

ЦЕНТРАЛЬНИЙ КОНТРАГЕНТ ТА НЕОБХІДНІСТЬ РОЗВИТКУ ІНСТИТУТІВ ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

В данной статье исследуется вопрос относительно необходимости создания новейших институтов инфраструктуры рынка ценных бумаг в Украине. Акцент делается на необходимости преодоления возникающих рисков, а также последовательности внедрения лучшей мировой практики в деятельности на рынке ценных бумаг.

In this article there are investigated the questions concerning necessity of creation of the newest institutes of an infrastructure securities market in Ukraine. The accent in article becomes on necessity of overcoming of arising risks, and also sequence of introduction of the best world practice in activity on a securities market.

Ключові слова: *ринок цінних паперів, інфраструктура ринку цінних паперів, центральний контрагент, ризик, транзакційні видатки.*

Поточний рік характеризується поступовим розгортанням економічної нестабільності в Україні. Одним з наслідків є підвищення рівня ризиків діяльності на ринку цінних паперів України. Тим більше, ці фактори пов'язані з загальною нестабільністю на світових фінансових ринках.

Одним з основних чинників фінансової небезпеки — підвищеного рівня ризикованості фінансового сектору сучасної української економіки є **проблеми функціонування ринків цінних паперів**, враховуючи і проблеми нерозвиненості інфраструктури цих ринків. Сучасний стан її розвитку не здатен забезпечити ефективне обслуговування ринку цінних паперів.

Останні десятиріччя на світових фінансових ринках намітилася тенденція до консолідації основних інституцій інфраструктури ринків цінних паперів. Консолідація може відбуватися шляхом вертикальної або горизонтальної інтеграції основних інституцій інфраструктури [1, с. 7].

Світова практика обслуговування цінних паперів свідчить про наявність єдиної централізованої депозитарної системи, що забезпечує зниження системних ризиків та цілісність системи державного нагляду та контролю на ринку цінних паперів. Ключо-

вим інститутом депозитарної системи є центральний депозитарій країни. За рекомендаціями G-30 центральні депозитарії цінних паперів (CSD) необхідно було створити ще у 1992 році в усіх країнах.

Унаслідок консолідації інфраструктура ринку цінних паперів ринку, відповідно до європейської практики, набуває таких складових:

- 1) центральний депозитарій цінних паперів (CSD);
- 2) центральна клірингова установа (Central Clearing House);
- 3) центральний контрагент ринку (CCP);
- 4) центральний реєстратор іменних цінних паперів або CSD, що виконує цю функцію;
- 5) центральне (національне) агентство з нумерації цінних паперів та фінансових інструментів або CSD, що виконує цю функцію [2].

Зважаючи на ризик, який притаманний ринку цінних паперів і є невідривно пов'язаним з діяльністю на цьому ринку, слід зазначити, що він відображає можливість втрати або виграшу вартості та має випадкову природу свого виникнення [3, с. 417—418]. Основні елементи інфраструктури ринку цінних паперів мають своєю діяльністю сприяти підвищенню ефективності проведення операцій, зниженню трансакційних видатків та зниженню ризиків [4, с. 344]. Зазначена вище структура (а точніше інфраструктура), відповідно до кращої світової практики, має сприяти оптимізації цих характеристик.

З огляду на подальшу розбудову інфраструктури ринку цінних паперів в Україні необхідним є додаткове дослідження функціонального визначення центрального контрагенту (CCP).

Сучасне регуляторне середовище змінюється відповідно до систем розрахунків за цінними паперами. Абсолютно різні групи та компанії сприяють даним змінам, наприклад, CESR/ESCB, Giovannini, CPSS/IOSCO, ISD, G30 та Європейська комісія по клірингу та розрахункам (European Commission's Communication on Clearing and Settlement).

Відповідно до рекомендацій IOSCO, центральний контрагент (CCP) позиціонує себе між контрагентами по відношенню до їх фінансових контрактів, стаючи покупцем кожному продавцю і продавцем кожному покупцю [5].

Базуючись на функціональних визначеннях, чіткий розподіл різного роду функцій у ланцюгу ринку цінних паперів дає можливість створити повну картину взаємодії для всіх учасників рин-

ку цінних паперів, важливу також для регуляторів та наглядових органів.

Основні функції клірингу, розрахунків та контролю (зберігання)

Зазначений ланцюг може бути структурований наступним чином:

Кліринг

Після виконання наказів (ордерів) на покупку та продаж цінних паперів, усі операції обробляються для передачі прав власності та на виконання всіх зобов'язань. Залежно від організації, яка надає дану послугу, можуть надаватися ще кілька додаткових послуг, таких як взаємна компенсація вимог та зобов'язань для забезпечення успішного проведення деяких процесів та руху грошової готівки, а також оцінка та регулювання всіх надійних джерел ризику для зменшення ймовірності провалу покриття зобов'язань.

Розрахунки

Якщо право власності передано в день здійснення платежу, вважають, що зобов'язання оплачені. Даний процес включає в себе приведення у відповідність інструкцій продажу та купівлі, а потім поновлення прав власності поряд з переведенням грошових коштів.

