

УДК: 336
JEL G 21

Д. Юрвичене, д-р экон. наук, проф.
Университет Николаса Ромериса, Вильнюс (Литва),
М. Боровикова, канд. экон. наук, ассист.
КНУ имени Тараса Шевченко, Киев

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СИСТЕМЫ РАСЧЕТОВ ПО ОПЕРАЦИЯМ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В СТРАНАХ ЕС

В статье рассмотрены основные этапы и результаты совершенствования системы регулирования фондового рынка, в том числе и расчетов по операциям с ценными бумагами, необходимость в которых обусловил финансовый кризис и рецессия в Европе. Проанализированы существующие особенности расчетов на фондовых рынках ЕС, а также принятые меры и предложения по совершенствованию системы расчетов по операциям с ценными бумагами.

Ключевые слова: фондовый рынок, финансовая инфраструктура, центральный депозитарий, ценные бумаги.

Постановка проблемы. Общественное восприятие финансовых услуг, как правило, сводится к понятиям "фондовая биржа" и "банк". Действительно, биржи и другие торговые системы являются наиболее видимой частью инфраструктуры европейского фондового рынка. Тем не менее, независимо от того, торгуют ценными бумагами на бирже или же на внебиржевом рынке, есть множество других сложных элементов финансовой инфраструктуры, которые остаются за пределами общественного внимания, но при этом являются необходимыми для безопасного и эффективного функционирования фондового рынка.

Любая торговля ценными бумагами сопровождается рядом сложных процессов, в том числе, например, подтверждение деталей сделки и клиринг, ведущих к завершению сделки с ценными бумагами. Клиринг является ключевым процессом, который обеспечивает обмен ценных бумаг на денежные средства после операции их купли-продажи. Хотя расчеты по сделкам могут происходить и в день торговли, обычно это происходит на несколько дней позже, в зависимости от вида ценных бумаг и места торговли.

Расчеты по практически всем операциям с ценными бумагами в ЕС происходит через центральные депозитарии (ЦД) – финансовые институты, которые работают в сфере расчетов на фондовом рынке. Они также обеспечивают техническое обслуживание счетов в ценных бумагах, ведут учет количества ценных бумаг, выпущенных эмитентом, и фиксируют все изменения в правах собственности на ценные бумаги.

ЦД обычно не предоставляют банковские услуги своим клиентам. Расчеты по сделкам с ценными бумагами обычно происходит по счетам, открытым в центральном банке в соответствующей валюте. Кроме того, центральные банки имеют возможность предложить кредитные услуги участникам ЦД, позволяющие быстрее и безопаснее проводить расчеты по сделкам. Так как центральные банки, как правило, не предоставляют кредитные услуги и услуги по обслуживанию счетов в иностранной валюте, расчеты по операциям с ценными бумагами могут быть осуществлены с использованием счетов некоторых ЦД, которые предлагают специфические кредитные услуги для внутрисуточной торговли с целью облегчения и ускорения расчетов по сделкам.

Кроме этого, ЦД содействует финансированию экономики, так как почти все залоговое имущество в ценных бумагах размещенное компаниями, банками и другими учреждениями с целью привлечения денежных средств в конечном счете проходит через системы расчетов по ценным бумагам, эксплуатируемые ЦД.

Инфраструктура европейских ЦД очень фрагментарна. На территории ЕС существует более 30 депозитариев, как правило, по одному в каждом государстве-члене и два международных центральных депозитария

(МЦД). МЦД являются важной подкатегорией ЦД, которые специализируются на работе с еврооблигациями – ценными бумагами, эмитированными в иностранной валюте. На два МЦД приходится более трети объемов расчетов по операциям с ценными бумагами в ЕС.

Анализ последних исследований и публикаций. В изучении проблем транснационального клиринга и расчетов особенно преуспел профессор Альберто Джованнини, который с 1999 года возглавляет исследовательскую группу, результаты исследований которой используются для усовершенствования системы расчетов по операциям с ценными бумагами в странах-членах ЕС (8).

