

СВІТОВИЙ ДОСВІД ДЕМАТЕРІАЛІЗАЦІЇ ЕМІСІЙНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ПРОБЛЕМИ ЙОГО ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ В ЗАКОНОДАВСТВО Й РИНКОВУ ПРАКТИКУ В УКРАЇНІ

**Анатолій
Головко,**
заступник Голови
Правління НДУ
**Вікторія
Радзівська,**
к. е. н., доцент
кафедри
Фінансових ринків
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

В цій статті розглядається світова практика проведення дематеріалізації цінних паперів. Аналізуються особливості механізму проведення цього процесу і його наслідки в різних країнах. Акцентовано увагу на відмінності понять «імобілізація» і «дематеріалізація», визначено причинно-наслідковий ланцюг процесу дематеріалізації. Узагальнено основні проблемні питання, які виникають в процесі дематеріалізації випусків цінних паперів в Україні. Розроблено пропозиції щодо оптимізації цього процесу як в законодавчому плані, так і в плані його практичної реалізації.

Висвітлення проблеми у загальному вигляді, її зв'язок із науково-практичними завданнями. Дематеріалізація як процес утрати капіталом речової форми є віддзеркаленням глибинного взаємозв'язку та взаємозалежності між економікою та фінансами, що відображені у фінансовій інфраструктурі. Фінансова інфраструктура, в свою чергу, обслуговує фінансовий ринок, який є однією з найважливіших складових економіки та фінансів. Забезпечення переміщення фінансових ресурсів у часі й просторі, а також сприяння цим процесам здійснюють усі інституції та організації фінансового ринку, які належать і до фінансової інфраструктури. [1, с.15–16]. Невід'ємною складовою інфраструктури фінансового ринку взагалі і ринку цінних паперів – зокрема, є депозитарії, що взаємодіють з іншими забезпечувальними інституціями – реєстраторами та зберігачами. Необхідною умовою виникнення та функціонування депозитаріїв (центральних депозитаріїв) є бездокументарна форма існування цінних паперів,

тобто, депозитарна діяльність безпосередньо пов'язана з впровадженням бездокументарної форми цінних паперів.

Існування фінансових інструментів залежить від форми, в якій вони випущені: фізичної чи у вигляді облікових записів на рахунках. Фізична форма існування цінних паперів все ще використовується в багатьох країнах. На причинах цього явища ми ще зупинимося, та зазначимо: дана форма є традиційною, але має суттєві недоліки. Зберігання та управління фізичним переміщенням фінансових інструментів призводить до збільшення видатків, уповільнення руху фінансових ресурсів і зменшення ліквідності ринку цінних паперів [2, с.34–35].

Світова економічна система, яка формувалася в останні три десятиріччя, характеризується як інформаційна та глобальна. В більшості країн з ринковою економікою та розвиненим фінансовим ринком використовуються комп'ютеризовані системи реєстрації бездокументарних цінних паперів, які забезпечують їхнє зберігання та

відслідковують рух в умовах повної або часткової дематеріалізації цінних паперів. Розвиток комп'ютерної техніки, новітніх технологій оброблення інформації, поява нових наукових напрямів (наприклад, криптографії) дозволило суспільству здійснити поступовий перехід від паперового до електронного документообігу. В цьому сенсі проведення дематеріалізації емісійних цінних паперів є логічним і своєчасним кроком уперед.

Крім того, процес дематеріалізації не раціонально розглядати без врахування загальноекономічних умов господарювання. В контексті кризових явищ в економічному житті більшості країн оптимізація руху фінансових ресурсів, підвищення ефективності його забезпечення є необхідними умовами процесу стабілізації економіки.

Постановка проблеми. Однією з найзначніших подій в житті українських корпорацій в поточному році є набрання чинності з 30 жовтня 2010 р. норми Закону України «Про акціонерні товариства» щодо існування акцій виключно в бездокументарній формі. Цей процес вимагає від акціонерних товариств (новостворених та вже існуючих, приблизно 10 000 відкритих та 20 000 закритих акціонерних товариств) докласти значних зусиль організаційного характеру. Уся послідовність дій емітентів у сукупності визначається **дематеріалізацією акцій** і вимагає уваги не лише з боку організаційно-правових аспектів, а й з боку техніко-технологічних та фінансово-економічних аспектів її реалізації. Необхідним є докладне попереднє вивчення світової практики дематеріалізації цінних паперів, проблемних питань, які можуть виникати як наслідок даного процесу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, у яких розглядається ця проблематика із зазначенням невирішених питань. Термін «дематеріалізація» в Законі України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (далі – Закон «Про Національну депозитарну систему»), інших актах законодавства не розкривається. Разом з тим будь-які процеси, пов'язані з переведенням цінних паперів з документарної форми існування у бездокументарну, оголошуються демате-

ріалізацією. Більше того, зворотний процес отримав назву «матеріалізація», що зафіксовано у відповідному нормативно-правовому акті Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі - ДКЦПФР) [3, с.71–77].

Власне, у використанні не «розшифрованого» чинним законодавством терміна в близькому за змістом значенні експертною спільнотою, ринковими фахівцями чи науковцями ми не вбачаємо чогось негативного. Питання лише в тому, наскільки коректно застосовувати термін «дематеріалізація» до процесу, який розпочався (й скоро має завершитися) в Україні – у вузькому сенсі (як переведення існуючих документарних акцій у бездокументарну форму) чи в широкому, тобто як загальнодержавну реформу.

