



<https://doi.org/10.15407/eip2021.01.088>

УДК 336.761

JEL G21, G28, G32, K22

Станіслав Шишков<sup>1</sup>

## ПЕРСПЕКТИВИ ТА ОБМЕЖЕННЯ МОДЕРНІЗАЦІЇ РОЗРАХУНКІВ В ОПЕРАЦІЯХ ІЗ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ В УКРАЇНІ

У статті обґрунтовано критично недостатній ступінь відповідності інфраструктури фондового ринку України міжнародним рекомендаціям, насамперед у сегменті розрахунків за цінними паперами. Констатовано, що, попри створення інфраструктури ринку в Україні та можливості уникнення проблем еволюційних помилок, учасники ринку стикаються із численними складнощами: правовими ризиками у законодавчому оформленні та діяльності ключових суб'єктів інфраструктури, обмеженістю конкуренції, надмірними трансакційними витратами, триваючою дефрагментацією системи депозитарного обліку, незручністю та обмеженістю існуючих систем управління ризиками.

У ході дослідження еволюції моделей грошових розрахунків за цінними паперами в Україні виявлено, що кардинальне реформування інфраструктури у 2013 р. призвело до суперечливих наслідків, зокрема, до зловживання розрахунковим банком та центральним контрагентом своїм монопольним становищем, активної участі цього монополіста у гучних ринкових схемах, тривалого застою у сфері технологій клірингу і розрахунків, гальмування розвитку ринку деривативів. Виявлено, що, незважаючи на тривале обговорення, оновлене законодавство у сфері організованих ринків капіталу, що покликане імплементувати низку законодавчих норм ЄС та має набути чинності у 2021 р., не вирішує проблемні питання існуючої інфраструктури, зокрема, через досить сумнівну перспективну форму реалізації розрахунків за цінними паперами та консервацію ще на кілька років монополії у сфері розрахункових та клірингових послуг. Обґрунтовано, що в Україні є конструктивний практичний досвід і напрацювання, які можуть дозволити реалізувати кращі міжнародні стандарти щодо побудови системи грошових розрахунків в "коштах центрального банку", органічно інтегрованої до

<sup>1</sup> Шишков, Станіслав Євгенійович – канд. екон. наук, директор ПрАТ "Фондова біржа "Перспектива"" (вул. Воскресенська, 30, Дніпро, 49000, Україна), ORCID : 0000-0003-4440-9572, e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

*платіжної системи України та здатної до адаптації з європейськими системами розрахунків.*

**Ключові слова:** *інфраструктура фінансових ринків, фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, депозитарій цінних паперів, центральний контрагент, кліринг, система розрахунків у цінних паперах, платіжна система, поставка проти оплати*

Якість, швидкість та надійність розрахунків дозволяють суттєво підвищити ефективність економічних інститутів. Роль центральних депозитаріїв, розрахункових та платіжних систем, клірингових установ (центрального контрагентів) на розвинених фондових ринках надзвичайно важлива і важко уявити всі ризики, які необхідно мінімізувати, аби розгалужена міжнародна система посттрейдингу функціонувала належним чином, тобто забезпечувала розрахунки за мільярдними обсягами трансакцій щодо десятків тисяч інструментів, у різних валютах, між мільйонами контрагентів різних юрисдикцій, на сотнях торговельних майданчиків, через "лінки" у локальних та міжнародних інфраструктурних установах.

Зазвичай функції установ, що надають депозитарні, розрахункові та клірингові послуги, користуються значно меншою увагою з боку інвесторів, аніж роль інвестиційних фірм, бірж та інституціональних інвесторів. Це пояснюється значною специфічністю послуг, обмеженістю кола клієнтури (винятково професійні учасники фінансових ринків, натомість пересічні інвестори з ними безпосередньо не взаємодіють), корпоративною та технологічною пов'язаністю більшості таких установ з біржами (отже, вони можуть сприйматися просто як допоміжна частина біржової діяльності). Нерідко ці суб'єкти інфраструктури фінансових ринків порівнюються з водно-каналізаційною системою у мегаполісі, значущість якої стає зрозумілою лише під час аварій, а в нормальному режимі її діяльність навіть не помічається [1].

Однією з найбільш значущих складових інфраструктури є системи розрахунків за цінними паперами<sup>2</sup>. Різноманітність фінансових інструментів, їх природи та систем обліку, вимог до забезпечення їх високої ліквідності обумовлюють для систем розрахунків принципове завдання – забезпечити цілісність фінансового ринку. У контексті глобалізаційних процесів будь-яка національна система розрахунків є фактором конкурентоспроможності як локального фінансового ринку, так і його інструментарію.

Питання ризиків діяльності та ефективності систем клірингу та розрахунків щодо цінних паперів та деривативів досить ґрунтовно вивчалися зарубіжними дослідниками, зокрема такими, як Г. Александер, Б. Бойд, Е. Дж. Долан, С. Кан,

<sup>2</sup> Слід зазначити, що міжнародні рекомендації щодо інфраструктур фінансових ринків, одним з видів яких є система розрахунків за цінними паперами, поширюється також і на інші фінансові інструменти.

С. Карбо-Валверде, С. Келвін, Дж. Кокс, Г. Ліберман, К. Люфт, П. Норман, Дж. Халл, Д. Хамфрі, Х. Шмідель, П. Штольте, С. Майоров, Я Міркін та ін. Зазначені питання в контексті проблематики розвитку фондового ринку України та його інфраструктури знайшли фрагментарне відображення також у працях вітчизняних науковців та експертів, зокрема, Г. Терещенко, А. Дробязка, О. Мозгового та ін. [1–13] Проте залишаються недостатньо розробленими питання якості побудови та ефективності розрахункової та клірингової інфраструктури в умовах незрілих фондових ринків та обмеженості фінансового інструментарію.

З огляду на зазначене, мета статті полягає у виявленні причин українського повільного впровадження розрахункових моделей, з'ясуванні обмежень та перспектив модернізації інституту розрахунків для біржового ринку України.

### **Модернізація інфраструктури фінансових ринків: сучасні світові підходи та тенденції**

Консолідація та перетворення локальних фондових ринків на міжнародні, активізація транскордонних розрахунків, конкуренція на глобальному рівні та інші сучасні тенденції природно підвищують увагу до системно значущих суб'єктів інфраструктури фінансових ринків (див. *табл. 1*).

*Таблиця 1*

#### **Типи інфраструктур фінансових ринків у міжнародних рекомендаціях**

<b>Тип ІФР</b>	<b>Зміст поняття</b>	<b>Формалізація в Україні</b>
Платіжна система (Payment system, PS)	Набір інструментів, процедур та правил переказу коштів між учасниками; включає учасників та організацію-оператора. Як правило, в основі PS лежить угода між учасниками та оператором, а переказ коштів здійснюється з використанням узгодженої операційної інфраструктури. Зазвичай PS ділять на системи великих платежів та роздрібні. На відміну від роздрібних систем операторами систем великих платежів зазвичай є центральні банки, які використовують валові розрахунки в режимі реального часу (RTGS) або еквівалентні механізми.	Єдина в Україні система великих платежів (та єдина системно важлива платіжна система) – Система електронних платежів (СЕП), запроваджена НБУ в 1993 р. і забезпечує розрахунки банків та їх клієнтів в межах України. Відповідно до законодавства про платіжні системи та переказ коштів в Україні також функціонують внутрішньодержавні та міжнародні платіжні системи, створені банками/небанківськими установами, резидентами/нерезидентами. В Україні фактично відсутня спеціалізована PS для грошової складової розрахунків за цінними паперами. Грошові розрахунки сконцентровані у розрахунковому банку (ПАТ "Розрахунковий центр", РЦ): для попереднього депонування коштів використовуються звичайні банківські рахунки; блокування, розблокування та переказ коштів за угодами формалізовано на рівні клірингових (субклірингових) рахунків брокерів та їх клієнтів. <sup>3</sup>

<sup>3</sup> НБУ не згадує РЦ у переліку важливих платіжних систем в Україні. Розподіл платіжних систем за категоріями важливості здійснюється НБУ згідно з міжнародною практикою для приведення



Продовження таблиці 1

Центральний депозитарій (Central securities depository, CSD)	Відкриває рахунки в цінних паперах (емітентам, депозитарним установам, іншим депозитаріям тощо), надає централізовані послуги із безпечного зберігання та обслуговування активів, а також інші види послуг, які суттєво відрізняються у різних юрисдикціях.	В Україні функції CSD виконує Національний депозитарій України (НДУ), який обслуговує емісійні недержавні цінні папери. Функції депозитарію державних цінних паперів (облігацій внутрішніх та зовнішніх державних позик, державних деривативів тощо) та облігацій місцевих позик виконує центральний банк (Національний банк України, НБУ).
Система розрахунків за цінними паперами (Securities settlement system, SSS)	Дозволяє передавати цінні папери і проводити розрахунки за ними в бездокументарній формі відповідно до заздалегідь встановлених правил. Такі системи надають можливість передачі прав на цінні папери безкоштовно (наприклад, у випадку застави) або за плату. Якщо передача права здійснюється за плату, більшість систем забезпечує поставку проти оплати (Delivery Versus Payment, DvP), коли поставка цінних паперів відбувається винятково за умови здійснення платежу <sup>4</sup> . SSS може виконувати додаткові функції взаємозаліку як елемента клірингу, розрахунків, у т.ч. підтвердження угод та надання розрахункових доручень. Первісно визначення SSS у межах рекомендацій включало також інститути CSD та CCP, згодом ці ІФР почали розглядатися окремо з огляду на відмінність функцій, ризиків та обґрунтовану тенденцію до їх корпоративного розподілу.	В Україні фондові біржі структурують інформацію про укладені договори з урахуванням проведеного взаємозаліку (як невід'ємного елемента біржових технологій), передають цю інформацію до РЦ, який перевіряє її, проводить розрахунки в коштах та передає до CSD, який проводить розрахунки в цінних паперах та передає інформацію про такі розрахунки до депозитарних установ для відображення в обліку. НБУ як депозитарій державних цінних паперів природно відіграє значно вищу роль у SSS щодо державних цінних паперів: до 2013 р. НБУ самостійно забезпечував розрахунки щодо цінних паперів та грошові розрахунки, наразі грошові розрахунки при вторинному обігу державних цінних паперів за принципом DvP проводяться в РЦ, натомість НБУ продовжує обслуговувати грошові розрахунки (та, в окремих випадках, грошовий кліринг) при розміщенні, операціях за участі НБУ та інших видах позабіржових угод без дотримання принципу DvP.
Центральний контрагент (Central counterparty, CCP)	Є посередником між контрагентами за контрактами, що торгуються на одному або декількох фінансових ринках, стає покупцем для кожного продавця і продавцем для кожного покупця і забезпечує тим самим виконання угод. CCP мають можливість істотно зменшувати ризики учасників за рахунок багатосторонніх взаємозаліків за угодами і	В Україні єдиною кліринговою установою та CCP є РЦ, який виконує лише функцію технічного посередника між контрагентами, але не приймає на себе жодних ризиків та не забезпечує сучасних ефективних засобів їх розподілу, створення резервів, диверсифікації видів забезпечення тощо.

діяльності значущих платіжних систем у відповідність до міжнародних рекомендацій. Порядок здійснення нагляду (оверсайту) платіжних систем та систем розрахунків в Україні врегульовано постановою Правління НБУ від 28.11.2014 № 755. У Постанові критерієм віднесення платіжної системи до системно важливої є здійснення переказів коштів за правочинами з державними цінними паперами на відкритому ринку. Йдеться про СЕП, в межах якої під контролем депозитарію НБУ проводяться грошовий кліринг та розрахунки при розміщенні та погашенні держоблігацій. Проте до розрахунків у межах РЦ СЕП відноситься лише опосередковано, надто узагальнено.

<sup>4</sup> Проте існують й інші види розрахунків: оплата після поставки (Receive Versus Payment, RvP), поставка проти поставки (Delivery Versus Delivery, DvD), поставка без оплати (Free-of-Payment Delivery, FPD).

## Закінчення таблиці 1

	Застосування більш ефективних засобів контролю ризику для всіх учасників. Як правило, ССР вимагають, аби учасники надавали заставне забезпечення (початковий гарантійний депозит та інші фінансові ресурси) для покриття поточних та потенційних ризиків. ССР можуть розділяти деякі ризики (наприклад, за допомогою резервів під невиконання зобов'язань).	
Торговий репозиторій (Trade repository, TR)	Веде централізований електронний облік (базу даних) даних про трансакції, зазвичай про позабіржові деривативи. Ці функції, додатково до основних, може виконувати платіжна система, CSD або ССР.	В Україні нещодавно законодавчо оформлено можливість створення TR починаючи з липня 2021 р., проте відомості щодо суб'єктності та вимог до цієї діяльності ще відсутні, оскільки мають бути встановлені нормативно-правовими актами НКЦПФР.

Джерело: складено автором відповідно до [15–17].