Неосвещенные ранее составляющие общей проблемы. Расчеты на фондовом рынке в пределах национальных границ стран ЕС в целом считаются достаточно безопасными и эффективными, тогда как международные расчеты несут в себе более высокие риски и издержки для инвесторов. Эта актуальная проблема, а также варианты ее решения, нуждаются в более детальном изучении и освещении в научных кругах.

Целью статьи является обобщение основных особенностей, проблем и рисков, связанных с расчетами на фондовых рынках Европейского Союза, а также анализ современных регулятивных аспектов усовершенствования процесса транснациональных расчетов по сделкам с ценными бумагами.

Изложение основного материала исследования. Еще в 1998 году Европейский центральный банк (ЕЦБ) опубликовал технические стандарты для использования системы расчетов по операциям с ценными бумагами ЕС в кредитных операциях Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) (3).

На международном уровне, центральными банками и регуляторами рынков ценных бумаг были введены рекомендации для систем расчетов по операциям с ценными бумагами в 2001 году (CPSS-IOSCO)(2). Они включали 19 рекомендаций для органов государственной власти, в частности, регуляторов финансового рынка и банковского надзора, для использования при оценке безопасности, надежности и эффективности работы ЦД и систем расчетов по операциям с ценными бумагами, в которых они работают.

Совет по финансовой стабильности (FSB) на сборах 20 октября 2010 года отметил необходимость обновления стандартов для обеспечения более надежной инфраструктуры финансового рынка и инициировал пересмотр и повышение существующих стандартов. В результате, CPSS-IOSCO были усовершенствованы и опубликованы 16 апреля 2012 года (1).

Параллельно с этим, значительные усилия были приложены на межнациональном уровне для совершенствования правовой базы для хранения и перемещения ценных бумаг через посредников. Результатом этой работы стало принятие в октябре 2009 года "Женевской конвенции по ценным бумагам" (22).

Недостатки и сложности системы расчетов в ЕС можно объединить в две группы: те, которые влияют на безопасность функционирования фондового рынка и те, которые влияют на эффективность расчетов по операциям с ценными бумагами.

1. Безопасность функционирования фондового рынка.

Увеличение транснациональных операций с ценными бумагами влечет за собой увеличение числа сбоев или невыполнения договорных условий при расчетах по этим операциям. В основном, это случаи, когда по сделке не удается провести расчеты на дату, согласованную сторонами. Во времена кризиса такие ситуации особенно учащаются.

Сбой или задержки при расчетах увеличивают риски сторон, участвующих в операциях с ценными бумагами. Этими рисками, прежде всего, являются: риск ликвидности, риск контрагента и рыночный риск. Задержки при расчетах на фондовом рынке могут лишить инвестора средств, которые он мог бы инвестировать, что приводит к потерям в экономике в целом.

Сбой или задержки при расчетах может произойти по ряду причин, в том числе и вследствие простых операционных ошибок, которые не всегда могут быть полностью устранены, но их количество может быть уменьшено.

Более серьезные проблемы, в частности, касающиеся центральных депозитариев, возникают из-за возможности некоторых из них заниматься деятельностью, связанной с высокими рисками, такой как предоставление банковских услуг. В результате такие ЦД с большей вероятностью могут быть подвержены серьезным стрессовым ситуациям. Пока в современной истории финансовых рынков нет примеров, когда ЦД или расчетные системы терпят крах, но очевидно, что такая ситуация будет иметь тяжелые последствия, и как минимум, временно парализует фондовые рынки.

Эти риски смягчаются в некоторой степени, если сфера банковских услуг существенно ограничивается операциями, связанными с внутрисдневными депозитами и кредитами, необходимыми для расчетов по операциям с ценными бумагами, а также предъявлением жестких требований к таким услугам, например, предоставление полного покрытия по кредиту. При этом, в то время как услуги ЦД могут быть ограничены по своему спектру и количеству, нельзя не учитывать, что суммы сделок, которые обрабатываются, значительны в своих объемах.

