками депозитарної системи МФС, цей показник було замінено на показник "Цінні папери на обліку в депозитарії "Міжрегіональний фондовий союз".

Оскільки можна впевнено прогнозувати перехід світового ринку цінних паперів на бездокументарний обіг, Україні слід робити кроки на випередження, тобто законодавчо закріпити випуск лише бездокументарних цінних паперів, доки національний ринок характеризується порівняно невеликими обсягами угод.

До речі, спроба виправити недоліки в системі обліку прав власності на цінні папери вже була, у 2006 році, коли було зареєстровано законопроект "Про систему депозитарного обліку цінних паперів", що передбачав випуски іменних цінних паперів у електронній формі. На жаль, через непорозуміння щодо формування в країні центрального депозитарію він був відкликаний.

Запровадження бездокументарного обігу цінних паперів обов'язково викличе зміни в депозитарній системі — ліквідації реєстраторів, що також породжує дискусії щодо необхідності цього заходу. Головними аргументами проти введення такого обігу є перешкода вільній конкуренції у сфері обліку цінних паперів та відмінність мети створення й клієнтської бази реєстраторів і депозитарних установ.

Утім, контраргументів набагато більше. По-перше, в реєстраторів і депозитарних установ один спільний обов'язок — облік прав власності, інше має другорядне значення. По-друге, власне інститут реєстраторів є загрозою вільній конкуренції та прозорості на ринку цінних паперів через грубі порушення ними чинного законодавства. Реєстратори іноді виступають "кишеньковою" зброєю

емітентів і в жодному разі не захищають найголовнішого учасника ринку цінних паперів — інвестора. Саме реєстраторам закидалося навмисне затягування або відмова в реєстрації та перереєстрації прав власності (замість 1-3 днів із моменту отримання необхідного пакета документів перереєстрація прав власності триває від 14-ти до 30-ти днів)⁴, обмеження доступу до інформації власникам цінних паперів, зокрема про проведення загальних зборів акціонерів, ведення подвійних реєстрів акціонерів одного емітента, недодержання вимог щодо кваліфікації персоналу тощо.

Навіть у країнах із розвинутими фондовими ринками, де кількість порушень правил і норм мінімальна, реєстратори програють депозитарним установам за швидкістю обліку угод із цінними паперами (табл. 2). Як видно, в усіх представлених у таблиці країнах при бездокументарній формі цінних паперів реєстрація переходу прав власності здійснюється за одну добу, тоді як термін перереєстрації власників документарних цінних паперів через реєстраторів набагато більший.

До речі, в деяких розвинутих країнах реєстратори взагалі відсутні. Їхні обов'язки щодо складання й передачі емітентам реєстрів виконує депозитарна система на чолі з центральним депозитарієм. Такий порядок діє у Швеції, Швейцарії, Німеччині, Іспанії, Італії, Норвегії, Польщі, Мексиці. Термін реєстрації переходу прав власності на цінні папери в цих країнах зведений до мінімуму та становить лише одну добу. Майже наблизилася до цього рівня і Франція, де послугами реєстраторів користуються тільки на периферії фондового ринку⁵.

Таблиця 2. Термін реєстрації переходу прав власності на цінні папери документарної й бездокументарної форм існування в різних країнах

Країна	Термін реєстрації переходу прав власності
Великобританія	Бездокументарна форма цінних паперів — 1 доба, через депозитарій; документарна — 2-3 дні, через реєстратора
Канада	Бездокументарна форма цінних паперів — 1 доба, через депозитарій; документарна — 2-3 дні для акцій, 14 днів для облігацій, через реєстратора
США	Бездокументарна форма цінних паперів — 1 доба, через депозитарій; документарна — 3—10 днів, через реєстратора
Франція	Бездокументарна форма цінних паперів — 1 доба, через депозитарій; документарна — 19 днів, через реєстратора
Японія	Бездокументарна форма цінних паперів — 1 доба, через депозитарій; документарна — 14—21 день, через реєстратора

Джерело: Коваленко М.А. та ін. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. / Авт.: М.А. Коваленко, Л.М. Радванська, Н.В. Лобанова, Г.М. Швороб. — Херсон: Олді-плюс, 2004. — С. 254—255.

⁴ Коваленко М.А. та ін. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. / Авт.: М.А. Коваленко, Л.М. Радванська, Н.В. Лобанова, Г.М. Швороб. — Херсон: Олді-плюс, 2004. — С. 256.

⁵ Коваленко М.А. та ін. Зазнач. праця. — С. 254—255.

Таким чином, переходу до бездокументарного обігу цінних паперів в Україні перешкоджає, по-перше, відсутність законодавчого закріплення відповідної норми та, по-друге, затягування формування центрального депозитарію. Причому найбільше занепокоєння всього вітчизняного ринку цінних паперів викликає конфронтація між Національним депозитарієм і Міжрегіональним фондовим союзом (МФС), яка триває понад 7 років через суперечності щодо бази створення центрального депозитарію, пропорцій їх можливого злиття та підконтрольності — державі чи професійним учасникам фондового ринку України.

На погляд авторів, перехід до бездокументарних випусків цінних паперів в Україні приведе до таких позитивних змін, як:

- збільшення потенційної бази цінних паперів для торгівлі на організованому ринку таких паперів в Україні;
- прискорення обігу цінних паперів і відповідне зростання ліквідності вторинного ринку;
- зменшення ризикованості операцій із цінними паперами через використання таких процедур, як кліринг і “поставка проти платежу”;
- зростання впевненості громадськості в безперешкодній реалізації прав власності на цінні папери;
- ліквідація витрат на обслуговування паперових сертифікатів, пов’язаних із їх перевіркою на достовірність, перевезенням, переоформленням при здійсненні корпоративних дій (спліту, зворотного спліту) або операцій купівлі-продажу, спадкування тощо.