Починаючи з 1989 р. численні міжнародні організації (групи 10 та 30, комітети Банку міжнародних розрахунків та IOSCO, асоціації, що об'єднують центральні депозитарії, центральних контрагентів тощо) регулярно випускають консультативні доповіді та рекомендації щодо побудови та функціонування інфраструктури фінансових ринків, моделей розрахунків, у т.ч. транскордонних, форм проведення клірингу, умов обслуговування специфічних операцій (наприклад, РЕПО, позик у цінних паперах) та ринків (як біржових, так і позабіржових), гарантування розрахунків та управління ризиками тощо [13]. Ці рекомендації є дуже важливими саме для ЄС, де інфраструктура створювалася на локальних ринках, у різні часи, у відмінних формах, базувалася на різних правових підходах та за різними технологічними стандартами, тож вимагає значних зусиль для консолідації, усунення правових бар'єрів, подолання обмежень та стимулювання конкуренції між суб'єктами інфраструктури, створення транс'європейської системи розрахунків за цінними паперами в режимі реального часу<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Процеси модернізації інфраструктури фінансових ринків ЄС на тлі їх стрімкого розвитку та зростаючої глобальної конкуренції є складними та суперечливими. З одного боку, важливо регуляторно стимулювати консолідацію суб'єктів інфраструктури, аби скоротити їх кількість та спростити доступ до їх послуг з боку інвесторів та фінансових посередників; зменшити сукупні витрати ринку на підтримання недостатньо ефективних інститутів, усунути дефрагментацію інфраструктури та скоротити трансакційні витрати. З іншого боку, надмірна консолідація призводить до обмеження конкуренції та проявів монополізації ринків депозитарних, клірингових та розрахункових послуг, необґрунтованого підвищення їх вартості та, відповідно, збільшення трансакційних витрат та скорочення ліквідності. Разом із тим тенденції консолідації інфраструктури або, навпаки, стимулювання конкуренції та появи надмірної кількості інфраструктурних інститутів мають суперечливий вплив на численні та специфічні ризики функціонування ринкових інститутів, оскільки мінімізація одних ризиків може призвести до паралельного нагромадження інших. Отже, як і на будь-яких інших ринках, варто збалансувати вигоди консолідації із забезпеченням ефективної конкуренції. Саме цим пояснюється значна кількість послідовних та

Іноді вважається, що державам із нещодавно створеними чи відновленими ринками простіше сформувати їх інфраструктуру з "чистого аркуша", не реалізуючи чужих помилок, не повторюючи проміжних ітерацій, а одразу зробити все за кращими взірцями. Але все не так просто. По-перше, кращих взірців багато і вони можуть відрізнитися між собою суттєвіше, ніж здається, тобто виникає проблема оптимального вибору<sup>6</sup>. По-друге, кращі практики побудови інфраструктури (в т.ч. щодо обслуговування досить специфічних операцій) орієнтовані на зрілі, сміливі, ліквідні ринки, які є природним наслідком суспільно-економічного базису та високої інвестиційної привабливості. Для учасників дрібних та малоліквідних локальних ринків витрати на створення дійсно якісної інфраструктури можуть суттєво випереджати та перевищувати потенційні вигоди, зокрема якщо витрати здатні окупитися лише у довгостроковій перспективі за умови динамічного розвитку ринку (а можуть і не окупитися, якщо такі перспективи не реалізуються). Це не означає, що потрібно консервувати стан інфраструктури, адже її ефективність є значущим, хоча й не єдиним стимулом для розвитку фондового ринку, її

---

регулярних міжнародних рекомендацій, широке коло залучених організацій, регулярний аналіз та агрегування існуючої проблематики, виявлення кращих практик та їх періодичний перегляд, адже кращими ці практики можуть бути лише на поточний час та для конкретних умов, а не назавжди.

<sup>6</sup> В історії розвитку української інфраструктури прикладів невдалого вибору та подальшої переорієнтації на інші взірці насправді було чимало. Спочатку варто згадати створення в Україні інституту реєстраторів прав власності на цінні папери для обслуговування первісно безальтернативної документарної форми їх існування (за досить застарілими взірцями), а згодом – знищення інституту реєстраторів та його заміну повноцінною дворівневою депозитарною системою, знерухомилення документарних випусків та наступний перехід до винятково бездокументарної форми існування емісійних цінних паперів. При цьому викликає сумнів доцільність реалізації проміжного етапу обігу документарних цінних паперів та створення розгалуженої інфраструктури для їх обліку, адже в 1990-х роках, коли започатковувався фондовий ринок України, були очевидними світові тенденції відмови від документарних цінних паперів. Цей невдалий технологічний вибір одразу заклав проблеми для приватизації, загальмував розвиток біржового ринку, інфраструктури, залучення інвестицій.

Надалі, у 2010–2013 рр., через отримання російськими біржами контролю над двома із трьох провідних українських торговельних майданчиків, національний ринок та його інфраструктура загалом рухалися в руслі російського бачення щодо консолідації інфраструктури ринку у складі єдиного біржового холдингу, якому регуляторно буде забезпечене монопольне становище для максимізації доходів. Реалізації такого вибору завадили події після Революції гідності. Тож Московська біржа вийшла зі складу українських біржових активів, які при цьому втратили можливість експлуатації торговельних платформ російської розробки, а також ускладнилася ситуація з ІТ-інтеграцією брокерських систем (також переважно російських) та використанням інших програмних продуктів.

Наразі, після чергового невдалого вибору, основним взірцем є правова основа та практики ЄС, хоча якість їх імплементації в Україні викликає сумніви. Зокрема, на відміну від європейського бачення щодо стимулювання конкуренції, кілька років поспіль обговорюються теми щодо корпоративної консолідації української інфраструктури на базі, з одного боку, Центрального депозитарію та розрахункової установи (контрольованих державою) та, з іншого боку, однієї чи кількох локальних бірж (з приватними власниками) або іноземного стратегічного інвестора. На жаль, поки що єдиним інвестором, який претендує на контроль над українською інфраструктурою та вже набув суттєву частку в капіталі біржі ПФТС, є Бохайська біржа (Китай), що піднімає питання про адекватність чергового ймовірного вибору (принаймні технологічного).

модернізація має бути послідовною та відповідною стану та динаміці обслуговуваного ринку, а в окремих випадках варто об'єктивно вирішувати питання доцільності існування локальної інфраструктури. В будь-якому випадку для незрілих ринків завдання зваженого аналізу міжнародних рекомендацій, кращого досвіду, вчасного та адекватного (а не суто формального) їх урахування є не менш важливим, аніж для розвинених ринків.

На фондовому ринку України інфраструктура почала створюватися лише нещодавно, тож начебто має бути позбавлена проблем еволюційних спроб і помилок<sup>7</sup>. Однак на практиці учасники ринку стикаються із суттєвими правовими ризиками у законодавчому оформленні та діяльності ключових суб'єктів інфраструктури, обмеженістю конкуренції та надмірними витратами у найбільш значущих сегментах ринку, елементами дефрагментації в депозитарній системі, незручністю та обмеженістю існуючих систем управління ризиками, що не сприяють підвищенню ліквідності та розвитку ринків. Це дисонує із поточними намаганнями імплементації в українське законодавство вимог MiFID II, інших законодавчих норм ЄС та взагалі "найкращих практик". Про відсутність уваги до міжнародних рекомендацій у сфері інфраструктури фінансових ринків свідчить повна відсутність їх офіційних перекладів державною мовою (що є обов'язковою передумовою їх якісного законодавчого та нормативного відтворення в Україні), а також те, що навіть посилання на них у Концепції реформи інфраструктури ринків капіталу в Україні, затвердженій НКЦПФР, немає [14].

З огляду на велике коло складнощів, пов'язаних із сучасним станом та неочевидними перспективами інфраструктури та фондового ринку України загалом, нижче сконцентровано увагу насамперед на проблематиці розрахунків за цінними паперами, що разом із дефрагментацією та непевною правовою основою не надає ринку значущих стимулів для реформування, модернізації або хоча б екстенсивного розвитку.

### **Інфраструктура фінансових ринків: відповідність вітчизняної практики значущим міжнародним рекомендаціям**

Для адекватної оцінки стану інфраструктури ринку в Україні варто визначитися з термінологією, що навіть у міжнародних рекомендаціях є доволі мінливою та може відрізнятися з огляду на контекст окремих консультативних документів. Згідно із найбільш базовими принципами, зафіксованими у міжнародних рекомендаціях [15], інфраструктура фінансового ринку (ІФР) визначається як багатостороння система, створена організаціями-учасниками, включаючи оператора системи, та використовується для клірингу, розрахунків або обліку платежів, цінних

<sup>7</sup> Прикладом імплементації дійсно найкращих практик в Україні є побудова сучасної банківської моделі, яка хоч і не було достатньо фінансово стійкою, але від самого початку відрізнялася високим рівнем ІТ-складової, зрозумілою та ефективною дворівневою структурою.



паперів, деривативів або інших фінансових операцій<sup>8</sup>. ІФР можуть істотно відрізнятися за організацією, функціями, структурою, організаційно-правовою формою, ступенем державного контролю (корпоративного та/або технологічного), формою ліцензування та регулювання (в т.ч. у рамках різних юрисдикцій) тощо.

У контексті міжнародних рекомендацій до ІФР відносять насамперед<sup>9</sup> системно значущі платіжні системи, центральні депозитарії, системи розрахунків за цінними паперами, центральні контрагенти, торговельні репозиторії. Варто звернути увагу на, з одного боку, відокремленість вимог до різних типів ІФР, у т.ч. платіжних систем та систем розрахунків за цінними паперами, а з іншого боку, на їх безумовну пов'язаність.

Порівняння окремих рекомендацій та принципів побудови надійної та ефективної ІФР з фактичним станом грошових розрахунків за цінними паперами в Україні, конкретизованим нижче (табл. 2), не дає підстави констатувати хоча б наближення української інфраструктури до рівня, відповідного рекомендаціям міжнародних експертів.

Таблиця 2

**Оцінка відповідності інфраструктури фінансового ринку в Україні значущим міжнародним рекомендаціям**

Принципи /рекомендації	Стан в Україні
Переконлива, чітко сформульована, прозора правова основа у відповідних правових сферах [15, п. 1; 16, п. I; 17, р.1]	Відсутність належного законодавчого оформлення грошових розрахунків та клірингу до 2013 р. Через фрагментарну врегульованість на рівні законодавства у 2013 р. конкретизація процедур клірингу та розрахунків наявна переважно на рівні власних вимог РЦ, який монополює надає послуги грошових розрахунків та (умовно) центрального контрагента. З 2021 р., за наслідком оновлення законодавства, очікується врегулювання більшості процедур на рівні нормативно-правових актів НКЦПФР (навіть чи з урахуванням зручності для споживачів розрахункових та клірингових послуг).
Заохочення та усунення перешкод для кредитування в цінних паперах та їх запозичення як способу прискорення розрахунків [14 р. 5; 16, р. 5].	Послуга кредитування в цінних паперах є екзотичною для України з огляду на незадовільний стан ліквідності ринку та правового оформлення подібних операцій в депозитарній системі <sup>10</sup> . У будь-якому випадку нормативно-правові акти НКЦПФР, локальні документи депозитаріїв та РЦ не передбачають порядку проведення та оформлення позик у цінних паперах.

<sup>8</sup> ІФР встановлює єдиний набір правил і процедур для всіх учасників, технічної інфраструктури та спеціалізованої системи управління ризиком. За рахунок централізації конкретних видів діяльності ІФР дозволяє учасникам більш ефективно і результативно керувати ризиками або виключати певні ризики. Крім того, ІФР може сприяти підвищенню рівня прозорості певних ринків. Деякі ІФР мають першорядне значення для надання сприяння у проведенні центральними банками грошово-кредитної політики і підтримці фінансової стабільності.

<sup>9</sup> Біржі чи інші ринкові інститути (в т.ч. різні види багатосторонніх торговельних систем) формально не перебувають у фокусі рекомендацій, хоча можуть мати або експлуатувати організації, які централізовано здійснюють процеси клірингу та розрахунків. Отже суб'єкти торговельної інфраструктури також можуть приймати рішення про застосування всіх або деяких принципів функціонування ІФР.

<sup>10</sup> Спроби поширення брокерами маржинального кредитування припинилися одночасно із кардинальним скороченням ліквідності та фактичним зникненням скільки-небудь значущого сегмента інтернет-трейдингу.