Поскольку рынки становятся все более интегрированными, ЦД также должны стать более взаимосвязанными. Проблемы, которым может быть подвержен один ЦД, могут перекинуться на ЦД других стран и, следовательно, на другие фондовые рынки, влияя на процесс расчетов по операциям с ценными бумагами всего ЕС.

2. Эффективность расчетов по операциям с ценными бумагами.

Затраты на осуществление расчетов на фондовых рынках ЕС выше, чем стоимость аналогичных услуг в США. В свою очередь, стоимость транснациональных расчетов между странами-членами ЕС в среднем в четыре раза выше, чем на национальных рынках этих стран (7).

Большая часть этих различий связана с фрагментацией и недостаточной гармонизацией европейского рынка финансовых услуг, из-за различий в национальных нормативно-правовых базах и особенно законах, регулирующих деятельность ЦД и организацию расчетов по операциям с ценными бумагами.

Расчетный период отличается между европейскими странами, главным образом по историческим причинам. Обычно, это занимает три дня с даты торгов (T+3)

в большинстве европейских стран. Исключение составляют Германия, Словения и Болгария, где расчетный период сокращен до двух дней (T+2).

Разные периоды расчетов по операциям с ценными бумагами создают ряд проблем для инвесторов, в том числе завышенные расходы при покупке ценных бумаг на фондовом рынке, где расчетный период составляет T+2, и продаже их на рынке с расчетным периодом T+3. Существуют также другие проблемы, связанные с корпоративной деятельностью эмитента, например, выплатой дивидендов.

В целом, фрагментация рынка финансовых услуг обусловлена двумя основными факторами: отсутствием гармонизированной нормативно-правовой базы для европейских ЦД, что затрудняет депозитариям предоставление транснациональных услуг, а также отдельные требования некоторых государств-членов ЕС, предъявляемые к участникам фондового рынка, например, обязательство национальных эмитентов выпускать ценные бумаги только в национальных ЦД.

Нынешний финансовый кризис создал более острую необходимость в принятии мер для повышения безопасности на финансовых рынках, в том числе финансовой инфраструктуры фондового рынка.

В январе 2011 года Европейская Комиссия инициировала консультации среди участников финансового рынка о возможных законодательных инициативах, которые охватили бы вопросы функционирования ЦД и проблемы регулирования системы расчетов по операциям с ценными бумагами. Учитывая, что процесс расчетов и организация работы ЦД играют системно важную роль на фондовых рынках и должны регулироваться надлежащим образом, эта идея была одобрена практически всеми респондентами. Взгляды отличались по ряду таких вопросов, как определение самого термина ЦД, предоставления ЦД банковских услуг, а также дематериализации ценных бумаг во всех странах ЕС.

На основе этой предварительной работы, в марте 2012 года были опубликованы предложения Европейской Комиссии по регулированию ЦД (5). Основные цели этого предложения состоят в повышении безопасности расчетов по операциям с ценными бумагами и работы ЦД, в частности, путем введения в законодательство ЕС согласованных на международном уровне стандартов функционирования инфраструктуры фондового рынка и создания отлаженного механизма единого внутреннего фондового рынка в общеевропейском контексте. Документ содержит положения по усовершенствованию некоторых аспектов регулирования процедур расчетов, работы депозитариев, предоставления банковских услуг, связанных с расчетами и некоторые институциональные аспекты.

1. Правила расчетов по операциям с ценными бумагами.

Предложение охватывает три области: расчетный период, дематериализацию ценных бумаг и дисциплинарные аспекты при расчетах на фондовом рынке.

а) расчетный период.

Предусмотрено два требования к участникам системы расчетов по операциям с ценными бумагами.