Звернімося до економічної літератури. Почнемо зі словників, зокрема, до відомого видання, автором-упорядником якого є провідний російський вчений Я.Міркін: «dematerialization – дематеріалізація (вилучення з обігу фізично існуючих сертифікатів та інших документів, що підтверджують права власності на цінні папери таким чином, що цінні папери існують лише у формі записів на рахунках)» [4, с.131]. Ще лаконічнішим є твердження, що дематеріалізація – це заміна цінних паперів у паперовій формі електронним записом [5, с.62]. Якщо виходити з визначення процесу дематеріалізації лише стосовно акцій, тоді маємо на увазі процес переведення форми існування акцій з документарної у бездокументарну. Наслідком такого процесу є здійснення обліку прав власності на акції не за допомогою реєстратора, а в депозитарній системі обліку прав власності (зберігач – депозитарій). Власне, дематеріалізацією вважається процес передачі права на облік акцій від реєстратора до депозитарних установ (зберігач – депозитарій). Саме таке уявлення домінує в Україні: дематеріалізація – це заміна однієї облікової системи фондового ринку на іншу, більш досконалу й адаптовану до електронного документообігу. Окрім того, вважається, що «по-справжньому» дематеріалізація в Україні розпочалася тільки з моменту введення у дію Закону України «Про акціонерні товариства».

Насправді процеси дематеріалізації постійно відбуваються в Україні, починаючи з 1998 р. – часу введення у дію Закону України «Про Національну депозитарну систему України та особливості електронного обігу цінних паперів» (якщо вважати синонімами вирази «дематеріалізація» і «знерухомлення»). Будь-який емітент чи власник може дематеріалізувати акції, знерухомивши їх у сховищах зберігача цінних паперів та/або депозитарію (як сказано в Законі, з метою забезпечення подальшого їх обігу у вигляді облікових записів на рахунках у цінних паперах). Можна вважати, що дематеріалізація акцій як провідна умова електронного обігу цінних паперів розпочалася в Україні понад десять років тому, але здійснювалася емітентом на добровільних засадах: загальні збори акціонерів визначалися щодо такої форми, далі відбувалися реєстраційні процедури в ДКЦПФР, розміщення глобального сертифіката в депозитарії тощо. Теж цілком добровільно дематеріалізував свої акції інвестор, знерухомлюючи їх в депозитарній установі.

Разом з тим певні підстави стверджувати, що «по-справжньому» дематеріалізація розпочалася лише кілька років тому, безумовно, є. Пов'язано це з особливостями українського законодавства, що регламентує випуск цінних паперів у бездокументарній формі існування. На відміну від законодавства Російської Федерації, деяких країн колишнього СРСР та переважної більшості інших країн, де емісійні цінні папери повинні випускатися в іменній формі (Велика Британія, США, Канада, решта країн з англосаксонською системою права), в Україні закон встановлює, що реєстроутримувачем за такими цінними паперами є депозитарна установа (обліковий реєстр, зведений обліковий реєстр у зберігачів і депозитарію).

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» виключив будь-яку можливість випуску та обігу акцій на пред'явника. Перелічені вище особливості дематеріалізації «по-українськи» й відсутність у обігу пред'явницьких акцій ставлять емітента у повну залежність від нормального функціонування Національної депозитарної сис-

теми, з 1997 року розбудованої за моделлю оптового ринку – як дворівневої. Причому емітент може обирати для розміщення глобального сертифіката лише один з двох діючих депозитаріїв – ВАТ «Національний депозитарій України» (далі – НДУ) чи ВАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (далі – ВДЦП).

Як зазначено в Рекомендаціях Групи 30, зокрема, Рекомендації №3, виникнення депозитаріїв цінних паперів пов'язане з іммобілізацією і дематеріалізацією цінних паперів. Депозитарії, по суті справи, займаються системою реєстрації фінансових інструментів у формі бухгалтерських записів на відкритих у себе рахунках. Таким чином вони забезпечують ефективне переміщення права власності за цими інструментами без необхідності обміну фізичними сертифікатами [6, с.43-45].

Питання напрямів розвитку депозитарної системи, необхідності впровадження електронного документообігу на ринку цінних паперів України досліджувалося, наприклад, в роботах С.М. Антонова, М.О.Бурмаки, О.Науменка; питання впливу форм існування цінних паперів на розвиток ринку цінних паперів України досліджувалося в роботах Т.В.Лапшиної та деяких інших авторів [7, 8].

Крім того, розвиток депозитарної системи, необхідність розбудови основних її інституцій, регіональний аспект та обумовленість належного рівня такої системи якісними та кількісними показниками діяльності ринків цінних паперів досліджується в роботах фахівців компанії Thomas Murgaу; питання подолання технічних бар'єрів у розрахунках за цінними паперами в європейській практиці викладено в роботі Торстена Шейпера [9]. Однак комплексне дослідження щодо превалювання документарної чи бездокументарної форми цінних паперів, впливу форми існування цінних паперів на ефективність руху фінансових ресурсів і на зміну основних показників ринку цінних паперів, а також самого процесу дематеріалізації емісійних цінних паперів не провадилося. Крім того, з прагматичного боку відкритим лишається вивчення дематеріалізації в контексті переходу до електронного документообігу в Україні.

Мета дослідження і аргументація актуальності поставленого завдання. На наш погляд, необхідно ретельно вивчити світовий досвід дематеріалізації і, з урахуванням специфічно українських особливостей, розумно використати його при розробленні й втіленні у життя відповідної державної програми дематеріалізації. Звичайно, треба мати на увазі, що кожною країною обирався свій шлях дематеріалізації – повний перехід на облік акцій виключно у вигляді записів на рахунках або поступове знерухомлення їх в депозитарних установах. Для кожного вибору є вагомі підстави, ігнорувати які означає зруйнувати усталену систему відносин і спровокувати системну кризу.