## Продовження таблиці 2

Система розрахунків має ліквідувати основний ризик <sup>11</sup> , пов'язуючи поставку цінних паперів з переказами коштів таким способом, який досягається за допомогою DvP [17, р. 7]	Певна частка розрахунків в Україні насамперед за позабіржовими угодами, проходить на умовах, відмінних від DvP <sup>12</sup> . Значні витрати щодо доступу до послуг РЦ, який монопольно проводить грошові розрахунки на умовах DvP, а також відсутність адекватних моделей зниження ризиків, які б стимулювали ліквідність (адже розрахунки за біржовими угодами відбуваються винятково на умовах попереднього депонування 100% активів угод), призводять до укладення угод поза біржами та відповідного збільшення основного ризику.
Чітка та прозора система управління, що забезпечує безпеку та ефективність [15, п. 2; 16, п. X; 17, р. 13]	Попри функціонування у формі публічного акціонерного товариства, корпоративний та регуляторний контроль з боку держави, загалом діяльність РЦ варто кваліфікувати як українізовану. У будь-якому випадку поки що всі керівники РЦ були звільнені за наслідком скандалів, оскільки операційна діяльність РЦ була пов'язана із ринковими зловживаннями.
Наявність стійкої системи ризик-менеджменту, стимулювання учасників до управління та зниження ризиками. Достатність ресурсів для покриття кредитних ризиків кожного учасника. Використання забезпечення з низькими ризиками. Покриття кредитних ризиків за допомогою ефективної системи гарантійних депозитів [15, п. 3–6; 16, п. II–III; 17, р. 9]	Система ризик-менеджменту комерційного банку РЦ є суто банківською. Натомість система розрахунків за цінними паперами має власні специфічні ризики, кардинально відмінні від банківських. Отже фактично РЦ "позбувається" згаданих ризиків, "запропонувавши", користуючись своїм монопольним становищем, громіздку та незручну модель розрахунків із 100% попереднім депонуванням цінних паперів та коштів. Більше того, в Україні відсутні законодавчі умови для впровадження системи гарантування розрахунків через створення колективних гарантійних фондів та спеціальних режимів функціонування рахунків у коштах <sup>13</sup> . РЦ не надає брокерам стимулів для зниження ризиків, підвищення швидкості розрахунків та ліквідності (відсутні можливості забезпечення у ЦП, створення індивідуальних та колективних гарантійних фондів, запозичень у ЦП тощо). Єдиним прикладом заохочення брокерів до проведення розрахунків за біржовими угодами був режим т.зв. "групового звіту" (практично без депонування активів, у межах пулів попередньо спланованих удаваних операцій), що призвів до кількох кримінальних проваджень за ознаками легалізації доходів, ухилення від оподаткування та маніпулювання цінами. Розрахунки за деривативами РЦ не обслуговуються.

<sup>11</sup> Ризик втрати основної суми (principal risk) – кредитний ризик, пов'язаний із можливістю повної втрати вартості за угодою. Термін асоціюється з угодами, де існує лаг між остаточним розрахунком за різними частинами угоди.

<sup>12</sup> Зокрема, постановою Правління НБУ № 100 від 18.09.2018 для позабіржових операцій за державними облігаціями, додатково до DvP, передбачено також можливість здійснення розрахунків з використанням принципу "поставка цінних паперів без оплати" та "оплата проти поставки цінних паперів". Альтернативні принципи DvP можуть застосовуватися і для здійснення розрахунків при розміщенні облігацій місцевої позики.

<sup>13</sup> Питання системи гарантування розрахунків на фондовому ринку, на наш погляд, більш доцільно розглядати в контексті системи клірингу (що є темою окремої статті), але спеціальний режим використання грошових рахунків безпосередньо стосується систем розрахунків за цінними паперами та функціонування платіжних систем.



Закінчення таблиці 2

Прозорість правил, процедур, тарифів [15, п.23, 17, р.17]	Недостатня прозорість та непрогнозованість порядку надання доступу та вартості послуг РЦ. Надмірна кількість документів, які регламентують послуги, ускладнений доступ до попередніх тарифів для порівняння з існуючими тощо.
Здійснення грошових розрахунків у коштах центрального банку <sup>14</sup> , а за відсутності такої можливості – зниження ризиків розрахункового банку [15, п. 9; 16, п. VI; 17, р. 10]	Розрахунки за цінними паперами в коштах центрального банку в Україні не проводяться <sup>15</sup> . РЦ має статус банку, тож має контролювати власні кредитні ризики та ризики ліквідності. У 2021 р. очікується позбавлення РЦ статусу банку, отже, постає питання, який банк стане розрахунковим (тобто який банк(и) буде(уть) обслуговувати РЦ – не банк), яка модель розрахунків існуватиме, як передбачається знижувати її ризики, якою буде роль РЦ та чи не спричинить це дисбаланс у банківській системі <sup>16</sup> .
Справедливий та відкритий доступ до послуг учасників та інших суб'єктів інфраструктури, в т.ч. торговельних платформ [15, п. 18; 16, п. IX; 17, р.14]	З огляду на монопольне становище РЦ самостійно встановлює процедури доступу та вартість послуг не тільки для брокерів та їх клієнтів, а й для фондових бірж. Зокрема, нічим, окрім власних побажань керівництва РЦ, при встановленні тарифів та договорів (на умовах яких РЦ як монополіст без будь-яких обмежень може легко наповляти), не передбачена оплата біржами послуг РЦ, виражених у відсотковому процентному вираженні від обсягу розрахованих біржових угод.
Ефективність задоволення потреб учасників та обслуговуваних ринків, мінімізація витрат [15, п. 21, 16, п. VIII, 17, р. 15]	Рекомендації прямо пов'язують ефективність інфраструктури з контролем та мінімізацією витрат, а також з її доцільністю для користувачів (тобто система має враховувати структуру локального ринку, його історію та правила, розвиток технологій). Одним із важливих механізмів підвищення ефективності вбачається конкуренція. Загалом при забезпеченні безпеки та надійності операцій системи розрахунків мають одночасно діяти з найменшими витратами при задоволенні потреб користувачів. Натомість в Україні, за відсутності конкуренції та державного регулювання вартості послуг, РЦ має можливість зловживати монопольним становищем та безконтрольно підвищувати тарифи. Це призвело до кількаразового зростання трансакційних витрат на ринку, зменшення кількості учасників розрахунків (клієнтів РЦ), суттєвого зменшення ліквідності та торговельної активності, негативного впливу на всі сегменти торгів із незначним середнім обсягом угод, недостатнім для покриття витрат на оплату послуг інфраструктури, а також до фактичного відсікання від ринку пересічного інвестора.

*Джерело:* складено автором відповідно до принципів (п.) [15] та [16], рекомендацій (р.) [17], чинних та попередніх редакцій законодавчих і нормативно-правових актів, документів суб'єктів інфраструктури ринку.

<sup>14</sup> Термін "кошти центрального банку" (central bank money) у прикладному розумінні для української банківської системи еквівалентний розрахункам на рівні коррахунків банків у центральному банку (НБУ).

<sup>15</sup> Хоча модель розрахунків, яка ще у 1990-х роках була впроваджена НБУ як депозитарієм державних цінних паперів із використанням т.зв. "амперсантів" (автоматизованих платіжних розпоряджень НБУ на списання/зарахування коштів для банків, що обслуговували учасників угод) та функціонувала до 2013 р., була достатньо близькою до принципів здійснення грошових розрахунків в коштах центрального банку.

<sup>16</sup> Як це було у 2014–2015 рр., коли РЦ проводив ризиковану кредитну політику, фактично конкуруючи з банками із використанням коштів тих самих банків та інших брокерів, зарезервованих для торгів. Усунення у 2015 р. власних ризиків, пов'язаних з операціями РЦ на ринку міжбанківського кредитування, призвело до численних банкрутств банків (див. нижче).

## Еволюція моделей грошових розрахунків за цінними паперами в Україні

Протягом тривалого часу підходи щодо підвищення ефективності функціонування інфраструктури фондового ринку концентрувалися майже виключно в площині суперечок щодо консолідації існуючих в Україні депозитаріїв та створення Центрального депозитарію. Тим більше, що це питання було пов'язане із непростою історією української депозитарної системи, наповненої численними дискусіями та конфліктами.

Першим ключовим суб'єктом ринкової інфраструктури в країні став депозитарій "Міжрегіональний Фондовий Союз" (МФС), який був створений у 1997 р. у межах проєкту USAID<sup>17</sup> та тривалий час функціонував як єдиний в Україні депозитарій недержавних цінних паперів. Наприкінці 1998 р. регулятор фондового ринку (НКЦПФР) та центральний банк (НБУ) уклали договір про заснування Національного депозитарію України (НДУ). Проте, відповідно до Меморандуму між Україною, США та Світовим банком від 1999 р., НДУ виконував лише діяльність з кодифікації випусків цінних паперів, стандартизації тощо, проте до 2010 р. не мав виконувати операційних функцій.

З 2006 р., не очікуючи завершення дії Меморандуму, НДУ розпочав здійснювати операційну діяльність. У 2007–2013 рр. на депозитарному ринку існувала жорстка конкуренція: частина учасників ринку, зважаючи на тривалу історію взаємодії, розглядали МФС (у 2009 р. його операційну діяльність шляхом досить спірних корпоративних перетворень було інституціалізовано вже на базі АТ "Всеукраїнський депозитарій цінних паперів", ВДЦП) як начебто більш ринковий (хоча в структурі акціонерів ВДЦП поступово зростала частка НБУ та державних банків), звичний та, відповідно, заслуговуючий на базову роль у депозитарній системі. При цьому функції депозитарія держоблігацій від самого початку (з 1996 р.) виконував НБУ.

Існування у 2007–2013 рр. трьох депозитаріїв було суттєвою проблемою, адже така надмірна для незначного локального ринку кількість депозитаріїв призводила до дефрагментації депозитарної системи та технологічних складнощів. Біржі та депозитарні установи були змушені реалізовувати суттєво відмінні підходи різних депозитаріїв до технологій інформаційного обміну, їх форматів та стандартів, застосовуваного ІТ тощо.

Непримиренна конкуренція між НДУ та МФС-ВДЦП-РЦ створила хибне враження, що централізація депозитарної системи – це головна (якщо не

<sup>17</sup> Наслідки проєктів USAID взагалі виявилися досить значущими для фондового ринку України. Так, МФС створювався одночасно з проєктом щодо впровадження в Україні у 1996 р. першого електронного майданчика для торгів цінними паперами (ПФТС), який протягом 1997–2009 рр. безумовно домінував на ринку (при цьому статусу біржі майданчик набув лише у 2008 р.) Згодом ПФТС зіткнулася з конкуренцією з боку нових технологічно розвинених бірж (ФБ "Перспектива" та "Українська біржа"), але і наразі втримує суттєву частку ринку та лідирує за кількістю цінних паперів, допущених до торгів.

єдина!) проблема інфраструктури ринку, проте насправді проблем вистачало і зміни законодавства більшість із них не вирішили.

Зокрема, не менш значущою проблемою була відсутність уніфікації моделей розрахунків. Насамперед це стосувалося грошової складової розрахунків. На відміну від розрахунків у цінних паперах, які проводяться в межах дворівневої депозитарної системи (центрального депозитарій та депозитарні установи) та характеризуються досить стандартними підходами, побудова системи грошових розрахунків за наслідками операцій на фондовому ринку є нетривіальним завданням<sup>18</sup>.

До 2007 р. в Україні взагалі не існувало спеціальних розрахункових моделей для біржового ринку. Значною мірою це було пов'язано із адресністю біржових угод, відсутністю контролю бірж за їх виконанням та традицій брокерів щодо необов'язковості виконання біржових угод<sup>19</sup>. Грошові розрахунки жодним чином не стандартизувалися та проводилися учасниками біржових торгів аналогічно розрахункам за позабіржовими правочинами – з використанням власних чи клієнтських рахунків у будь-якому банку, із самостійним врегулюванням зустрічних зобов'язань тощо. Ані біржі, ані депозитарії не мали однозначно підтверженої інформації про виконання грошових розрахунків. Звичайно, що за таких умов було неможливо впроваджувати прогресивні торговельні технології (зокрема, Order-Driven Market) та обслуговувати скільки-небудь суттєву внутрішньоденну торговельну активність.

---

<sup>18</sup> На перший погляд здається, що в світі ці системи функціонують доволі схоже, проте, попри певні тренди до стандартизації через глобалізацію ринків, існує значна кількість локальних відмінностей та нюансів. Так само системи грошових розрахунків (платіжні системи) не схожі на системи поставки цінних паперів, адже історично склалися як значно більш конкурентні: конкуренція між депозитаріями чи центральними контрагентами на локальних чи міжнародних ринках – це тенденція лише останніх десятиліть, спричинена інтеграційними процесами, а конкуренція в платіжних системах існувала завжди і в останні часи лише посилилася через появу альтернативних, небанківських платіжних установ. Саме цими суперечливими факторами (намаганням усунути неефективні інститути та консолідувати інфраструктуру для використання економії на масштабах, з одного боку, та стимулювати конкуренцію для протидії зловживанням та органічно інтегрувати системи розрахунків за цінними паперами до існуючих платіжних систем, з іншого боку) пояснюється регулярне оновлення міжнародних рекомендацій.

<sup>19</sup> На етапі між укладенням на біржі та фактичним виконанням угода могла бути будь-яким чином змінена або анульована – фактично без жодних наслідків, тож, за оцінками МФС, у 2006 р. лише 5% біржових угод розраховувалися відповідно до первісних умов. Така ситуація тривала на основному на той час торговельному майданчику (ПФТС) протягом щонайменше 10 років та перетворилася на традицію. Замість резервування активів для гарантування розрахунків брокерами застосовувалися елементи compliance, що виключало безадресність та анонімність угод, а відповідно ставило під сумнів конкурентність ціноутворення, оскільки укласти угоду можна було за однією ціною, а фактично виконати – за іншою (або не виконати угоду взагалі). За умов попереднього погодження брокерами умов правочинів, відсутності гарантій розрахунків та відсутності правових наслідків від невиконання біржових угод це призводило до профанації біржового ціноутворення.