Во-первых, требуется урегулировать обязательства сторон в отношении расчетной даты ("предполагаемую дату расчета"). Целью этого требования является побуждение сторон проводить свои расчеты вовремя, в соответствии с принятыми на себя обязательствами.

Во-вторых, требуется, чтобы участники фондового рынка вели торговлю на регулируемых рынках, в организованных торговых системах, где расчеты по сделкам происходили бы не позднее двух рабочих дней после торгов (T+2).

б) дематериализация ценных бумаг.

Участники рынков, где ценные бумаги по-прежнему существуют в бумажном виде, например, в Великобритании и Ирландии, вынуждены производить расчеты в течение более длительного периода из-за определенных дополнительных промежуточных этапов.

В предложении содержатся требования о том, что ценные бумаги, допущенные к торгам на регулируемом рынке, должны быть представлены только в бездокументарной форме.

Эта мера также позволяет упростить сверку между только что выпущенными ценными бумагами и уже существующими в обороте, а также способствует большей автоматизации в управлении и обращении ценных бумаг.

в) дисциплинарные аспекты при расчетах на фондовом рынке.

Предложенные дисциплинарные меры охватывают ценные бумаги в обращении, инструменты денежного рынка, европейские стандарты инвестиционных фондов UCITS и ограничения на объемы торговли. Они направлены на соблюдение требований о своевременном расчете по сделкам на фондовом рынке, чтобы свести к минимуму задержки или сбои. Также они относятся к гармонизации правил по расчетам в странах ЕС в целях предотвращения регулятивного арбитража и более широкой интеграции европейских фондовых рынков.

2. Правила по обеспечению безопасности функционирования ЦД.

а) авторизация и контроль за ЦД.

Любому учреждению, которое подпадает под определение "центральный депозитарий" необходимо получить разрешения от компетентного органа, прежде чем начинать свою деятельность. Заявление на получение разрешения должно содержать всю необходимую информацию, чтобы компетентный орган мог удостовериться в том, что заявитель соответствует всем требованиям. В частности, заявитель должен предоставить специальную программу деятельности ЦД, где излагаются все виды услуг и организационная структура ЦД.

От компетентных органов, в свою очередь, требуется проводить мониторинг деятельности авторизованных депозитариев и оценивать риски, которым они подвергаются не менее одного раза в год. Постоянный надзор за ЦД должен быть пропорциональным их размерам, системной значимости, сложности и объемам деятельности. Центральные депозитарии обязаны хранить все записи о предоставляемых услугах и другой деятельности в течение не менее пяти лет для осуществления компетентными органами контроля за соблюдением правил.

б) организационные требования.

Правила, касающиеся высшего руководства ЦД, приведены в соответствие с существующей нормативно-правовой базой, применяемой к финансовым институтам. Совет директоров ЦД должен быть независимым как минимум на одну треть, а высшее руководство и контролирующие акционеры и участники должны обладать хорошей репутацией.

Кроме того, ЦД обязан информировать компетентный орган о структуре собственности и ее изменении, в частности, в отношении долей сторон, осуществляющих контроль над ЦД. Любая передача прав собственности, которая обуславливает изменение контроля над ЦД, должна осуществляться при условии получения предварительного разрешения компетентных органов.

Организация и полномочия компетентных органов регулируется национальным законодательством государств-членов ЕС. Тем не менее, существуют определенные принципы, которым должны следовать европейские страны в целях обеспечения эффективного взаимодействия их фондовых рынков.

Государства-члены ЕС, в которых существует более одного компетентного органа, регулирующего рынок ценных бумаг, должны определить одного из них, в чьей компетенции будет отвечать за сотрудничество с регулятивными органами других стран, а также Европейских надзорных органов (ESAs) для того, чтобы избежать путаницы в полномочиях и ответственности.

В частности, от государств-членов ЕС требуется ввести перечень соответствующих административных санкций и мер в нормативно-правовую базу, которые могут быть применены в случае нарушения существующих правовых норм. Это требование вызвано необходимостью уменьшить количество потенциальных нарушений и обеспечить эффективное выполнение положений всеми ЦД в ЕС. При этом, при определении вида и уровня административных санкций или мер на уровне каждой отдельной страны, необходимо учитывать некоторые общие критерии.