Крім переваг необхідно дослідити й негативні або потенційно ризикові наслідки запровадження обігу цінних паперів лише у вигляді електронних записів, із точки зору розробки комплексу превентивних заходів. Зокрема, проблемним питанням є захист власників цінних паперів від базового депозитарного ризику. Найважливіше визначення цього ризику як імовірності повної або часткової втрати цінних паперів клієнта (депонента) чи неможливості реалізації прав клієнта (депонента), що підтверджуються цими цінними паперами, дав Є. Дідківський⁶. Мінімізацію такого ризику в Україні, на нашу думку, повинна забезпечувати система захисту, розроблена як професійними учасниками, так і державними органами.

З метою зниження ризикованості депозитарних операцій доцільно ширше використовувати в роботі депозитарних установ в Україні принципи ризик-менеджменту з практики іноземних депозитарних установ. Деякі з цих принципів вже активно застосовуються національними зберігачами, а саме: принцип наскрізного документообігу, який надає можливість відстежити всі дії з виконання розпоряджень завдяки їх документарному оформленню; правило “другої руки”,

⁶ Дідківський Є. Ризики депозитарної діяльності // Банківська справа. — 2007. — № 3. — С. 55—56.

або “чотирьох очей”, що полягає в обов’язковому підписі контролера поряд із підписом виконавця операцій, як гарантія правильності виконаних дій; режим операційного дня, тобто встановлення часових меж для виконання операцій поточним днем чи наступним та недопущення їх проведення в закритий операційний день тощо.

Інші принципи ризик-менеджменту потребують повнішого впровадження та встановлення контролю належного їх дотримання з боку українських депозитарних установ. Це, по-перше, принцип функціонального поділу підрозділів депозитарної установи, який у багатьох банках — зберігачах цінних паперів — реалізувався у виокремленні депозитарного відділу та який передбачає подальший розподіл усіх операцій депозитарної установи за підрозділами (з ухвалення розпоряджень та надання звітів; з виконання розпоряджень; зі здійснення нагляду за порядком ведення депозитарного обліку). По-друге, принцип “китайської стіни”, відповідно до якого виключається або мінімізується витік конфіденційної інформації з депозитарного в інші підрозділи фінансової установи. Цей принцип надзвичайно актуальний для України в аспекті боротьби з незаконним використанням інсайдерської інформації тощо.

У зв’язку із зазначеним державними органами повинна бути розроблена система як добровільних, так і обов’язкових заходів захисту власників бездокументарних цінних паперів. При цьому депозитарну систему і зберігання цінних паперів на електронних рахунках певною мірою можна ототожнити з банківською системою та зберіганням депозитів клієнтів. Якщо для захисту вкладів у банках було створено Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, постійно переглядається максимальний розмір компенсаційних виплат, то цілком логічно створити й централізований фонд гарантування електронних рахунків у цінних паперах. На початковому етапі створення до його фінансування треба залучити бюджетні кошти, а потім первинні й періодичні внески самих депозитарних установ. Початковий внесок може бути однаковим для всіх або пропорційним статутним фондам депозитарних установ, а наступні внески — розраховані виходячи з номінальної вартості взятих на обслуговування цінних паперів. Суми коштів, внесених у централізований фонд гарантування електронних рахунків у цінних паперах депозитарними установами, повинні бути зараховані до їх валових витрат і не обкладатися податком на прибуток. Якщо створювати такий фонд, то участь у ньому повинна бути обов’язковою для всіх учасників депозитарної системи.

Наступним кроком у створенні захисної системи має бути ініціація розробки національного страхового продукту саме для депозитарних установ. Страховики, професійні учасники фондового ринку й Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинні спільно розробити кілька страхових програм. Так, у розвинутих країнах стався перехід страхових програм, розроблених для банківських інституцій, до інших учасників фінансового ринку, зокрема депозитаріїв,

через схожість ризиків. До факторів ризику, що страхуються та впливають на фінансові інститути, належать:

- нелояльність і зловживання персоналу;
- крадіжка цінних паперів;
- електронні й комп'ютерні злочини;
- професійна відповідальність підлеглих;
- відповідальність директорів⁷.

Таке страхування повинне здійснюватися на добровільних засадах.

А поки будуть розроблені національні страхові програми, доцільним виглядає обов'язкове страхування майбутнього центрального депозитарію за однією зі страхових програм для фінансового ринку, розроблених та успішно впроваджених за кордоном (Fidelity Bond, Bankers Blanket Bond (BBB), Director & Officers Liability, Errors & Omissions, Professional Indemnity, Electronic & Computer Crime). Ці страхові програми й поліси включають усі перелічені ризики, але не є стандартним продуктом, тому що страховиком для кожного окремого клієнта визначається індивідуальна схильність до ризику залежно від його діяльності. Найбільший інтерес для України при впровадженні цілком бездокументарного обігу цінних паперів повинне становити страхове покриття збитків від електронних і комп'ютерних злочинів, таких як введення шахрайських команд чи програм у комп'ютерну або комунікаційну мережу депозитарної установи, ураження вірусами, шахрайські розпорядження про виконання операцій із цінними паперами.

Отже, перехід до виключно бездокументарних випусків цінних паперів, насамперед корпоративних, буде одним із наступних якісних етапів розвитку національного ринку цінних паперів України. Але такий перехід не можливий без збалансованої системи захисту власників цінних паперів та відповідальності депозитарних установ за безпечність обліку й реєстрації прав на бездокументарні цінні папери.

⁷ *Адамова К.Р.* Депозитарные операции в кредитной организации. Экономические основы и международный опыт. — М.: БДЦ-Пресс, 2003. — С. 79.