Однак у 2007–2009 рр. увага до питань стандартизації та гарантування розрахунків значно зросла – внаслідок підвищення ліквідності, активізації технологічної конкуренції між біржами ПФТС, ФБ "Перспектива" та "Українською біржею", впровадженням інтернет-трейдингу та значної кількості програмних продуктів для автоматизації діяльності учасників ринку. У 2007–2013 р. за ініціативи бірж та/або депозитаріїв реалізовувалися численні варіанти грошових розрахунків за наслідком біржових торгів, які часто мали суттєві правові або фіскальні вади – через суперечливість правової основи у сфері платіжних систем та переказу коштів, з одного боку, та в депозитарній сфері, з іншого боку, а також через лапідарність та фрагментарність законодавчого оформлення питань клірингу та розрахунків за цінними паперами.

Серед існуючих до 2013 р. розрахункових моделей (рис. 1) варто відзначити такі.

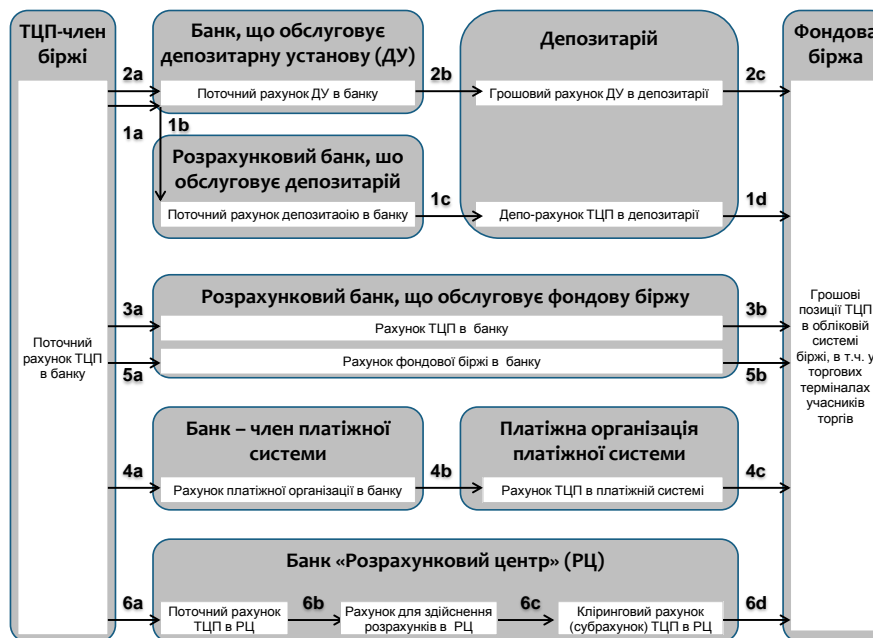
1. *Розрахунки в межах поточного рахунку депозитарію, відкритого в розрахунковому банку*<sup>20</sup>. Депозитарій не є суб'єктом платіжної інфраструктури<sup>21</sup> при переказі коштів, а депо-рахунки в депозитарії, зрозуміло, не передбачені для грошових розрахунків законодавством про платіжні системи та переказ коштів, а в операційному контексті така модель розрахунків призводила до унеможливлення оформлення первинних документів та відповідних проблем учасників ринку з фіскальними органами. Також модель була незручною для торговців цінними паперами (брокерів), які не мали ліцензії депозитарної установи, отже, для блокування/розблокування коштів використовувалися банківські рахунки сторонніх компаній (депозитарних установ), що підвищувало операційні та комунікаційні ризики моделі.

2. *Розрахунки з використанням грошових рахунків ТЦП, відкритих в депозитарії*<sup>22</sup>. У 2010 р. було здійснено спробу модернізувати попередню модель для одного з депозитаріїв. НБУ прийняв рішення надати ВДЦП статус учас-

<sup>20</sup> Послідовність: а) переказ коштів брокера на банківський рахунок депозитарної установи; б) переказ коштів депозитарною установою на поточний рахунок депозитарію у розрахунковому банку (НБУ), с) сепарування та "блокування" коштів на депо-рахунках ТЦП в депозитарії; д) надання депозитарієм інформації біржі про "заблоковані" кошти у розрізі брокерів і депозитарних установ (рис. 1).

<sup>21</sup> Згідно із Законом України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні" від 05.04.2001 № 2346-III, переказ коштів в Україні може здійснюватися банками та за допомогою платіжних систем (внутрішньодержавних та міжнародних), діяльність з переказу коштів можуть здійснювати банки, а також платіжні організації платіжних систем, учасники платіжних систем та оператори послуг платіжної інфраструктури після їх реєстрації НБУ (ст. 9); рахунки, які використовуються для переказу коштів, можуть відкриватися банками та учасниками платіжних систем відповідно до їх правил (ст. 7).

<sup>22</sup> Послідовність: а) переказ коштів брокера на банківський рахунок депозитарної установи; б) переказ коштів на грошовий рахунок депозитарної установи, відкритий у депозитарії; с) надання депозитарієм інформації біржі про заблоковані кошти у розрізі брокера і депозитарних установ (рис. 1).



**Рис. 1. Еволюція підходів до попереднього блокування коштів торгівля цінними паперами (ТЦП) для участі в біржових торгах у межах розрахункових моделей в Україні у 2007–2013 рр.**

*Джерело:* складено автором відповідно до чинних та попередніх редакцій законодавчих і нормативно-правових актів, документів депозитаріїв, РЦ та фондових бірж

ника Системи електронних платежів (СЕП)<sup>23</sup> та право відкривати грошові рахунки, що дало можливість реалізувати модель, у якій депозитарій фактично відіграв роль банку. Ця модель значною мірою мала легітимізувати проведення переказу коштів. Проте роль НБУ як центрального банку в цій моделі не зросла, НБУ і банки не брали безпосередньої участі в переказі коштів за наслідками біржових торгів. Модель відсторонила банки від природної для них

<sup>23</sup> Постанова Правління НБУ від 16.02.2010 р. № 68 "Про надання ПАТ "ВДЦП" статусу учасника системи електронних платежів НБУ" (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0068500-10#Text>), Порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній валюті ПрАТ "ВДЦП", схвалений Правлінням НБУ 10.06.2010 (URL: <https://settlement.com.ua/periodical-publications/news/2010-08-10-20-42-24.html>). У цій моделі депозитарні установи (а не всі брокери) отримали можливість відкривати власні грошові рахунки у депозитарії (зі спеціалізованим режимом використання – винятково для розрахунків за цінними паперами) та управляти в їх межах власними та клієнтськими коштами. Рух коштів по грошових рахунках депозитарних установ, відкритих у ВДЦП, та блокування коштів за результатами біржових торгів відображався у системі депозитарного обліку депозитарію та депозитарних установ. Кошти для участі в торгах надходили на поточний грошовий рахунок ВДЦП у НБУ та завдяки засобам автоматизації депозитарію відображалися на грошових рахунках депозитарних установ. Проте ані наявність поточного рахунку депозитарію в центральному банку, ані можливість відкриття депозитарієм грошових рахунків клієнтам (депозитарним установам) не свідчать про адекватну інтеграцію моделі з платіжною системою.

функції участі в переказі коштів і, більше того, депозитарій фактично "конкурував" з банками, відбираючи в банківській системі ліквідність. Крім того, таке нагромадження різноманітних функцій автоматично та неприйнятно збільшило концентрацію ризиків клірингу та розрахунків<sup>24</sup>.

3. *Розрахунки із використанням рахунків, які відкриваються кожному учасникові біржових торгів у розрахунковому банку, що обслуговує фондову біржу*<sup>25</sup>. Таку модель розрахунків протягом 2007–2008 рр. запровадили ФБ "Перспектива" та АКІБ "УкрСиббанк" (BNP Paribas) як розрахунковий банк. Відкриття рахунків кожному учаснику торгів перетворювало таку модель на цілком легітимну, але не вирішило завдання інтеграції в єдину систему розрахунків за цінними паперами. У разі використання моделі з єдиним розрахунковим банком між банками виникає конфлікт інтересів, оскільки всім банкам та їх клієнтам-ТЦП доводиться депонувати кошти для участі в біржових торгах саме в розрахунковому банку. Дійсно, практично кожний великий банк претендує на функції розрахункового, оскільки не вважає за доцільне "ділитися" з іншим банком фінансовими ресурсами власних клієнтів. Крім того, в цьому випадку функції єдиного розрахункового банку виконував універсальний банк, що призводило до концентрації ризиків від звичайної банківської діяльності та діяльності розрахункового банку. На жаль, необхідність розмежування таких ризиків не була повною мірою врахована у законодавчих змінах 2012 р. та практиці роботи РЦ [18].

4. *Розрахунки із використанням рахунків, які відкриваються кожному учасникові біржових торгів у платіжній організації спеціалізованої платіжної системи*<sup>26</sup>. У 2009 р. на базі досвіду, накопиченого при забезпеченні організа-

<sup>24</sup> Побудова моделей грошових розрахунків або клірингу на базі депозитарію взагалі не розглядається міжнародним рекомендаціями як прийнятний варіант. Оптимальним та найменш ризикованим вбачається використання для розрахунків коштів центрального банку. За відсутності такої можливості допускається використання коштів комерційного банку, де мають відкриватися рахунки ІФР та її учасників, проте це може піддавати їх додатковим кредитним ризикам і ризикам ліквідності, які мають щільно контролюватися та обмежуватися [15]. За наявності єдиного комерційного розрахункового банку вплив його банкрутства на учасників розрахунків буде особливо потужним, оскільки ризики потенційних збитків для такого банку будуть великими, мимовільними і скрутними для їх контролю з боку учасників. [17] Натомість проведення розрахунків із використанням власних можливостей ІФР призводить до драматичного нагромадження зазначених ризиків із ризиками, притаманними основній діяльності ІФР. Для випадку депозитарію ризики "меншості" (учасників клірингу та розрахунків) розповсюджуються на "більшість" (усіх учасників депозитарної системи).

<sup>25</sup> Послідовність: а) переказ коштів на рахунок брокера, відкритий у розрахунковому банку для участі у торгах на біржі; б) надання розрахунковим банком інформації біржі про заблоковані кошти у розрізі брокерів (рис. 1).

<sup>26</sup> Послідовність: а) переказ коштів на поточний рахунок платіжної організації, відкритий у банку-члені платіжної системи, для поповнення рахунків брокера у платіжній організації; б) переказ і блокування коштів на рахунках брокерів у платіжній організації для участі у біржових торгах; в) надання платіжною організацією інформації біржі про заблоковані кошти у розрізі брокерів (рис. 1).



ційно-технологічної взаємодії між ФБ "Перспектива" та розрахунковим банком, було створено внутрішньодержавну небанківську платіжну систему "Розрахункова фондова система" (РФС), платіжна організація якої (ПАТ "ФК "Сучасні кредитні технології", СКТ) отримала дозвіл НБУ на здійснення розрахунків за угодами щодо цінних паперів, У 2009–2013 рр. (до монополізації цієї послуги РЦ) РФС успішно конкурувала з депозитарними моделями в сфері грошових розрахунків, із 2012 р. почала обслуговувати грошові розрахунки за деривативами (спочатку на ФБ "Перспектива", згодом – і на товарному ринку).

На відміну від інших моделей, РФС надає практично кожному банку переваги розрахункового банку: членство банку в платіжній системі надає йому не тільки максимальну зручність для власної участі в торгах шляхом блокування коштів на рахунку платіжної організації, що відкрила рахунок у банку (тобто на власному кореспондентському рахунку банку), а й дозволяє продовжувати оперувати фінансовими ресурсами брокерів (торговців цінними паперами, які мають у такому банку рахунки). Звичайно, і брокеру комфортніше продовжувати обслуговуватися в банку, з умовами обслуговування в якому (у т.ч. щодо кредитування) він знайомий, ніж вирішувати питання взаємодії з будь-яким іншим банком, обраним біржею/депозитарієм як розрахунковий. Кожен брокер отримує первинні документи щодо блокування/розблокування/руху коштів у РФС за наслідком торгів та розрахунків, засобами програмного продукту (аналог інтернет-банкінгу) контролює стан рахунку в РФС та самостійно ініціює виведення залишку коштів з РФС після торгів у будь-який обраний ним банк чи залишає кошти в РФС для наступних торгів. Рахунки платіжної організації в банках – членах РФС мають спеціалізований режим та використовуються винятково для розрахунків за фінансовими інструментами. Оскільки платіжна система є спеціалізованою, тобто йдеться про виключний вид діяльності (проведення переказу коштів за угодами щодо цінних паперів та деривативів), нівелюються ризики універсальності установи. Платіжна система досить логічно адаптується в існуючу, розвинену міжбанківську платіжну систему, при цьому немає необхідності концентрації коштів в одному банку за рахунок розподілу коштів, заблокованих на рахунках самої платіжної організації<sup>27</sup>. Отже РФС – єдина в Україні модель розрахунків, яка забезпечує міжбанківську конкуренцію в межах платіжної системи.