Для зручності поділимо реалізовані сценарії на два типи, один з яких умовно назовемо «повна дематеріалізація» (тобто відмова від фізичної форми існування емісійних цінних паперів взагалі), а другу «імобілізація» (від англ. immobilization – знерухомлення). Не кожна країна наважилася на повну дематеріалізацію усіх без винятку емісійних цінних паперів, адже це означало необхідність «віртуалізації» системи торгівлі – як біржової, так і позабіржової. Тобто, реформа мала бути комплексною і зачепити усі аспекти корпоративних відносин та поточного функціонування ринків капіталу.

Найвідомішими з успішно реалізованих проектів повної дематеріалізації був французький, який став зразком для інших країн, що наважилися йти цим шляхом. Одна з важливих умов успіху: в усіх цих країнах емісійні цінні папери випускалися у формі **сертифікатів на пред'явника**, отже, не було (та й не могло бути) реєстроутримувачів та необхідності відокремлено від облікової системи ринку вести списки (переліки) власників акцій або облігацій і засвідчувати переходи прав власності на цінні папери нотаріально.

Франція. Проект повної дематеріалізації був забезпечений дією двох актів законодавства – розділом 94-II закону про асигнування і спеціальним законом від 2 травня 1983 р. Датою початку реформи було встановлено 4 листопада 1984 р., а суть її полягала в тому, що після 18 місяців з моменту опублікування закону суб'єкти прав, закріплені емісійними цінними паперами,

визначалися лише шляхом запису їхніх імен в книгах центрального депозитарію Sicoval. Зміна суб'єкта прав могла відбуватися тільки завдяки проведенню трансферту за книгами, що вів Sicoval.

Незважаючи на те, що більшість акцій та облігацій у Франції випускалася у формі на пред'явника, частина випусків акцій мала іменну форму. Проте в обох випадках (за пред'явницькими акціями – напередодні загальних зборів) емітент зобов'язаний був скласти реєстр власників. Закон 1984 р. зобов'язав емітентів передати ведення реєстрів акціонерів і власників облігацій до Sicoval, а книги, що вів емітент, знищувалися.

Отже, перед початком реформи законодавство Франції визначило, що:

а) в країні діє єдиний центральний депозитарій Sicoval, утворений ще у 1949 р., але до 1984 р. не наділений винятковими повноваженнями;

б) цей центральний депозитарій водночас є центральним реєстратором для усіх без винятку емісійних цінних паперів, навіть якщо до того вони були випущені у формі на пред'явника.

Подальші події відбувалися у суворій відповідності до плану, розробленого на замовлення Міністерства економіки, фінансів та індустрії науковцями спеціалізованого інституту («План Перуза», назва отримана завдяки прізвищу директора цього інституту).

Згідно з планом (а, фактично, державною цільовою програмою) сертифікати як іменних, так і пред'явницьких цінних паперів були розміщені в Sicoval. Власникам акцій/облігацій було запропоновано до 3 травня 1988 р. зареєструватися у фінансових посередників, уповноважених Міністерством економіки, фінансів та індустрії. Ці фінансові посередники (здебільшого, банки-зберігачі) складали реєстри власників й у встановлений строк передавали їх для ведення до Sicoval, який здійснював реєстрацію емітентів цінних паперів як зобов'язаних осіб перед власниками цінних паперів і фіксував обсяг та зміст цього зобов'язання.

Спочатку сертифікати акцій та облігацій розміщувалися на зберігання в Sicoval, а особи, зафіксовані в обліковій системі Sicoval як суб'єкти права за цінними паперами, отримували

право уповноважити фінансового посередника на управління своїми рахунками в цьому депозитарії. В даному разі Sicovam фіксував цінні папери як такі, що належать певній особі, але керуються фінансовим посередником. Окрім того, за вказівкою Sicovam у Центральному банку Франції відкривалися спеціальні грошові рахунки інвесторів, а з травня 1988 р. усі грошові виплати (дивіденди, відсоткові нарахування тощо) почали здійснюватися на ці рахунки.

Наступним етапом реалізації «Плану Перуза» стало знищення сертифікатів цінних паперів, умови якого були викладені в урядовому документі «Charte de la Destruction» від 7 січня 1988 р. Сертифікати мали бути повернені емітентам або знищені під контролем Sicovam не пізніше 31 грудня 1989 р. Номери знищених сертифікатів фіксувалися, а емітенти були зобов'язані протягом ще тридцяти років зберігати корінці випущених ними цінних паперів. Після знищення сертифікатів, переданих на зберігання до Sicovam, порівняння корінців і цінних паперів, переданих свого часу на зберігання і виставлених до продажу, доводило їх справжність і слугувало гарантією від підробки і дублювання. Починаючи з 1989 р. сертифікати, що якимось чином збереглися, перетворилися на фінансові реліквії.

Така рішуча реформа дозволила французам швидко впровадити систему електронного обігу цінних паперів і розбудувати фондовий ринок, який у 90-ті роки був безумовно лідируючим за усіма показниками в Європейському Союзі. У всякому разі на деякий час Франція спромоглася випередити свого основного континентального конкурента – Німеччину. За аналогічним сценарієм відбувалася дематеріалізація у Данії, Швеції, Норвегії, Фінляндії та в багатьох інших країнах. Французький досвід був використаний при розбудові ринкової інфраструктури в 16 країнах, що розвиваються.

Німеччина. Федеративна Республіка Німеччина являє собою яскравий приклад країни з континентальною системою права, отже, в обігу домінують емісійні цінні папери на пред'явника. Особливий статус мають кредитні установи, зокрема банки, які є універсальними фінансовими посередниками

і андерайтерами для емітентів акцій та облигацій.