Контроль

Замість того, щоб зберігати документарні цінні папери у приміщеннях власника, фінансова індустрія організована таким чином, щоб мати можливість розмістити фінансові продукти у центральних інституціях. Ці, так звані, попечителі можуть бути класифіковані за функціональним визначенням, наприклад, як **центральні депозитарії**.

Учасниками клірингу, розрахунків та контролю є:

• щодо клірингу

— Центральний контрагент Розрахунково-клірингової палати;

— Центральний депозитарій;

— Банки (для здійснення внутрішніх операцій);

— Члени розрахунково-клірингової палати (банки, брокери);

• щодо розрахунків

— Центральний депозитарій ;

— Центральні контрагенти;

— Банки (для здійснення внутрішніх операцій);

— Банки та брокери;

- **щодо контролю**

- Центральний депозитарій;
- Міжнародний депозитарій;
- Банки.

Кліринг має місце на розриві фінансового ланцюгу між наданням після торгових послуг та тих послуг, які надаються на попередньому етапі.

Послуги, що надаються **Центральним депозитарієм**, звичайно є післяторговими послугами та включають законну передачу прав власності та здійснення контролю.

Послуги, які надаються **Центральним контрагентом**, відносяться чітко до індивідуальної торгівлі. Ось чому послуги, що надаються Центральним контрагентом, що зосереджені на торгівлі та управлінні допусками ризику, повинні бути відділені від традиційних післяторгових послуг.

Був здійснений чіткий розподіл між клірингом як послугою, що надається Центральним контрагентом, та клірингом як послугою, що надається Центральним Депозитарієм.

Кліринг центрального контрагента

Кліринг має відношення до управління (управління при допущенні ризику, моніторинг за здійсненням операцій, нетінг) операціями після здійснення звірки продажу та купівлі до законного виконання зобов'язань. Кліринг існує в двох формах, або як центральний контрагент, у даному випадку центральний контрагент виступає як учасник угоди зі сторони продавця або покупця, або як носій функцій, у даному випадку продавець та покупець стають протилежними сторонами фінансової угоди.

Тобто, як і було визначено раніше, ССР виступає посередником між покупцем та продавцем, а також у ролі контрагента зі сторони обох партнерів та гарантує виконання всіх операцій. ССР надає учасникам ринку нові можливості для прийняття подальших рішень незалежно один від одного та зменшує ризик зустрічної сторони по відношенню до одного контрактного партнера. Дана модель надає до- та постторговельну анонімність поряд з багатосторонньою взаємною компенсацією вимог та зобов'язань (рис. 1), тобто позиційної взаємної компенсації [6].

Відповідно до консультацій спільної робочої групи Європейської системи центральних банків і комітету Європейських регуляторів Цінних паперів в області клірингу та розрахунків найбільш значимими факторами ризику вважається операційний

ризик і, особливо, з погляду центрального контрагента, ризик зустрічної сторони.

Практика діяльності центральних контрагентів було впроваджено спеціально для значного зниження ризику зустрічної сторони. Багато центральних контрагентів (ССР) ведуть систему розрахунку ризику маржі й мають потоки маржі та процедури невиконання зобов'язань. Хоча дана процедура є досить звичайною для галузі ССР (галузі центрального контрагента), вона пропонується як основна вимога для управління ризиком зустрічної сторони.

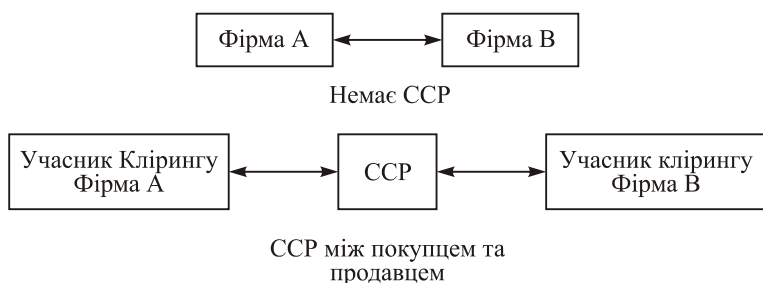


Рис. 1. ССР як покупець для кожного продавця та продавець для кожного покупця

Роль ланцюга між всіма сторонами учасниками з точки зору зниження ризиків є досить важливою. При здійсненні угоди на основі поставки проти платежу, ризик передачі цінних паперів та здійснення платежу стає взаємозалежним. З огляду на центральні позиції ССР (центрального контрагента) і центрального депозитарію у фінансовій індустрії, ССР і Центральний депозитарій покликані мінімізувати ризик.

Оскільки розглядаються операційні ризики, то основними факторами можна вважати наступні: структура інформаційних технологій (наявність устаткування, програмного забезпечення, мережі), людські ризики (нестача фахівців, втрата знань через плінність кадрів), бізнес-процеси (можливість провалу через низький рівень автоматизації, втрата через неефективні процеси), проектні ризики (ризик досягнення мети невчасно/ виходячи за рамки бюджету), і правові питання (відповідність регуляторним правилам та законам).