<sup>27</sup> Певною мірою ця модель подібна до систем розрахунків, які НБУ реалізовував як депозитарій за держоблігаціями. Моделі грошових розрахунків за держоблігаціями також неодноразово коригувалися, але завжди враховували природну роль банків як учасників грошових розрахунків. З 2013 р. грошові розрахунки за держоблігаціями стали відбуватися аналогічно до інших цінних паперів – через РЦ, хоча схема розрахунків за наслідками аукціонів із розміщення держоблігацій продовжує контролюватися НБУ (як агентом з їх розміщення) та містить елементи значно більш ефективного та зрозумілого грошового клірингу, ніж відбувається в РЦ (взаємозалік взаємних зобов'язань і вимог щодо переказу коштів при збігу строків випуску та погашення ОВДП).



Крім того, РФС вирішує найбільшу проблему моделей 2 та 3, пов'язану із необхідністю блокування коштів для проведення розрахунків, адже Цивільним кодексом та законодавством про платіжні системи та переказ коштів в Україні не передбачено такої можливості блокування коштів на поточному рахунку в банку. Тож існує ризик списання коштів з ініціативи брокера та недостатності активів для проведення розрахунків. Натомість в РФС кошти з банківських рахунків зараховуються на рахунки, які передбачають спеціальний режим функціонування та дозволяють блокувати та розблокувати кошти за розпорядженням біржі.

5. *Розрахунки в межах поточного рахунку біржі, відкритого в розрахунковому банку*<sup>28</sup>. Моделі, аналогічні розрахункам у межах поточного рахунку депозитарію, використовували і окремі фондові біржі. Більше того, дотепер грошові розрахунки за деривативами проводяться на окремих біржах ("Українська біржа", УМВБ) з використанням звичайного банківського рахунку біржі, відкритого в банку, та умовно клірингових (не передбачених законодавством) рахунків в обліковій системі фондової біржі, оскільки РЦ обслуговує розрахунки виключно за цінними паперами. Зрозуміло, що цій моделі притаманна проблематика єдиної розрахункової установи з концентрацією профільних та розрахункових ризиків аналогічно до моделей 1–3.

#### **Реформа інфраструктури фондового ринку в Україні**

Попри пропозиції міжнародних організацій (зокрема Світового банку та USAID), консолідація депозитаріїв не відбулася, і функції Центрального депозитарію у 2013 р. почав виконувати НДУ. Натомість МФС-ВДЦП, за наслідком кардинальних законодавчих змін у побудові інфраструктури ринку, які набули чинності у 2013 р.<sup>29</sup>, змінив назву (на ПАТ "Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках", РЦ), припинив діяльність депозитарію, отримав статус банку, розпочав надавати монопольні послуги щодо грошових розрахунків за цінними паперами, формально став єдиним Центральним контрагентом за угодами з цінними паперами, а у контексті корпоративної структури став, аналогічно НДУ, щільно контрольованим державою (зокрема, частка НБУ в капіталі РЦ зросла з 25 до 77,57%<sup>30</sup>).

<sup>28</sup> Послідовність: а) переказ коштів на рахунок біржі, відкритий у розрахунковому банку для участі у торгах на біржі; б) надання розрахунковим банком інформації біржі про заблоковані кошти у розрізі брокерів (рис. 1).

<sup>29</sup> Законом України "Про депозитарну систему України" від 06.07.2012 № 5178-VI було оновлено законодавство в депозитарній сфері та внесені зміни у низку інших законодавчих актів про фондовий ринок. Зазначені зміни в частині оновлення функцій суб'єктів інфраструктури ринку набули чинності з 11.10.2013.

<sup>30</sup> У 2017 р., за результатами додаткової емісії, частка НБУ зросла до 83,55%, а статутний капітал РЦ збільшився з 153,1 до 206,7 млн грн.



Отже, замість двох конкуруючих депозитаріїв недержавних цінних паперів у 2013 р. в Україні було утворено Центральний депозитарій (НДУ) та спеціалізований банк – монополіст на ринку грошових розрахунків за цінними паперами та клірингових послуг (РЦ).

Крім того, діяльність щодо обліку та обслуговування розрахунків за держоблігаціями з 1996 р. і дотепер виконує НБУ як депозитарій та агент з їх розміщення. Кліринг та розрахунки за деривативами (біржовими та позабіржовими) проходять поза межами РЦ (централізований<sup>31</sup> кліринг за деривативами здійснюють біржі, хоча останні не можуть виконувати функції Центрального контрагента). Також абсолютно відсутня скільки-небудь централізована та дієва інфраструктура для клірингу та грошових розрахунків на товарному ринку. Тобто в Україні існують можливості для подальшого розвитку та консолідації ринкової інфраструктури.

Єдино можливою моделлю грошових розрахунків за цінними паперами за принципом DvP в Україні стало *використання рахунків, які відкриваються кожному учасникові торгів у спеціалізованому банку (РЦ)*<sup>32</sup>. Цю модель розрахунків (що реалізована за наслідком змін у національному законодавстві, стартувала з 12.10.2013 та актуальна дотепер) можна розглядати лише як розвиток моделі з використанням грошових рахунків ТЦП в депозитарії.

З огляду на попередній досвід РЦ як депозитарію насправді в системі розрахунків змінилося небагато. РЦ був і залишається технологічним та ідеологічним наступником депозитарію, зокрема і в частині забезпечення пріоритету зручності насамперед для самої ІФР, а не для учасників ринку, який ця ІФР обслуговує (фондових бірж, брокерів, інвесторів).

Діяльність розрахункового банку була для РЦ новою лише умовно, оскільки МФС-ВДЦП-РЦ і раніше стикався з проблемами грошових розрахунків за наслідками біржових торгів (навіть спробував реалізувати власну, не дуже вдалу, модель – див. модель 2), а також декларував здійснення клірингу (фактично йдеться про перевірку результатів обліку зустрічних зобов'язань та достатності активів – взаємозаліку, виконаного фондовими біржами). Слід зазначити, що клірингові та розрахункові процедури часто досить складно розділити, а сучасне розуміння клірингу виходить дуже далеко за межі простого визначення взаємних зобов'язань за правочинами щодо фінансових інструментів, так само як сучасний центральний контрагент – це далеко не тільки технічний покупець

<sup>31</sup> Інші види клірингу для біржових деривативів взагалі недоречні.

<sup>32</sup> Послідовність: а) переказ коштів на поточний рахунок брокера, відкритий у РЦ; б) відображення активів на рахунках для здійснення розрахунків в РЦ; в) блокування активів для участі у біржових торгах на клірингових рахунках/субрахунках брокерів (їх клієнтів) у кліринговій системі РЦ; г) надання РЦ інформації біржі про заблоковані кошти у розрізі брокерів та їх клієнтів (рис. 1).

та продавець за угодами. Отже, можна вважати, що насправді єдиною функцією РЦ є грошові розрахунки.

Досить подібно до попередньої моделі розрахунків із використанням грошових рахунків брокерів, відкритих в депозитарії, та користуючись достатньо бланкетним підходом законодавства, РЦ побудував власну модель грошових розрахунків на фондовому ринку.

Попри наявність інституційної основи (логічного та несуперечливого законодавства про платіжні системи та переказ коштів в Україні, яке прямо пропонує адекватну платіжну модель для системи розрахунків за цінними паперами, відповідних докладних нормативних документів НБУ для платіжних систем, класифікації системи розрахунків за цінними паперами як "системно значущої"), автори реформи пішли іншим шляхом.

Звісно, модель РЦ стала зрозумілішою та спочатку привабливішою для ринку порівняно з попередніми схемами розрахунків депозитаріїв: 1) нарешті інституційно легітимізовано модель розрахунків у коштах, наближених до платіжної системи, що вигідно відрізняється від більшості попередніх моделей; 2) операційна діяльність у сенсі розрахунків в коштах максимально наблизилася до звичної для платіжних сервісів банків; 3) функціонально розподілені застосовувані рахунки (звичайні поточні рахунки банку, на які брокери можуть зараховувати кошти для участі в торгах, а також зберігати або переказувати залишки коштів з РЦ, та клірингові рахунки/субрахунки<sup>33</sup> власне для резервування активів (цінних паперів та коштів) та проведення клірингу та розрахунків за угодами з цінними паперами<sup>34</sup>; 4) є можливість відкриття та ведення колективних та персоналізованих клірингових субрахунків для клієнтів, а відповідно чіткої ідентифікації всіх вигодоодержувачів при розрахунках; 5) брокери отримують більш-менш зрозумілі та сепаровані первинні докумен-

<sup>33</sup> Юридичний статус клірингових рахунків/субрахунків в РЦ (порядок їх відкриття, режим використання, обмеження тощо) не передбачений існуючим правовим полем (зокрема, законодавством про депозитарну систему, про фондовий ринок, про платіжні системи та переказ коштів в Україні, нормативно-правовими актами НБУ) та, відповідно, викликає сумнів. Для порівняння: режими рахунків, відкритих у банках дуже детально регулюються не тільки на рівні законів, а й на рівні Цивільного кодексу України, в т.ч. поточному банківському рахунку приділено увагу у 12 статтях ЦКУ (§ 1 гл. 72, ст. 1066–1076), рахунку умовного зберігання (ескроу) – у 8 статтях ЦКУ (§ 2 гл. 72, ст. 1076<sup>1</sup>–1076<sup>8</sup>). Натомість кліринг в національному Цивільному кодексі навіть не згадується.

Єдине визначення рахунків, що використовуються для клірингу, наявне у підзаконному акті (Положенні про клірингову діяльність, затверджене рішенням НКЦПФР від 26.03.2013 № 429). Проте ці визначення не додають особливої правової визначеності, оскільки посилаються на внутрішні документи особи, яка здійснює клірингову діяльність, та практично не конкретизують режим функціонування клірингових рахунків/субрахунків.

<sup>34</sup> Тим не менше, необхідність окремо резервувати активи (в т.ч. кошти) для торгів на різних біржах та для розрахунків у різних депозитаріях (НБУ та НДУ), дотепер призводить до суттєвих операційних складнощів для брокерів, оскільки необхідно заблокувати активи після проведення торгів на іншій біржі (поза біржею) або іншими видом цінних паперів, а це вимагає і часових, і фінансових витрат.



ти щодо руху коштів на поточних та клірингових рахунках/субрахунках та використовують програмні засоби для контролю руху коштів (інтернет-банкінг для поточних рахунків) та блокування/розблокування активів (інтернет-кліринг для клірингових рахунків/субрахунків); 6) уніфікація розрахункових моделей у єдиний варіант для всіх фондових бірж, мабуть, теж спочатку додала зручностей брокерам, хоча і обмежила конкуренцію та можливості технологічного розвитку бірж.

З іншого боку, формалізація системи розрахунків за цінними паперами у вигляді комерційного банку (та ще й створення банку на базі депозитарію, основною діяльністю менеджменту якого завжди була та залишається експлуатація монопольного становища на ринку) незабаром продемонструвала вади такого підходу: 1) РЦ став не просто спеціалізованим банком, а банком, що виконує монофункцію – грошові розрахунки за цінними паперами, тобто спеціалізується на послугах винятково учасникам фондового ринку, який вже на момент початку функціонування РЦ почав втрачати глибину, ліквідність та кількість учасників, а згодом ці тенденції лише посилювалися (не в останню чергу – завдяки тарифній політиці РЦ); 2) незважаючи на настільки вузьку ринкову спеціалізацію, РЦ як комерційний банк має виконувати всі численні та чималі вимоги, передбачені банківським законодавством (до розгалуженої структури менеджменту, організації, ІТ, банківського ризик-менеджменту – суттєво відмінного від систем управління ризиками клірингу та розрахунків); 3) РЦ законодавчо був інституціалізований як центральний контрагент (ССР), але ці функції реалізуються суто формально (РЦ стає ССР лише у випадку 100%-го резервування активів сторонами правочинів, тобто принципово не приймає на себе ризиків, т.зв. полегшений – "light ССР"<sup>35</sup>). З одного боку, це було кроком уперед порівняно з деякими попередніми версіями центральних контрагентів<sup>36</sup>, принаймні наявність (нехай і формального) ССР у формі банку,

<sup>35</sup> Термінологія національних українських програмних документів (меморандумів, концепцій тощо), спрямованих на розвиток локальної інфраструктури ринку. У міжнародних рекомендаціях такі поняття відсутні.

<sup>36</sup> Функції ССР на "Українській біржі" та ПФТС у 2010–2013 рр. виконували звичайні торговці цінними паперами, афілійовані з фондовими біржами. З огляду на відсутність законодавчого врегулювання, підставою для такої дивного оформлення інституту централізованого клірингу стало рішення регулятора фондового ринку щодо проведення пілотного проєкту. З 2013 р. потреба в таких брокерах-ССР, афілійованих з біржами, зникла. Функції ССР на ФБ "Перспектива" до 2013 р. виконувала платіжна організація РФС, яка забезпечувала переказ коштів щодо цінних паперів (тобто фактично виконувала для біржі функції нинішнього РЦ), але з 2013 р., після фактичної монополізації на рівні РЦ послуг грошових розрахунків щодо цінних паперів та грошового клірингу, платіжна організація могла обслуговувати лише розрахунки за деривативами. Цікаво, що біржі були позбавлені можливості виконувати функції ССР, але їм було залишено право проводити кліринг за деривативами (через відсутність зацікавленості у цьому з боку РЦ). Отже з 2013 р. в Україні існує досить дивна правова конструкція, в якій централізований кліринг за деривативами проводиться біржами за відсутності будь-якого згадування ССР.