Дематеріалізація цінних паперів відбувалася в Німеччині поступово за сценарієм, умовно визначеним нами як «імобілізація». Державних програм, що спонукали б усіх суб'єктів ринкових відносин реформувати систему обліку прав власності, в Німеччині не приймали, але можливість знерухомилення визначалася нормами цивільного й торгового права стосовно так званих інвестиційних цінних паперів (Effekten) [10]. Основною ознакою даного різновиду цінних паперів є їх взаємозамінюваність, тобто можливість знаходитися не у відокремленому, а у колективному зберіганні (без зазначення індивідуальних ознак). Власне, законодавство Німеччини до такого класу відносить цінні папери, якими оформлюються інвестиції та капіталовкладення на достатньо довгий період часу – мінімум чотири роки. Саме тому дематеріалізація (точніше, імобілізація) в Німеччині наштовхувалася на правові перепони, адже будь-які акції та облигації, що передбачають дивідендні й відсоткові купони, не могли бути визнані Effekten, звужуючи перелік інструментів, що можуть існувати у вигляді записів на рахунках, до боргових зобов'язань та акцій й інвестиційних сертифікатів на пред'явника.

Перший крок до подолання існуючих проблем зробили німецькі банки, що заснували правовий інститут спільного зберігання цінних паперів, що був добре відомий клієнтам починаючи з 20-х рр. минулого століття, але лише наприкінці 80-х та у 90-ті роки поширив свій вплив на усі різновиди емісійних цінних паперів. Було засновано сім спеціалізованих депозитаріїв, які за ініціативою біржового об'єднання Deutsche B?rse AG були злиті в єдиний загальнонімецький депозитарій DKV (DeutcheKassenverein – «Німецький касовий союз»). Окрім цього, була утворена клірингова агенція АКВ (Auslandskassenverein), пізніше (у 1996 р.) приєднана до DKV. Відповідно до прийнятого федерального закону всі банки, що зберігали сертифікати цінних паперів у власних сховищах, зобов'язані були передати їх у DKV на умовах колективного зберігання за винятком тих активів, що на вимогу влас-

ників мали зберігатися відокремлено від цінних паперів інших осіб. Імобілізація розпочалася наприкінці 80-х рр., а у 1995 р. у сховищах DKV вже знаходилися активи на суму у 8,1 трлн DM, що становило 90% облігацій та 75% корпоративних цінних паперів та інвестиційних часток (паїв) [11, с. 37].

Інститут спільного зберігання цінних паперів стимулював початок процесу імобілізації, але правові проблеми були вирішені остаточно лише з моменту практичного впровадження концепції **глобального сертифіката**, яким стали завірятися права за усіма цінними паперами одного випуску, що повністю замінило собою документарне оформлення окремих цінних паперів. Це стало певним компромісом, який дозволив, з одного боку, відмовитися від оформлення окремих документів, а з другого – як і раніше застосовувати норми речового права до бездокументарних емісійних цінних паперів. Концепція глобального сертифіката, яким емітент оформлює увесь випуск акцій/облігацій в депозитарії при обранні бездокументарної форми існування, стала також нормою українського законодавства, як і норми щодо можливості вибору інвестором відокремленого чи колективного способу зберігання цінних паперів [12]. Колективний спосіб зберігання став домінуючим в Німеччині при випуску певних видів емісійних цінних паперів (Effekten), але, за виразом німецьких правників, в цьому разі інвестор придбаває «ідеальну субстанцію», а не річ – частку в праві загальної пайової власності на певну сукупність цінних паперів [10].

Першими повністю «імобілізувалися» випуски державних і муніципальних позик, а з 1995 р. у бездокументарній формі існування стали випускатися акції корпорацій, за якими здійснюється розрахунок торговельного індексу DAX (95 випусків акцій) та всі випуски облігацій, що пройшли процедуру офіційного лістингу й допущені до торгівлі на біржах (164 типи боргових інструментів з фіксованим доходом) [11]. На початку нового століття відбулася стрімка консолідація німецького ринку, зокрема, біржове об'єднання Deutsche Börse перетворилося в потужну електронну фондову біржу загальноєвропейського значення.

Відтак, DKV було перетворено в структуру під назвою Deutsche Börse Clearing AG, яка згодом влилася в один з найкрупніших міжнародних депозитаріїв Clearstream Banking Luxembourg.

Процес дематеріалізації за схемою «імобілізація» тривав у Німеччині понад десятиріччя. Важко припустити, скільки б часу на це знадобилося, якби не:

а) утворення центрального депозитарію DKV, який отримав законне право на централізоване зберігання усіх емісійних цінних паперів в країні;

б) впровадження принципів колективного зберігання і глобального сертифіката;

в) розвитку біржової торгівлі на заходах електронного обігу цінних паперів (Deutsche Börse AG).

За аналогічним сценарієм провадилася дематеріалізація в Австрії, Швейцарії та інших країнах з континентальною системою торговельного права та домінуванням в обігу сертифікатів на пред'явника. Схожі події розгорталися і в країнах Південносхідної Азії.

Японія. До початку 70-х рр. минулого століття Японія належала до числа країн, залучення капіталу в яких відбувалося через кредитування підприємств реального сектору банками, а фондовий ринок був слаборозвинутим. Хоча функціонували Токійська та ще сім фондових бірж, загальний обсяг обігу на них був незначним. Емісійні цінні папери випускалися виключно документарні, причому як в іменній формі, так і на пред'явника. Щоправда, діяло правило, згідно з яким на Токійській біржі могли котируватися тільки іменні акції.