Важную роль в регулировании системы расчетов по операциям с ценными бумагами играют такие организации ESAs, как Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (ESMA) и Европейская банковская организация (EBA).

На основе своих полномочий ESMA несет ответственность за обеспечение согласованности и сотрудничества между компетентными регулятивными органами. ESMA и EBA призваны развивать и расширять международную практику контроля за дисциплиной на фондовых рынках в целом, выполнением правил, касающихся организации работы ЦД и, соответственно, правил, касающиеся участников процесса расчетов на фондовом рынке. ESMA также отвечает за регистр центральных депозитариев, где зарегистрированы все ЦД и другие профессиональные участники процесса расчетов по операциям с ценными бумагами, перечень финансовых услуг, которые они имеют право предоставлять, а также перечень видов финансовых инструментов, с которыми работают.

EBA, в свою очередь, отвечает за разработку, совместно с ESMA, проектов регулятивных стандартов и пруденциальных норм, применяемых к участникам процесса расчетов на фондовых рынках.

Заключение. Принятые меры по совершенствованию системы расчетов по операциям с ценными бумагами в странах ЕС, а также предложения, которые находятся в статусе утверждения призваны повысить уровень эффективности и безопасности фондовых рынков ЕС. В целом, предлагаемая политика должна способствовать способности заемщиков привлечь капитал, а инвесторов – разместить свободные средства более безопасно и эффективно, с большей выгодой для экономики.

Ожидаемый рост конкуренции должен улучшить качество финансовых услуг и снизить расходы, особенно для транснациональных услуг, что ведет к непосредственной выгоде для эмитентов.

Однако существует вероятность, что открытость европейского фондового рынка может создать еще большую фрагментацию в краткосрочной перспективе. Например, в то время как юридически является возможным создание филиалов ЦД в других странах ЕС, а также регистрация эмиссии ценных бумаг в иностранных ЦД, взаимоотношения участников фондовых рынков и последовательность их действий может вызвать ряд проблем на практике. Эта несогласованность может свести на нет цель снижения размеров сборов ЦД и других расходов для инвесторов и эмитентов.

Тем не менее, в среднесрочной и долгосрочной перспективе, очевидно, что фондовые рынки ЕС продол-

жат свою консолідацію з метою отримання максимальних переваг від створеного ефекту масштабу.

Список использованных источников:

1. Bank for International Settlements. Principles for financial market infrastructures. 2012. – <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>
2. Bank for International Settlements. Recommendations for securities settlement systems. 2001. – <http://www.bis.org/publ/cpss42.pdf>
3. European Central Bank. Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations. 1998. – <http://www.ecb.int/pub/pdf/othemi/ssstandards1998en.pdf>
4. European Commission. Financial Markets Infrastructure. – http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/index_en.htm

5. European Commission. Proposal for a regulation of the European parliament and of the council on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC. 2012. – <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:EN:PDF>

6. International Institute for the Unification of Private Law. UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities. 2009. – <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>

7. Oxera. Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services. 2009. – http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2009_07_ec_report_oxera_en.pdf

8. The Giovannini Group. Second report on EU clearing and settlement arrangements. 2003. – http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

Надійшла до редакції 28.11.13

Д. Юрвіченс, д-р екон. наук, проф.
Університет Миколаша Ромеріса, Вільнюс (Литва),
М. Боровікова, канд. екон. наук, асист.
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ РОЗРАХУНКІВ ЗА ОПЕРАЦІЯМИ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ В КРАЇНАХ ЄС

У статті розглянуті основні етапи та результати вдосконалення системи регулювання фондового ринку, в тому числі і розрахунків за операціями з цінними паперами, необхідність яких зумовили фінансова криза і рецесія в Європі. Проаналізовано існуючі особливості розрахунків на фондових ринках ЄС, а також вжиті заходи і пропозиції щодо вдосконалення системи розрахунків за операціями з цінними паперами.