контрольованого НБУ, суттєво спростила банкам життя і вони змогли уникнути виснажливого compliance з кожним контрагентом [19]. З іншого боку, фондові біржі чи пов'язані з ними компанії були позбавлені можливості виконувати функції ССР, що стало додатковим чинником монополізації клірингових та розрахункових послуг; 4) за сім років існування РЦ навіть не спробував запропонувати ринку розрахунки за операціями, відмінними від купівлі-продажу цінних паперів.

Уже на момент обговорення законодавчих змін, якими було докорінно оновлено інфраструктуру клірингу та розрахунків, були очевидні й негативні наслідки такого реформування (насамперед для провідних фондових бірж)<sup>37</sup>. В першу чергу ці аспекти змусили "Українську біржу" та більшість її членів оголосити у вересні 2012 р. страйк<sup>38</sup>, аби привернути увагу Президента України до негативних наслідків ухвалення змін до законодавства. Інші учасники ринку оцінювали інфраструктурну реформу не так негативно, вважаючи, що законодавче оформлення клірингу та розрахунків стає дійсно більш зрозумілим, ніж раніше, але звертали увагу на те, що такі зміни мають бути лише проміжними, адже впроваджувана система розрахунків не повністю відповідає міжнародним рекомендаціям та трендам розвитку інфраструктури в Європі (зокрема, система не використовує "коштів центрального банку" для забезпечення остаточності розрахунків).

На жаль, реалізувалися найгірші очікування: 1) фондовий ринок України від самого початку відрізнявся ігноруванням депозитаріями ініціатив бірж та їх членів щодо впровадження нових чи підвищення зручності існуючих розрахункових та клірингових технологій, утім у 2008–2012 р., завдяки міждепозитарній конкуренції, окремі ініціативи вдавалося реалізувати; натомість з

<sup>37</sup> По-перше, законодавством до виключної компетенції РЦ віднесено діяльність щодо грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом DvP; так само центральним контрагентом може бути виключно РЦ та клірингові установи, але ліцензії на кліринг не було надано жодній кліринговій установі, отже, РЦ став монополістом у цих сферах. По-друге, до 2013 р. біржі інвестували чималі кошти у власну інфраструктуру клірингу та розрахунків, яка після створення РЦ стала або незатребуваною (біржові центральні контрагенти на "Українській біржі" та ПФТС), або значно обмежила функціонал (платіжна система РФС на ФБ "Перспектива"). Разом із тим біржам "дозволили" проводити кліринг та розрахунки за деривативами.

<sup>38</sup> Напевне, страйк біржі – це безпрецедентний випадок, хоча насправді, попри гучну назву, страйк звівся до зміни графіку роботи біржі 20.09.2012 та припинення торгів на 1 годину (перенесення початку торгів з 10:00 до 11:00 ранку). За таку PR-акцію проголосували не всі, але найбільш активні учасники торгів (55 з 172 членів біржі, які забезпечували 98,66% обсягу торгів). Разом із тим "Українська біржа" ніколи не лідирувала за обсягом торгів в Україні, хоча і посідала на той час провідні позиції на ринку акцій та деривативів, а також за технологіями інтернет-трейдингу. Анонсувалося, що у разі ухвалення змін у законодавстві про депозитарну систему "Українська біржа" з вірогідністю 70% припинить свою діяльність. Натомість біржа продовжує функціонувати, хоча кардинальне скорочення її частки у загальному обсязі торгів на фондових біржах України (з 27% у 2011 р. до 1% у 2019 р.) свідчить про обґрунтованість побоювань.



2013 р. РЦ став центральною ланкою ринку не тільки за назвою та фактично законсервував систему клірингу та розрахунків у країні, позбавивши біржі будь-яких можливостей для ініціатив у цій сфері; 2) дедалі більш очевидна невідповідність європейській практиці робить ще більш дивною вже семирічну консервацію моделі розрахунків, попри неодноразові обговорення існуючих проблем інфраструктури ринку з міжнародними експертами; 3) проблеми, притаманні попереднім моделям, залишаються актуальними<sup>39</sup>; 4) через лапідарність та фрагментарність врегулювання окремих важливих аспектів на рівні законодавства практичні питання функціонування РЦ фактично були найбільш детально врегульовані передусім на рівні його власних документів та процедур, що тільки посилює монополію РЦ на ринку та зумовило укладання договорів з учасниками ринку (біржами, Центральним депозитарієм, торговцями цінними паперами) на максимально зручних для РЦ умовах<sup>40</sup>; 5) спеціалізація діяльності РЦ виявилася достатньо декларативною, адже можливість виконувати окремі банківські послуги, як буде показано нижче, додатково підвищила ризики у його діяльності.

#### **Стан грошових розрахунків за цінними паперами після реформи 2013 року**

За часів функціонування як депозитарію МФС-ВДЦП-РЦ характеризувався високою прибутковістю та значними витратами на персонал. Позбавлення депозитарних доходів уже в 2013 р. призвело до помітного скорочення маржинальності, яке не могли компенсувати доходи від нової діяльності<sup>41</sup>.

З огляду на традиційно значний штат та високі операційні витрати<sup>42</sup>, навіть первісно завищені тарифи РЦ не могли забезпечити попередній рівень прибутковості. Ситуацію могла би змінити пропозиція додаткових послуг, проте цього не відбулося.

Найбільш очевидним шляхом отримання додаткового доходу, не пов'язаного з основною (операційною) діяльністю, стало розміщення коштів у інших

<sup>39</sup> Ідеться про конкуренцію з банківською системою за фінансові ресурси, відсутність стимулів для банків як природних учасників грошових розрахунків, концентрацію на одній установі ризиків грошових розрахунків та виконання функцій центрального контрагента (попри всю умовність таких функцій) тощо.

<sup>40</sup> Зокрема, у травні 2014 р. РЦ, аби наполягти на власному баченні договірних умов та необхідності їх упорядкування навіть у правилах фондових бірж, тимчасово припинив для однієї з фондових бірж обслуговування розрахунків за участі РЦ як центрального контрагента.

<sup>41</sup> Протягом періоду, коли РЦ ще функціонував як депозитарій, середньомісячні операційні доходи становили 2,4 млн грн, а протягом жовтня–грудня 2013 р., коли РЦ уже став банківською установою та почав надавати виключно послуги щодо клірингу та розрахунків, середньомісячні операційні доходи скоротилися вдвічі – до 1,2 млн грн. У 2014 р. середньомісячні операційні доходи від розрахункових (умовно клірингових) послуг РЦ скоротилися вже до 0,9 млн грн.

<sup>42</sup> Фонд оплати праці РЦ протягом 2013–2015 рр., попри незначне зменшення персоналу, зріс з 14,1 до 18,1 млн грн та суттєво переважав профільні доходи (від надання "клірингових" послуг), які у 2014–2015 рр. скоротилися з 10,9 до 6,9 млн грн. Для порівняння: за 9 місяців 2013 р., до отримання банківської ліцензії, РЦ отримав 22,3 млн грн операційних доходів в статусі депозитарію, тобто більше, ніж за наступні два роки в статусі клірингової установи.

банках. Тим більше, що вільних коштів у РЦ завжди було багато, адже активно абсорбувалися ресурси всього фондового ринку – кошти торговців цінними паперами (в т.ч. банків) та їх клієнтів, які брокери резервували для участі в торгах та часто ввечері не встигали переказувати їх з РЦ<sup>43</sup>. Більше того, РЦ залучалися кошти в одних банків (надійних, платоспроможних) та розміщувалися (прямо чи опосередковано) у інших банках (проблемних, ризикованих) під суттєво вищий відсоток<sup>44</sup>. Така активність РЦ на міжбанківському кредитному ринку призвела не тільки до конкуренції з банками за фінансові ресурси, а й до численних банкрутств банків.

У квітні 2015 р. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) розкрив схему виведення активів з Українського професійного банку (УПБ). Використовуючи можливості РЦ, з УПБ вдалося вивести 800 млн грн, унаслідок чого постраждали 12 комерційних банків, більшість з яких згодом була ліквідована або припинила банківську діяльність<sup>45</sup>. Основними інструментами виведення грошей були коррахунки в іноземних банках, схемне кредитування пов'язаних осіб, переуступка прав вимоги і покупка "сміттєвих" акцій.

Звісно, в банкрутства УПБ та інших банків було багато причин, часто пов'язаних із злочинною діяльністю їх акціонерів, проте в цьому випадку важливим аспектом є використання інфраструктурного інституту як засобу протиправних дій. Крім того, регуляторні стимули для ринку ОВДП і нової моделі розрахунків були застосовані для впровадження схеми кредитування проблемних банків, що свідчить про правову дисфункцію системи грошових розрахунків<sup>46</sup>.

<sup>43</sup> Увечері залишки зарезервованих у РЦ коштів розміщуються в інструменти грошового ринку.

<sup>44</sup> За 2014 рік активи РЦ зросли у 2,5 раза (з 382 до 978 млн грн), у т.ч. коштів на коррахунках в НБУ, інших банках, кредитів овернайт тощо – у 3,3 раза (з 261 до 864 млн грн). Суттєво зросли і зобов'язання – кошти банків в РЦ за 2014 рік зросли у 3,5 раза (з 225 до 778 млн грн), кошти клієнтів (учасників розрахунків-не банків) – у 2,5 раза (з 26 до 66 млн грн). Процентні доходи від розміщення фінансових ресурсів за 2014 р. зросли з 2 до 78 млн грн, процентні витрати від залучення коштів – 35 млн грн, отже, чистий процентний дохід збільшився порівняно з 2013 р. з 2 до 41 млн грн, тобто став найбільшою складовою доходів РЦ.

<sup>45</sup> Втрати лише від банкрутства УПБ становили понад 1 млрд грн: за даними ФГВФО, балансова вартість активів банку на момент уведення тимчасової адміністрації становила 1,3 млрд грн, а фактична вартість за оцінкою – 0,18 млрд грн (14% балансової). Отже, окрім постраждалих банків, 639 млн грн втратила держава (ФГВФО) через виплату коштів частині вкладників (депозити сумою до 200 тис грн), інші вкладники (власники депозитів понад 200 тис. грн) втратили 110 млн грн.

<sup>46</sup> По-перше, НБУ як депозитарій держоблігацій встановив вимоги, аби розрахунки за біржовими та позабіржовими правочинами з ОВДП (крім аукціонів з розміщення та окремих видів угод між банками та НБУ) проводилися винятково через РЦ, що відрізняється від обігу недержавних цінних паперів (за відсутності таких вимог проведення з ними розрахунків у РЦ за позабіржовими угодами дотепер є епізодичним). По-друге, НБУ врахував складнощі для банків (основних учасників ринку держоблігацій), які регулярно укладали угоди з ОВДП на значні суми та відволікали ресурси на рахунки РЦ для участі у торгах та розрахунках, та лібералізував вимоги до резервування банків – учасників розрахунків: рішенням Правління НБУ від 18.12.2014 № 820 банкам було дозволено в повному обсязі зараховувати залишки коштів на рахунках у РЦ для покриття обов'язкових резервів.



Розслідування ЗМІ та матеріали кримінальних справ<sup>47</sup> свідчать, що РЦ мав можливість видавати кредити овернайт до 50 млн грн кожному банку, який обслуговувався РЦ, за умови, що кошти залишаються в межах рахунків РЦ. Якщо банку було необхідно більше зазначеної суми, то РЦ міг організувати фінансові ресурси від інших банків. Як наслідок, невеликі проблемні банки, на які не були відкриті ліміти у інших банках через сумніви у платоспроможності, залучали ресурси для виконання обов'язкових нормативів. Схема, в якій РЦ виступав "тіньовим кредитором" банків, існувала протягом серпня 2014 р. – квітня 2015 рр. та сягала 800 млн грн денного обороту. Банки-кредитори та РЦ непогано заробляли на підвищених ставках за кредитами (як здавалося банкам – практично безризиковим завдяки участі РЦ). Проте на кредитуванні УПБ ця схема дала збій: УПБ повернув кошти лише на користь РЦ, а згодом був визнаний неплатоспроможним; банки-кредитори були змушені, не отримавши коштів від УПБ, повернути РЦ кошти на погашення міжбанківських кредитів, згодом більшість сама збанкрутувала (не тільки через скандал з УПБ); керівництво РЦ було частково звільнено. Таким чином, специфічна поведінка РЦ стала однією з істотних причин певного "ефекту доміно" на банківському ринку. І начебто більш якісне, ніж раніше, інституційне оформлення розрахункової моделі, на жаль, стало одним із факторів, що негативно вплинули на ситуацію.