Дематеріалізація в Японії відбувалась у 1985–1999 рр. як важлива умова реформування усього фондового ринку. Знерухомлення сертифікатів згідно з «Основним Законом про депозитарну діяльність» (1984 р.) мало здійснюватися лише в одній юридичній особі – депозитарії JASDEC (Japan Securities Depository Center), який отримав ексклюзивні права на кастодіальну (зберігацьку) діяльність у масштабах усієї країни. Фінансові посередники не могли бути зберігачами, а виступали лише депонентами JASDEC. Кожна біржа теж зобов'язана була відкрити спеціальний рахунок в JASDEC. Діяла норма,

ідентична нормі українського закону, згідно з якою для обігу на біржах цінні папери мають існувати у бездокументарній формі або знерухомлені. (Щоправда, український закон не вимагав знерухомлювати цінні папери лише в одній, визначеній законодавством, депозитарній установі).

JASDEC почав приймати на обслуговування акції емітентів, які котирувалися на біржах або були зареєстровані асоціацією дилерів цінних паперів JASDA (Japan Securities Dealers Association). На кінець 1999 р. 3,5 тис. емітентів знерухомили сертифікати акцій, а поза депозитарного обліку залишилося тільки 9 емітентів [13]. Загалом 41,1% усіх випусків акцій на початок нового століття обліковувалося у бездокументарній формі – на рахунках у цінних паперах. Як і Sicovam у Франції, JASDEC виконує також функцію центрального реєстратора, надаючи послуги емітентам щодо ведення реєстру власників іменних акцій, перереєстрації прав власності та інформування про вчинені правочини.

Повна дематеріалізація в Японії не відбулася, тож у разі випуску іменних акцій емітенти зобов'язані вести реєстр або передати це право JASDEC. Ведучи реєстр, JASDEC не повідомляє про корпоративні події безпосередньо власників, інформуючи про це емітентів, які надсилають повідомлення власникам. З 2001 р. аналогічна система діє щодо облігацій, зокрема, конвертованих.

Таким чином, поступове знерухомлення і переведення обліку в бездокументарну (електронну) форму не потягло за собою скасування функції ведення реєстрів, хоча незалежних реєстраторів в Японії немає (діють трансфер-агенти, що забезпечують взаємодію JASDEC та емітентів). Не сталося також знищення паперових сертифікатів, більше того, на вимогу депонента сертифікат може бути вилучений з депозитарію і повернений власнику.

Спільного з усіма іншими японська модель дематеріалізації має в частині надзвичайної ролі центрального депозитарію як системоутворюючої інституції і наявності тісного зв'язку її з потребами біржового обігу цінних паперів. Можна дійти до висновку, що процес дематеріалізації в Японії не за-

вершений і розширюється разом з збільшенням питомої ваги активного ринку.

Південна Корея. Корейська модель дематеріалізації багато в чому нагадує японську, оскільки теж базується на виключній ролі центрального депозитарію та поступовому знерухомленні акцій та облігацій, які активно торгуються на організованому ринку. В країні не приймалися урядові рішення щодо повної дематеріалізації, але відбулася вертикальна консолідація: інфраструктура фондового ринку перейшла під жорсткий контроль державних органів. Зокрема, Міністерство фінансів та економіки призначає виконавчих директорів Корейської фондової біржі (KSE), позабіржової торговельної системи KOSDAQ та ф'ючерсної біржі KOFEX, а також центрального депозитарію KSD.

Власне, іммобілізація розпочалася в Південній Кореї у 1974 р. після того, як була створена KSSC – Корейська корпорація з розрахунків за цінними паперами, яка пізніше (у 1994 р.) перетворилася у центральний депозитарій KSD шляхом об'єднання з депозитарієм, що до того належав біржі. В Південній Кореї не відмовилися від документарної форми існування акцій, але (як і в Японії) їх вільний обіг припускається лише за умови депонування в KSD. Більше того, тільки урядові органи допускають до бездокументарного обліку випущені корейськими емітентами цінні папери. На початок нового століття більшість випусків акцій та облігацій були депоновані в KSD, що вважається престижним і відкриває емітенту доступ до ринків (в тому числі міжнародних). Критерії допуску є досить вибагливими, хоча нікого з емітентів не примушують змінювати форму існування цінних паперів. Зате іноземний інвестор, що придбав корейські акції/облігації, зобов'язаний розмістити їх на зберігання в KSD.

Крім того, KSD в одній особі є центральним депозитарієм і глобальним кастодіаном, який забезпечує для клієнтів зв'язки з 42 країнами світу та виконує роль так званої «системи бенефіціарних власників». Тобто за депонованими акціями KSD забезпечує акціонерам їх права за цінними паперами, наприклад, при передплаті на

емісію прав, розподілі бонусів, виплаті дивідендів, реалізації прав при голосуванні тощо. Учасниками системи є самі бенефіціарії – власники акцій, емітенти та особи, що мають статус учасників KSD (інвестиційні інституції Південної Кореї).

Важко стверджувати, що в цій країні випуск та обіг емісійних цінних паперів повністю дематеріалізований, адже емітент зобов'язаний друкувати паперові сертифікати, які потім знерухомлюються в KSD. Але дотримані основні умови дематеріалізації – створений єдиний центральний депозитарій, що діє за роздрібною схемою (нижній рівень депозитарної системи відсутній), організований ринок функціонує в режимі електронного документообігу, впроваджені новітні стандарти бездокументарного обліку.