Ключові слова: фондовий ринок, фінансова інфраструктура, центральний депозитарій, цінні папери.

D. Jurevičienė, Doctor of Sciences (Economics), Professor
Mykolas Romeris University, Vilnius (Lithuania),
M. Borovikova, PhD, Assistant
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv

IMPROVEMENT OF THE SECURITIES SETTLEMENT SYSTEM IN THE EUROPEAN UNION

The financial crisis and recession in Europe have made it necessary to improve the system of regulation of the stock market, including the settlement of securities transactions. The paper constitutes the existing features of securities settlement in the stock markets of the EU and presents the measures and proposals to improve the settlement of securities transactions.

Keywords: stock market, financial infrastructure, central securities depositories, securities.

УДК 336.02::338.02
JEL O11, R11

Р. Білик, канд. екон. наук, доц., докторант
Чернівецький нац. ун-т імені Юрія Федьковича, Чернівці

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ЗМІЦНЕННЯ РЕГІОНАЛЬНОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ УКРАЇНИ

Доведена важливість застосування фінансових інструментів регулювання регіональної конкурентоспроможності, проаналізовано використання фінансових інструментів у кризовий і посткризовий період, обґрунтовано необхідність використання як фіскальних, так і нефіскальних інструментів регулювання розвитку регіону.

Ключові слова: регіональна конкурентоспроможність, місцевий бюджет, бюджет розвитку, інвестиційна субвенція, муніципальні цінні папери, місцеві кредитні союзи, програмно-цільовий метод бюджетування, комунальна власність, земельні ресурси.

Постановка проблеми. Регіональна конкурентоспроможність як основоположна категорія регіональної економічної науки потребує детального дослідження у сенсі виявлення її здатності забезпечити економічну безпеку на регіональному рівні і стати провідним чинником дотримання такої безпеки. Регіональна конкурентоспроможність є вагомим складовим елементом соціально-економічного розвитку регіону, і оскільки вона має стратегічний вимір, то має бути представлений ґрунтовний теоретичний та практичний інструментарій по забезпеченню регіональної конкурентоспроможності. Однією з груп інструментів забезпечення регіональної конкурентоспроможності є група фінансових інструментів, без ефективно дії яких неможливе досягнення стабільного розвитку економічної й соціальної сфери регіону. Як справедливо зазначають дослідники, "наявність у регіону достатніх фінансових ресурсів – запорука його фінансової безпеки, платоспроможності і своєчасного виконання фінансових зобов'язань. Недостатність фінансових ресурсів унеможливує задоволення всіх потреб регіону, обмежує можливості регіонального роз-

витку та ставить у залежність від зовнішніх джерел фінансових ресурсів. Саме від достатності фінансового забезпечення територіальних потреб залежить конкурентоспроможність регіону, адже недостатність його фінансових ресурсів є причиною незадоволення насамперед найбільш важливих економічних, соціальних та екологічних потреб, внаслідок цього гальмується розвиток та послаблюються конкурентні позиції регіону" [1, с.13-14]. Важливість формування фінансових інструментів забезпечення конкурентоспроможності на регіональному рівні й обумовлює актуальність даної статті.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. До теми фінансового забезпечення регіонального розвитку звертаються у своїх дослідженнях багато науковців, серед яких слід відзначити роботи І.М. Вахович, Л.В. Лисяк, І.О. Луніної, О.О. Молдована, Ю.В. Пасічника, В.В. Пилипіва, С.В. Слухая, О.В. Шевченко та інших. Однак питанням аналізу фінансових чинників зміцнення регіональної конкурентоспроможності приділяється недостатня увага. Лише у дослідженнях В.В. Пилипіва та групи авторів під керівництвом Ю.В. Савельєва [2, с.295] вка-