#### **Зростання тарифів та трансакційних витрат**

Наступний аспект дисфункції системи розрахунків став активно обговорюватися у 2016 р. та залишається актуальним дотепер. Певною мірою дисфункція є наслідком як попередніх проблем у РЦ, так і деградації фондового ринку загалом. На жаль, так і не вирішене завдання досягнення балансу між забезпеченням прибутковості РЦ та адекватною вартістю його послуг для учасників ринку (інвесторів та фінансових посередників).

Клірингові послуги ніколи не були найбільш значущими для фінансового стану РЦ<sup>48</sup>, але це не завадило скористатися монопольним положенням та суттєво підвищити тарифи.

<sup>47</sup> Зокрема, кримінальні провадження, ініційовані Службою безпеки України (№ 4201510000000795 від 02.07.2015) та Національною поліцією (№ 1201510000000601 від 11.07.2015).

<sup>48</sup> Аналіз фінансових показників РЦ свідчить, що частка клірингових послуг у доходах РЦ у 2014–2019 рр. коливалася в середньому в межах 15–20%. Основним джерелом доходів з початку функціонування РЦ як банку та центрального контрагента були процентні доходи від розміщення коштів у інших банках (40,8 млн грн у 2014 р., 23,8 млн грн у 2015 р. Відповідно до звіту РЦ за 2016 р., у травні 2015 р. (після подій навколо банку УПБ) НБУ запровадив низку обмежень щодо операцій РЦ з іншими банками (заборонив розміщення коштів на коррахунках у національній валюті, розміщення коштів шляхом надання кредитів, розміщення депозитів), а також обмежив інструментарій операцій на фондовому ринку винятково держоблігаціями та депозитними сертифікатами НБУ. Отже, тепер вільні власні кошти РЦ та кошти учасників ринку спрямовувалися РЦ у більш надійні монетарні інструменти. Зважаючи на їх суттєву доходність (протягом 2016 р. доходність залучень ОВДП на первинному ринку коливалася в межах 15–20%), цього мало вистачити для підтримання прибутковості РЦ. Інші банки та фінансові установи у



Уже на етапі законодавчого оформлення РЦ багато учасників ринку звернули увагу, що вартість послуг РЦ, компетенція якого на рівні закону визначена як виключна (тобто йдеться про монопольний характер надання послуг), не регулюється та не погоджується ані НКЦПФР, ані антимонопольними органами – на відміну від тарифів Центрального депозитарію та фондових бірж<sup>49</sup>. Тож навряд чи варто дивуватися, що замість стимулів для ліквідності та скорочення трансакційних витрат учасники ринку згодом зіткнулися із постійним зростанням тарифів РЦ. Вбачається, що формалізація послуг РЦ саме як "клірингових"<sup>50</sup> мала на меті їх штучне відокремлення від цілком подібних розрахункових послуг, які надають звичайні комерційні банки, аби уникнути можливості адекватного порівняння їх вартості, адже вже первісні тарифи РЦ суттєво перевищували вартість послуг банків щодо обслуговування клієнтських рахунків.

Спочатку, з 04.01.2016 РЦ відмовився від тарифікації окремих операцій відповідно до фактичного рівня активності торговців цінними паперами (тариф не перевищував 2500 грн/міс., і переважна кількість клієнтів сплачувала значно менше) та впровадив уніфікований для всіх тариф 3150 грн/міс. Фактично вартість послуг було підвищено не на 26%, а в рази!

Також у 2016 р. РЦ разом з окремими фондовими біржами запропонував учасникам ринку специфічну "технологічну новацію" – проведення розрахунків за біржовими угодами в режимі т.зв. "групового звіту" (практично без депонування активів, у межах пулів попередньо спланованих удаваних операцій). "Циклічні" угоди в такому режимі уклалися на біржах переважно у 2017–2019 рр. та значною мірою були пов'язані із легалізацією доходів, отриманих злочинним шляхом, ухиленням від оподаткування та маніпулюванням цінами<sup>51</sup>.

---

цей період також стикалися із складнощами, але намагалися вийти з ситуації шляхом оптимізації витрат та пропонування нових послуг клієнтам, адже, на відміну від РЦ, не могли скористатися монопольним положенням.

<sup>49</sup> Згідно із ст. 9 Закону України "Про депозитарну діяльність" та ст. 8 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні".

<sup>50</sup> За умови концентрації платіжних функцій клірингові послуги РЦ вбачаються лише додатком (суто умовним), який дозволяє замаскувати збільшення вартості послуг саме у сфері розрахунків за цінними паперами.

<sup>51</sup> За оцінками НБУ та матеріалами кримінальних проваджень, лише у період з 10.01.2017 до 04.12.2018 питома вага правочинів, укладених брокерами для формування штучного інвестиційного доходу для фізичних осіб, становить не менше 30% усіх укладених на фондових біржах правочинів щодо ОВДП (тобто 131 млрд грн). Встановлено, що в ході цих операцій отримано прибуток 74 фізичними особами (зокрема 12 публічними особами) на суму близько 800 млн грн та чотирма юридичними особами (зокрема двома нерезидентами) на суму близько 95 млн грн, натомість 18 юридичними особами (зокрема шістьма нерезидентами) отримано збиток на загальну суму близько 919 млн грн. НБУ застосував заходи впливу (штрафи) до низки банків, включаючи РЦ, за порушення законодавства у сфері фінансового моніторингу, та ініціював чергову зміну керівництва РЦ. Див.: Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти / за ред. О.Г. Кошового, В.М. Тертишника, Н.М. Шелудько. Дніпро: Ліра, 2019. 532 с.

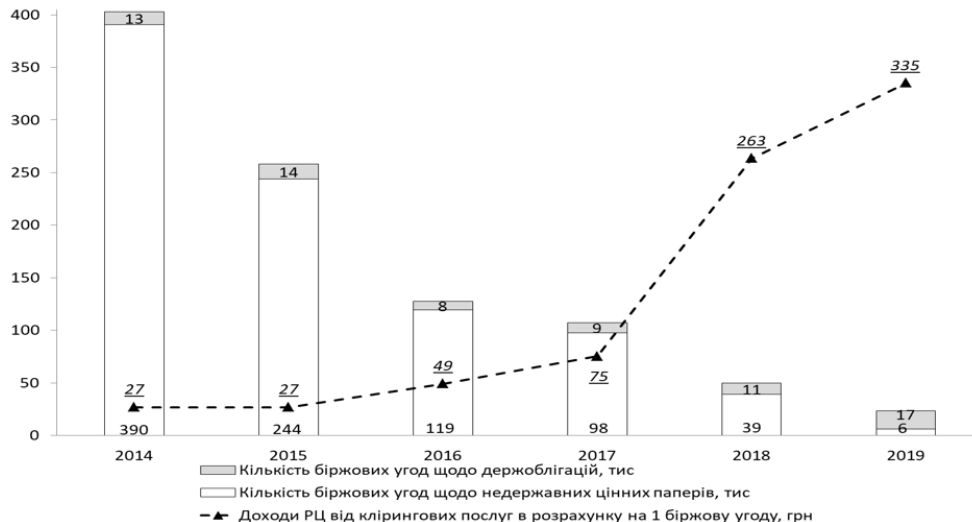
На початку 2018 р. ринку було запропоновано нову "модифікацію" тарифів РЦ. Тепер підхід було змінено на протилежний: додатково до фіксованої вартості послуг за обслуговування клірингового рахунку (3000 грн/місяць) знов уведено тарифікацію окремих операцій. За оцінками, наведеними АМКУ, це призвело до збільшення витрат окремих торговців цінними паперами у 6 разів та забезпечило істотне зростання доходів від клірингової діяльності РЦ (за відсутності зростання кількості споживачів послуг та обсягів торгів на фондовому ринку).

Проте трирічне розслідування АМКУ на підставі звернення торговців цінними паперами та визнання факту зловживань монопольним становищем<sup>52</sup> не змінили ситуацію, практичним результатом стала лише надана РЦ досить формальна рекомендація АМКУ: вжити заходів для встановлення порядку формування тарифів на клірингові послуги за чітким, вичерпним переліком складових вартості послуг, а також підстави, умови та порядок їх перерахунку; створити дорадчо-консультативний орган за участю представників професійних учасників ринку, для врахування та захисту інтересів учасників ринку<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> У Рекомендаціях АМКУ від 25.07.2019 №52-рк (URL: <http://www.amc.gov.ua/amku/doccatalog/document?id=151051&schema=main>) визнано: 1) РЦ є єдиною в Україні кліринговою установою та фактично уособлює собою розрахункову систему; у 2016–2018 рр. на ринку послуг з клірингового обслуговування на фондовому ринку РЦ займав монопольне (домінуюче) становище із часткою 100%; 2) монопольне (домінуюче) становище РЦ на ринку послуг із "клірингового" та розрахункового обслуговування на фондовому ринку, за умови відсутності єдності підходів (методики) до тарифоутворення на послуги, які надаються в умовах ринкового домінування, дає можливість застосовувати різні підходи до встановлення вартості послуги з обслуговування клірингового рахунку, здійснюючи тарифікацію окремих послуг, які можуть бути складовою основної послуги. Як наслідок, клієнти РЦ потенційно можуть мати труднощі у прогнозуванні витрат. Зазначена ситуація була би неможливою за умови існування значної конкуренції на ринку послуг із клірингового обслуговування; 3) дії РЦ щодо зміни вартості клірингових послуг у 2016–2018 рр. містять ознаки порушення, передбаченого законодавством про захист економічної конкуренції, у вигляді зловживання монопольним (домінуючим) становищем на ринку шляхом встановлення таких цін реалізації послуг з обслуговування клірингового рахунку, які неможливо було би встановити за умов існування значної конкуренції на ринку.

<sup>53</sup> Збільшення тарифів РЦ не надто вплинуло на його прибутковість. За 2016–2018 рр. доходи РЦ від "клірингових" послуг зросли більш ніж удвічі – з 6,3 до 13,1 млн грн, але це було пов'язане насамперед із розрахунками в режимі "групового звіту", які після обшуків на фондових біржах, перевірок та штрафу НБУ довелося призупинити. Тож у 2019 р. профільні доходи знову суттєво скоротилися (до 7,9 млн грн). Натомість основним джерелом прибутковості залишаються фінансові ресурси учасників розрахунків та доходи від їх розміщення у державні цінні папери. Процентні та інші доходи РЦ від цінних паперів у 2016–2018 рр. збільшилися з 19 до 62 млн грн, що призвело до зростання прибутку РЦ з 2 до 36 млн грн. Тим не менше, ані висока прибутковість, ані рекомендації АМКУ не зумовили корекцію тарифів РЦ. З іншого боку, для учасників ринку "оптимізація" та збільшення фактично на порядок тарифів РЦ перетворили їх на непідйомні (принаймні для більшості брокерів, які здійснювали помірну кількість операцій), що спричинило чергову хвилю зменшення кількості ліцензованих брокерів. Так, кількість брокерів – учасників клірингу в РЦ за 2016–2018 рр. скоротилася з 210 до 160. Станом на кінець 2019 р. третина ліцензованих брокерів не була клієнтами РЦ.

Найбільш показово невідповідність тарифної політики РЦ реальному стану національного фондового ринку виглядає, якщо порівняти доходи РЦ з показниками біржової ліквідності. На тлі стрімкого зменшення у 2014–2019 рр. кількості біржових угод з цінними паперами – з 403 до 23 тис. біржових угод, середньозважена вартість витрат на клірингові послуги РЦ в розрахунку на 1 біржову угоду зросла з 27 до 335 грн (з 2 до 13 дол. США, рис. 2).



**Рис. 2. Оцінка середньозваженої вартості витрат на клірингові послуги РЦ в розрахунку на одну біржову угоду в 2014–2019 рр.**

*Джерело:* розраховано автором за даними НКЦПФР, РЦ, фондових бірж

Саме така надмірна вартість транзакційних витрат стала одним із факторів практичного зникнення сегментів біржових торгів, відмінних від держоблігацій<sup>54</sup>, адже тільки за значними за обсягам угодами, притаманними ринку ОВДП (фактично міжбанківськими), є сенс нести такі суттєві витрати на оплату послуг інфраструктури. Біржовий ринок ОВДП є єдиним, де спостерігається поступове скорочення середньої вартості угод на тлі зростання їх кількості, щодо інших видів цінних паперів ситуація прямо протилежна (табл. 3). Тим не менше, навіть на ринку держоблігацій середня вартість угоди у 2019 р. становила еквівалент 600 тис. дол. США, що відсікло пересічних інвесторів від доступу на цей ринок.

Отже, спостерігається інституціональна дисфункція: створений для стимулювання ліквідності інститут (ключовий суб'єкт інфраструктури) для вирішення локальних завдань максимізації власної прибутковості здійснює негативний вплив на численних учасників ринку та інвестиційний клімат, тож досягається протилежний запланованому результат (скорочення ліквідності,

<sup>54</sup> Паралельно із домінуванням ОВДП у загальному обсязі біржових торгів безумовно зросла їх частка і у сукупній кількості біржових угод – з 4% у 2014 р. до 81% у 2019 рр.



зростання вартості трансакцій, обмеження доступу до ринку, недоотримання інвестицій, деградація сегментів обігу для цілої низки недержавних фінансових інструментів).