Південна Корея не поодиноким країною, в якій домінує обіг бездокументарних цінних паперів, проте **формально** дематеріалізація не оголошувалася. Більш цікавим є приклад країни з розвинутим ринком капіталу, але з обігом виключно документарних іменних акцій. Це Велика Британія.

Велика Британія. Як відомо, Велика Британія – родоначальниця світового ринку капіталів. Отже, вона має найдавнішу інфраструктуру фондового ринку, зокрема, концепція обліку власників іменних акцій в реєстрах зародилася в британському праві ще за часів первісного накопичення капіталів. Це ж стосується і сертифікатів, якими засвідчуються права на емісійні цінні папери [14].

У 2003 р. була прийнята урядова Постанова про бездокументарні цінні папери й поправка до чинного законодавства під назвою «Припустимі боргові інструменти». Цими актами законодавства була легалізована можливість обігу цінних паперів у бездокументарній формі існування, захищені права утримувачів таких цінних паперів, визначені їх типи тощо.

Але до 2003 р. обіг бездокументарних цінних паперів правовою системою Великої Британії не припускався, хоча фактично мав місце щодо фінансових інструментів, які торгувалися на фондових біржах. Процес продажу цінних паперів на біржі вимагав значної кількості фізичних переміщень, що

мало супроводжуватися кожного разу внесенням відповідних записів в реєстри акціонерів. Для спрощення й прискорення цих процедур при Лондонській фондовій біржі (London Stock Exchange – LSE) була утворена спеціалізована компанія SEPON (Stock Exchange Pool Nominees).

Процес обслуговування обігу цінних паперів, які торгувалися на LSE, передбачав, що до початку здійснення розрахунків інвестор чи уповноважена ним брокерська фірма мали фізично постачити цінні папери разом з відповідним трансфертним документом у SEPON. Після цього цінні папери перереєструвалися на ім'я SEPON як номінального утримувача, причому перереєстрація супроводжувалася випуском нових сертифікатів, на яких вказувалося ім'я SEPON. Цінні папери, зареєстровані на ім'я SEPON, могли перепродаватися на біржі декілька разів, але для переведення їх на інший ринок чи передачі зберігачу (кастодіальному банку) треба було провести перереєстрацію ще раз.

Крім знерухомлення й фактичного переведення у бездокументарну форму існування в SEPON, інвестори мали й продовжують мати можливість депонувати сертифікати у зберігачів. Власне, норми британського права у цьому відношенні мало чим відрізняються від вимог українського законодавства: цінні папери, передані на зберігання в кастодіальний банк, перереєструються в реєстрах акціонерів на ім'я номінальних утримувачів. Проте є одна специфічно британська особливість – номінальні утримувачі є спеціально утвореними установами, не залученими ні в жодний інший бізнес і, як правило, засновані як дочірні компанії кастодіальних банків, що перебувають під їхнім контролем.

У 1996 р. почався перехід до використання утвореної Банком Англії розрахункової системи CREST. З цього моменту й дотепер тривають дискусії щодо функцій та статусу даної установи: CREST центральний депозитарій чи щось інше? У всякому разі CREST виконує одну з найважливіших функцій центрального депозитарію, а саме забезпечує післяторговельне урегулювання угод щодо цінних паперів, тобто кліринг та розрахунки, але тільки для

членів CREST. Облік бездокументарних цінних паперів через розміщення глобального сертифіката емітентом не здійснюється, оскільки дематеріалізація у Великій Британії так і не відбулася. Формально навіть ті цінні папери, що знерухомлені у системі CREST, вважаються документарними.

Усе це призводить до винятково важливої ролі реєстраторів, які залишаються суттєвим компонентом системи післяторговельного обслуговування британського (та й ірландського) ринку. Їх не так і багато, принаймні CREST має справу з 15 реєстраторськими компаніями. (Для порівняння: в Україні діє 357 ліцензованих реєстраторів). Є ще одна суттєва відмінність британського реєстратора від українського: у Великій Британії та Ірландії реєстратор не веде особових рахунків для інвесторів. Основна функція реєстратора полягає у передачі інформації емітенту, який вважається кінцевим споживачем послуги – реєстроутримувачем, а реєстратор відповідає тільки за вчасне складання переліку власників на певну дату, оскільки є зв'язувальною ланкою між емітентом та CREST або кастодіальними банками. Окрім того, реєстратори є агентами-отримувачами, голосують за довіреністю, обслуговують корпоративні дії емітента та супроводжують нові випуски [14].

Можна констатувати, що у Великій Британії існує значний сегмент ринку, обіг цінних паперів на якому вважається дематеріалізованим за схемою «імобілізація». Стосується це лише цінних паперів, взятих на обслуговування CREST, який має 275 користувачів, що репрезентують 40 тис. корпоративних та індивідуальних членів CREST. Але більшість роздрібних інвесторів не є членами CREST, тому, придбавши акції чи облігації, вимагають отримання «на руки» сертифікатів. Такого роду оборудки виключають CREST із обслуговування роздрібного інвестора, оскільки договори укладаються за посередництвом реєстратора з обов'язковою фізичною поставкою цінних паперів. CREST не може надавати зазначені послуги, оскільки не має сховища сертифікатів цінних паперів.

У вересні 2002 р. CREST увійшов до складу групи Euroclear, отже, вирішення питання законодавчого врегулюван-

ня випуску та обігу бездокументарних цінних паперів прискориться. У 2006 р. CREST разом з Європейським форумом по цінних паперах (European Securities Forum) розпочав цю роботу, дещо сповільнену світовою кризою. Поки що Велика Британія – єдина у світі країна з розвиненими ринками капіталу, яка не дематеріалізувала цінні папери на рівні законодавства.