В Україні ринок цінних паперів недостатньо виконує основні свої функції. Те, що в Україні до цього часу не створено достатньо централізованого і прозорого ринку цінних паперів, є найсуттєвішим фактором концентрації ризиків в усіх його підсегментах. В Україні **не консолідована біржова система і відсутня сучасна інфраструктура ринків цінних паперів та похідних фінансових інструментів**. У визначенні подальших шляхів розвитку інфраструктури ринку цінних паперів необхідно враховувати найкращі технології, що відповідають сучасним міжнародним стандартам та враховують стратегічний пріоритет щодо інтеграції України в ЄС.

Інфраструктурні ризики ринку фінансових інструментів призвели до того, що рейтинг ризиків інфраструктури досяг позначки BBB, яка є найнижчим показником у Європі. Це свідчить про фактичну відсутність ринків фінансових інструментів, достатньо регульованих і технологічно безпечних. Питання впровадження кращої світової практики (Додаток А), стандартів професійної діяльності на ринку цінних паперів, зокрема, щодо такого інфраструктурного елемента, як центральний контрагент, потребує додаткового дослідження та готовності самих учасників ринку до їх сприйняття.

Література

- 1 Доклад. Учётная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития. — М.: Инфи, 2004. — 96 с.
- 2 <http://www.thomasmurray.com>
- 3 Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок и инструменты. — М.: Экзамен, 2000. — 768 с.
- 4 Природа фирмы: Пер. с англ. — М.: Дело, 2001. — 360 с.
- 5 Recommendations for Central Counterparties. Consultative Report. March 2004 (IOSCO).
- 6 The European post-trade market. <http://www1.deutsche-boerse.com>

Стаття надійшла до редакції 15.05.2008 р.

Країни	Організаційно-правова форма	Власники	Питома вага, %	Наявність ССР	
Данія CSD	Limited company*	Banks and stockbroking companies Bond-issuing companies Danmarks Nationalbank Share issuers Institutional investors	32 28 24 8 8	н/д	
Угорщина KELER	Акціонерне товариство	Національний банк Угорщини Budapest Commodity Exchange (BCE) Budapest Stock Exchange (BSE)	53,33 20,00 26,67	Сам KELER (тільки для валютної біржі та біржі деривативів)	
Словаччина CSD	Акціонерне товариство	Міністерство фінансів Словаччини	100	н/д	
Болгарія CDAD	Акціонерне товариство	Національний банк Болгарії Міністерство фінансів Комерційні банки — активні учасники ринку цінних паперів	Мажоритарні акціонери	н/д	
Італія Monte Titoli CSD	Акціонерне товариство	Borsa Italiana Group	98,77	СсаG (для ринку деривативів)	
Іспанія	Акціонерне товариство**	Банк Іспанії SCLV		+	
Португалія INTERBOLSA	Акціонерне товариство	Euronext Lisbon	100	+	

Продовження додатку А

Країни	Організаційно-правова форма	Власники	Питома вага, %	Наявність ССР	
Австрія OeKB	Акціонерне товариство	CABET-Holding Aktiengesellschaft, Vienna (Bank Austria Creditanstalt Group)	24.750	CCP Austria Abwicklungsstelle für Borsengeschäfte GmbH (CCP.A)	
		Bank Austria Creditanstalt AG, Vienna	16.140		
		Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Vienna	12.890		
		Schoellerbank Aktiengesellschaft, Vienna	8.260		
		A & B Beteiligungsverwaltung drei GmbH, Vienna	8.250		
		Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft, Vienna	8.120		
		Bank für Arbeit und Wirtschaft Aktiengesellschaft, Vienna	5.090		
		Raiffeisen OeKB Beteiligungsgesellschaft mbH, Vienna	5.000		
		Oberbank AG, Linz	3.890		
		Bank für Kärnten und Steiermark Aktiengesellschaft, Klagenfurt	3.055		
		Bank für Tirol und Vorarlberg Aktiengesellschaft, Innsbruck	3.055		
		Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft, Vienna	1.500		

Закінчення додатку А

Країни	Організаційно-правова форма	Власники	Питома вага, %	Наявність ССР	
Чехія	Акціонерне товариство	Празька біржа	100	—	Заплатована консолідація
Хорватія CDA	Акціонерне товариство	Всього 53 акціонера, в тому числі: державна частка Національна платіжна агенція — National Payment Agency (FINA) 51 учасник ринку	62,20 15 22,80	—	Відбувається консолідація
Польща KDPW S.A.	Відкрите акціонерне товариство***	Національний банк Польщі Варшавська біржа Фонд держмайна	1/3 1/3 1/3	—	Відбуваються зміни

* раніше існувало у формі акціонерного товариства

** при згоді двох акціонерів була укладена угода «Ринковий протокол» щодо обумовлення створення нової холдингової компанії шляхом об'єднання вкладів компаній-акціонерів

*** передбачається приватизація