Сполучені Штати Америки. США, безумовно, лідер серед країн з розвинутими ринками капіталу, але це не означає, що в цій країні відбулася дематеріалізація шляхом переведення усіх без винятку емісійних цінних паперів у бездокументарну форму існування. Згідно з законодавством фізична форма сертифіката є обов'язковою. Крім того, акції випускаються переважно в іменній формі (пред'явницькі акції не заборонені, але на практиці відсутні у обігу внаслідок надто жорстких регуляторних вимог до їхнього випуску). Іменні цінні папери обов'язково мають бути «реєстровими» (registered form). Реєстроутримувачем є емітент, який може делегувати своє право іншій особі – реєстратору. Певний час реєстраторів у США було досить багато, але в останні роки їх кількість значно скоротилася внаслідок концентрації бізнесу (є інформація, що у США фактично залишилося три крупні реєстраторські фірми).

Відмінність від британської моделі полягає у тому, що друкувати сертифікати необхідно в разі реєстрації цінних паперів у сертифікованій формі (certificated form). Однак емітент може вказати, що форма випуску не є сертифікованою (non-certificated form), тобто цінні папери одразу розміщуються у депозитарії на так зване централізоване зберігання. Останнє не означає, що реєстр за несертифікованим випуском іменних акцій не ведеться: реєстратор (емітент-реєстроутримувач) зобов'язаний це робити незалежно від наявності чи відсутності сертифікатів, посвідчуючи права власності виписками з реєстру. Отже, депозитарні установи не ведуть реєстри, а здійснюють централізоване зберігання за договором з емітентом (депозитарії) чи знерухомлення сертифікатів за договором з інвестором (кастодіальні банки), відкриваючи для депонентів рахунки у цінних

паперах (securities accounts). Відтак реєстроутримувачі не відкривають, на відміну від України, ніяких особових рахунків, обмежуючись тільки складанням на певну дату переліку власників і номінальних утримувачів.

Довгий час у США централізоване зберігання здійснювали чотири депозитарії для акцій та облігацій (Depository Trust Company, Midwest Securities Trust Company, Philadelphia Depository Trust Company) та депозитарій Participants Trust Company – для цінних паперів, забезпечених нерухомістю. Консолідація тривала у США 20 років, внаслідок чого залишилася тільки DTC (Depository Trust Company), яка згодом об'єдналася з кліринговою корпорацією NSCC і нині має назву DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation).

DTCC є номінальним утримувачем у всіх реєстрах власників іменних цінних паперів США за випусками, розміщеними на централізоване зберігання, під номінальним ім'ям Cede@Co. За сертифікованими цінними паперами, знерухомленими за бажанням інвесторів у кастодіальних банках, останні зареєстровані в реєстрах на своє власне ім'я (Bank of New York, City Bank тощо). Але, враховуючи те, що кастодіальні банки обслуговують інвестиційні фонди та інших інституційних інвесторів, вони (нарівні з біржовими брокерами/дилерами) є клієнтами (депонентами) DTCC, отримуючи таким чином доступ до несертифікованих випусків акцій/облігацій. Ще з середини 90-х років у DTCC успішно діє комунікаційний центр (Institutional Delivery System), призначений для обслуговування розрахунків для інституційних інвесторів та переказу цінних паперів на їхні рахунки у кастодіальних банках.

Отже, формально дематеріалізація у США не відбулася, але за схемою «імобілізація» здійснюється досить активно, охопивши більшу частку емісійних цінних паперів, які обертаються на активному ринку. Даний процес не порушив прав жодного з компонентів системи післяторговельного обслуговування: консолідація депозитаріїв не мала примусового характеру (тому й тривала 20 років), інститут реєстраторів продовжує функціонувати, виконуючи свою специфічну функцію у трансак-

ційному ланцюзі як гаранта дотримання прав на цінні папери та за цінними паперами для усіх категорій інвесторів. На перший погляд, концепція централізованого зберігання мало чим відрізняється від розміщення глобального сертифіката в європейських депозитаріях, але є суттєва відмінність: на вимогу інвестора в будь-який момент можуть бути видані належні йому сертифікати, а рахунок закрито.

Відкритим та цікавим лишається питання щодо з'ясування взаємозв'язку між соціальною орієнтацією країни та повнотою і участю держави у проведенні процесу дематеріалізації (наприклад, в таких країнах, як Данія, Швеція та Норвегія дематеріалізація проводилася як державна реформа).

Нещодавно прийнято закон про дематеріалізацію в Бельгії, тобто в обігу більше не буде документарних емісійних цінних паперів.

ВИСНОВКИ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНІЙ ТЕМІ

На підставі вищевикладеного можна дійти до наступного висновку стосовно особливостей нинішнього етапу дематеріалізації, яка:

а) має примусовий характер, оскільки на законних підставах позбавляє емітента права вибору форми існування акцій;

б) проводиться згідно з діючим порядком, що регламентує процес знерухомлення випущених раніше цінних паперів;

в) виключає можливість ведення реєстрів власників іменних цінних паперів самим емітентом чи окремою юридичною особою – реєстратором;

г) остаточно унеможлиблює матеріалізацію частини випуску акцій на вимогу власника (норма, що діє в багатьох країнах), бо вилучає з обігу сертифікати акцій як такі;

д) ставить під сумнів можливість номінального утримання акцій, адже нині діючим законом встановлено, що номінальний утримувач – це зберігач чи депозитарій, зафіксований належним чином в реєстрі, який веде реєстратор (емітент-реєстроутримувач).

Перетворення такого масштабу як дематеріалізація емісійних цінних паперів потребує його визнання реформою

ринкової інфраструктури **загальнодержавного значення**, адже вона зачіпає інтереси не тільки професійних учасників фондового ринку (в першу чергу – реєстраторів, які втрачають свою сферу підприємництва), а й усього народногосподарського комплексу України, основу якого складають акціонерні товариства. На наш погляд, однієї норми в законі та двох нормативно-правових актів ДКЦПФР, не розрахованих на застосування під час всеукраїнської дематеріалізації акцій, недостатньо. Потрібна **державна програма** дематеріалізації емісійних цінних паперів, інакше під сумнів може бути поставлена економічна безпека та надійність функціонування усієї обліково-розрахункової інфраструктури корпоративного сектору народного господарства України. Враховуючи кризовий стан реального сектору економіки, негативний сценарій подальших подій є доволі вірогідним.

В результаті представленого неповного огляду країн із різними сценаріями проведення дематеріалізації можна зробити висновки щодо наявності чотирьох основних аспектів проведення цього процесу незалежно від його сценарію: правового, техніко-технологічного, організаційного і фінансового. Ці аспекти повинні знайти своє відображення при формулюванні основних завдань та заходів з реалізації відповідної програми дематеріалізації.

Перш ніж починати дематеріалізацію, необхідно:

1) з'ясувати завдання, які стоять перед ринком цінних паперів у зв'язку з необхідністю підвищення його прозорості, ефективності, ліквідності та рівності умов для всіх його учасників (особливо з огляду на необхідність врахування інтересів міноритарних акціонерів та оптимізації їх видатків);

2) визначити сценарій, обсяги (повна або часткова) та засобів проведення дематеріалізації.

Паралельно мають вирішуватися проблеми, пов'язані з:

1) відсутністю торгівлі через взаємне підтвердження;

2) існуванням різних термінів розрахунків за операціями з різними видами цінних паперів;

3) незбігом у часі платежу і реального переходу прав власності на цінні папери;

4) законодавчим регламентуванням всіх аспектів торгівлі бездокументарними цінними паперами.

Крім того, необхідно ще раз наголосити на необхідності системного та зваженого підходу щодо реалізації процесу дематеріалізації з врахуванням інтересів інвесторів (особливо міноритарних), емітентів та деяких професійних учасників ринку цінних паперів, визначити ступінь відповідальності за втрату прав власника на цінні папери.

Необхідними є подальші дослідження щодо впливу форми існування цінних паперів на ефективність руху фінансових ресурсів, на зміну основних показників ринку цінних паперів, в тому числі і додаткових ризиків, які виникають як наслідок підвищення рівня віртуалізації ринку та зростання його обсягів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Юхименко П.І., Федосов В.М., Лазебник Л.Л. та ін. Теорія фінансів: Підручник / За ред. проф. В.М.Федосова, С.І.Юрія. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 576 с.

2. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов (монография). – М.: «Издательство ПРИОР», 2002. – 464 с.

3. Професійна діяльність на ринку цінних паперів: депозитарна діяльність: Навчально-методичний посібник // Бовкун К.К., Буянова Л.М., Іванова В.О. та ін. / Передмова – Науменко О.О. – Видання 2-е, перероблене та доповнене. – К.: АДС УМК Центр, 2007. – 448 с.

4. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006 – 424 с.

5. Словник фондового ринку: Довідкове видання. – К: Видавничий центр ДРУК, 1999, 288 с.

6. Расчётно-клиринговые системы по ценным бумагам в Польше и в Европейском союзе. Варшава 2009. Режим доступа: www.kdpw.com.pl

7. Антонов С.М. Електронний документообіг на фондовому ринку України: актуальні проблеми реалізації / С.М. Антонов, М.О. Бурмака, С.Є.

Шишков ; за ред.. С.М. Антонова ; Асоціація «Українські фондові торговці». – Дніпропетровськ, 2009. – 150 с.

8. *Лапшина Т.В.* Влияние форм существования ценных бумаг на развитие рынка ценных бумаг Украины / Бизнесинформ. – 2009. - №6. - С. 60-66.

9. Elimination of Technical Barriers in European Securities Settlement/ Torsten Schaper / International Review of Business Research Papers Vol. 5 No.1 January 2009 Pp. 428-441

10. Бездокументарные ценные бумаги в правовой доктрине Германии [Электронный ресурс]: журнал «Рынок ценных бумаг» / М. Самойлова // Рынок ценных бумаг. – 2007. - № 5. - Режим доступа до журн. : <http://www.rcb.ru/bo/2007-05/8344/?print=Y>

11. Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности. – М.: Международный институт правовой экономики, 1997. – 196 с.

12. Про Національну депозитарну систему України та особливості електронного обігу цінних паперів: Закон

України від 10 грудня 1997 р. № 710/ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1997. - № 15. – С.67.

13. *Адамова К.Р.* Депозитарные операции кредитной организации. Экономические основы и международный опыт. – М.: GUMER-INFO, 2007. – 236 с.

14. Опыт общения CrestCo (КрестКо) и британских регистраторов [Электронный ресурс]: журнал «Рынок ценных бумаг» / Натан Эшуорт // Рынок ценных бумаг. – 2006. - № 1. - Режим доступа до журн. : <http://www.rcb.ru/dep/2006-01/7444/?print=Y>

15. *Collin, Peter H.:* PONS – Fachwörterbuch Bank- und Finanzwesen : English – Deutch, Deutch – English/ von P.H. Collin; Eva Torkar; Rupert Livesey. – 1. Aufl., Nachdr. – Stuttgart; Dresden: Klett Verl. f?r Wissen und Bildung, 1995, s. 370