Таблиця 3

**Середньозважена вартість біржових угод в Україні в розрізі видів цінних паперів, млн грн**

Види ЦП	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Зміна, %
Державні облигації	39,46	27,57	38,75	31,70	22,37	17,76	14,24	15,41	-61
Корпор. облигації	5,66	5,56	2,71	1,57	12,53	18,32	19,34	16,46	+191
Акції	0,03	0,10	0,07	0,03	0,02	0,06	0,04	0,10	+237
ЦП ІСІ	0,16	0,29	0,18	0,09	0,04	0,01	0,28	1,58	+888
Інші	0,96	1,36	0,90	0,80	1,84	2,03	1,72	2,29	+139
Усього ЦП	0,32	0,90	1,51	1,09	1,84	1,89	5,22	12,93	+3984

Джерело: розраховано автором за даними НКЦПФР, фондових бірж.

Крім того, регулярні скандали та звільнення керівництва також не додають учасникам ринку довіри інфраструктури та її правової основи.

Варто констатувати, що значна частка проблем та ризиків, пов'язаних із базовою системою грошових розрахунків за цінними паперами в Україні, є інституційне оформлення розрахункової установи у формі банку. З одного боку, для цього були зрозумілі підстави<sup>55</sup>, з іншого боку, недостатня спеціалізація РЦ як розрахункової установи призвела до нагромадження банківських ризиків, а найголовніше, що до банків зазвичай висуваються найвищі вимоги щодо організації бізнесу (значний штат, капітал, складна система управління, жорсткі пруденційні нормативи тощо)<sup>56</sup>. Це значно ускладнює (якщо не унеможливує) завдання мінімізації витрат розрахункової установи та, відповідно, мінімізації вартості розрахункових послуг та трансакційних витрат для учасників ринку. Досвід альтернативних небанківських фінансових установ (у т.ч. платіжної організації РФС) свідчить про можливість обслуговування розрахунків значно меншим штатом фахівців та за значно нижчими тарифами.

<sup>55</sup> По-перше, традиційно довіра до банків в Україні вища, ніж до небанківських фінансових установ (хоча після кількох хвиль "банкопадів" це не настільки очевидно). По-друге, банк – найбільш звичний суб'єкт платіжної інфраструктури (проте не єдино можливий). По-третє, для центрального банку звичніше контролювати саме банк, а не іншу фінансову установу (втім, ще до 2013 р. та створення РЦ саме НБУ надавав дозволи на реєстрацію платіжних систем, у т.ч. створених на базі небанківських установ, тобто вже мав певні наглядові функції, які наразі лише посилюються за наслідком передачі до НБУ у 2020 р. повноважень щодо регулювання широкого кола небанківських фінансових установ). По-четверте, наявність банківської ліцензії спрощує проведення окремих видів фінансових операцій, а також підтримку його ліквідності центральним банком.

<sup>56</sup> Як наслідок, штат РЦ на початок 2020 р. (56 осіб) перевищує не тільки штат будь-якої з функціонуючих в Україні фондових бірж (штати на ФБ "Перспектива", ПФТС, "Українська біржа", УМВБ коливаються від 8 до 17 осіб), але навіть сукупну кількість працівників на всіх чотирьох біржах (49 осіб).

### **Інфраструктура розрахунків напередодні чергового законодавчого реформування**

На тлі системних змін у інфраструктурі європейських фінансових ринків, зростання складності, одночасного стимулювання конкуренції та налагодження зв'язків, створення централізованих систем розрахунків, розширення спектра розрахункових та клірингових послуг, диверсифікації механізмів зниження ризиків та гарантування розрахунків [20–22] українська ситуація видається особливо песимістичною. Тим більше, що в ЄС модернізація інфраструктури, пов'язана із об'єктивними процесами укрупнення ринків, здійснювалася в межах заздалегідь продуманого плану, побудованого на неодноразово згаданих вище рекомендаціях.

З огляду на міжнародні рекомендації варто об'єктивно оцінити доцільність існуючої системи розрахунків, – тим більше зважаючи на очікуване у 2021 р. набуття чинності Законом України від 19.06.2020 № 738-IX [23], яким до національного законодавства імплементовано низку європейських законодавчих норм. Цей Закон обговорювався п'ять років та був прийнятий аж із четвертої спроби. Серед іншого, з липня 2021 р. передбачається позбавлення РЦ статусу банку (згідно з п. 14 прикінцевих положень Закону) – і це чи не єдина позитивна новина. А вже до 2023 р. поточна ситуація фактично консервується: 1) РЦ продовжує здійснювати клірингові послуги щодо цінних паперів; 2) монополія РЦ щодо грошових розрахунків за цінними паперами вже прямо не визначається в законодавстві, але неочевидно, чи з'являться в Україні хоча б у 2023 р. альтернативні клірингові установи та розрахункові моделі; 3) біржі (за новим Законом – "оператори ринку") продовжать здійснювати кліринг, а фактично розрахунки за деривативами (за умови отримання відповідної ліцензії). Разом із тим сумнівно, що всі фондові біржі (а тим більше товарні) будуть здатні самостійно здійснювати кліринг, крім того, НКЦПФР має повноваження самостійно визначати випадки, коли проведення клірингу є обов'язковим. Тож є підстави вважати, що до 2023 р. РЦ безальтернативно обслуговуватиме не тільки грошові розрахунки, а й кліринг за цінними паперами та деривативами (на фондових та товарних біржах, а також за позабіржовими деривативними контрактами). При цьому в оновленому законодавстві немає нічого ані про використання у системі розрахунків "коштів центрального банку" для забезпечення безумовності розрахунків, ані про інші положення міжнародних рекомендацій.

Чому ж тривалий та, начебто, наповнений реформами розвиток інфраструктури в Україні призвів до таких негативних наслідків?

Можна констатувати, що системні зміни в інфраструктурі, зокрема, з огляду на складність проблематики, ініціювалися державою зазвичай без особливого обґрунтування, без детального планування та розуміння наслідків, без публічної дискусії з учасниками ринку як найбільш зацікавленими особами, без



огляду на міжнародні рекомендації та без залучення міжнародних експертів<sup>57</sup>, без формалізації аргументів на користь того чи іншого рішення, за досить суб'єктивними (якщо не корупційними<sup>58</sup>) чинниками. Основним трендом реформування інфраструктури стала її досить умовна консолідація, а фактично – збереження всіх її суб'єктів, в які в різний час інвестувалися державні кошти, та збільшення цих державних інвестицій. Тож штучний розподіл функцій між депозитаріями у 2013 р. не зумовив ані зниження ризиків, ані зменшення трансакційних витрат, ані стимулювання ліквідності, ані появу нових та зручних торговельних та клірингових технологій. Більше того, завдяки створенню РЦ у формі банку витрати на підтримання інфраструктури тільки зросли та були автоматично перекладені на учасників ринку.

Єдиним помітним наслідком усіх перетворень до 2013 р. стала домінуюча частка держави в інфраструктурі клірингу та розрахунків. Проте, після усвідомлення проблематики та не найкращих тенденцій розвитку фондового ринку, вбачається, що мета держави як мажоритарія змінилася на протилежну (черговий приклад не надто послідовної державної політики) – якнайскоріше позбутися проблем, знизити частку в капіталі суб'єктів інфраструктури (шляхом продажу стратегічному інвестору консолідованих державних активів разом тією чи іншою приватною біржею у складі знов-таки централізованого біржового холдингу) та хоч якось обґрунтувати логіку попередніх дій. Звісно, в межах численних концепцій, консультацій, меморандумів та спільних проєктів з міжнародними інституціями в останні роки пропонувалося багато іншого (від

<sup>57</sup> Експертів залучили вже після реалізації інфраструктурної реформи 2013 р. Фактичне залучення експертів та фахове обговорення почалося приблизно з 2015 р.

Слід згадати хоча б пропозиції консалтингової компанії Oliver Wyman у 2015 р. долучити Україну до проєкту регіонального ССР, який би обслуговував не надто зрілі ринки кількох держав Центральної та Східної Європи одночасно (URL: [https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/sep/EBRD\\_OW\\_Regional\\_Central\\_Counterparty\\_Report\\_FINAL.pdf](https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/sep/EBRD_OW_Regional_Central_Counterparty_Report_FINAL.pdf)), залучення ЄБРР у 2016 р. цією ж компанією як радника НБУ та НКЦПФР (URL: <https://open4business.com.ua/oliver-wyman-to-design-concept-to-develop-depository-clearing-infrastructure-in-ukraine/>), залучення у 2017 р. компанії BTA Consulting Limited (<https://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395269710429&d=Mobile&pagename=EBRD%2FContent%2FContentLayout>) та обмеженість публічної інформації про їх висновки. Також варто відзначити підписання 27.06.2017 р. Меморандуму про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні між НБУ та НКЦПФР (URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-ta-nktsppfr-pidpisali-memorandum-pro-vzayemorozuminnya-stosovno-spivrobitnitstva-u-rozvitku-infrastrukturi-rinkiv-kapitalu-v-ukrayini>). Вже сам факт, що фінансовим регуляторам знадобилося спеціально оформлювати свої позиції у формі Меморандуму, яскраво відображає стан справ у державній політиці у сфері регулювання інфраструктури. Проте цього Меморандуму виявилось недостатньо, адже 01.07.2020 було підписано новий Меморандум про взаєморозуміння стосовно співробітництва з оверсайту та нагляду за інфраструктурами ринків капіталу в Україні (URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/efektivniy-oversayt-ta-naglyad-za-infrastrukturami-rinkiv-kapitalu-nbu-ta-nktsppfr-domovilisy-a-pro-spivpratsyu>). У 2018 р. було сформульовано вже згадувану Концепцію реформи інфраструктури ринків капіталу в Україні. І це, вже не кажучи про державні програми розвитку фінансового сектора до 2020 р. та до 2025 р. Проте фактичні зміни в інфраструктурі розрахунків поки що так і не відбулися.

<sup>58</sup> Досить значущі причини корупції пов'язані з правовими (прогалинами, двозначністю та нечіткістю законодавства, недостатнім контролем та врегулюванням відповідальності чиновників) та організаційно-управлінськими чинниками (зокрема, можливістю прийняття посадовими особами рішень на власний розсуд).

абстрактних побажань покращити ситуацію в інфраструктурі та врахувати міжнародні рекомендації до цілком логічних заходів щодо усунення монополізації, позбавлення РЦ статусу банку, консолідації депозитарного обліку та передання держоблігацій на обслуговування до НДУ<sup>59</sup> тощо), проте фінансові аспекти та корпоративна структура природно враховувалися. На жаль, на шляху від концепцій та законодавчого оформлення до практичної реалізації найкращі побажання нерідко перетворюються лише на додаткові проблеми для ринку.

Як би там не було, але після консультацій з міжнародним експертами державні власники інфраструктури (принаймні НБУ) дійшли низки досить очікуваних висновків. Зокрема: 1) гарантування виконання укладених біржових угод шляхом 100% попереднього депонування цінних паперів та грошей з обох сторін є простим та надійним, але низькоефективним, не відповідним світовій практиці та нездатним гарантувати виконання угод на умовах T+N, 2) реалізація DvP через депонування коштів на рахунках у комерційному банку (РЦ) також не відповідає світовим практикам розрахунків через платіжну систему центрального банку, як наслідок, РЦ є додатковою ланкою у процесі розрахунків за угодами з цінними паперами, використання якої призводить до зайвих часових та транзакційних витрат і є архаїзмом з точки зору міжнародного досвіду розвинених фінансових ринків<sup>60</sup>.

Незважаючи на такі сумні висновки, згідно з п. 6 прикінцевих положень Закону України № 738-IX від 19.06.2020, монопольне становище РЦ подовжено до 01.01.2023 р.

За п'ять років обговорення на всіх рівнях концепцій та стратегій, на виході ринок має лише оновлене законодавство, яке в частині інфраструктури розрахунків не стало більш деталізованим. На жаль, досвід практичної реалізації попередніх законодавчих змін не надає оптимізму, отже, реальні наслідки його впровадження залишаються неочевидними.

Регулятори фінансових ринків продемонстрували неспроможність навіть формулювати цілі та завдання змін у інфраструктурі<sup>61</sup>.

Так, у Законі України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки" (кардинально нова редакція Закону "Про цінні папери та фондовий ринок", яка ухвалена відповідно до Закону України № 738-IX від 19.06.2020 та набуває

<sup>59</sup> Хоча ще з 2013 р. викликає питання організаційна та ІТ-готовність НДУ до обслуговування цих найбільш значущих для фондового ринку України фінансових інструментів.

<sup>60</sup> Регулятори обговорили шляхи трансформації інфраструктури ринку капіталів з її учасниками / НБУ. 01.09.2016. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/regulyatori-obgovorili-shlyahi-transformatsiyi-infrastrukturi-rinku-kapitaliv-z-yiyi-uchasnikami>

<sup>61</sup> Незважаючи на запевнення призначеного на початку 2015 р. голови НКЦПФР, що регулятор сконцентрується першочергово на інфраструктурі, яка може бути змінена вже у 2015 р., а інші дії реалізуватимуться протягом наступних 24 місяців, що через п'ять років (тобто у 2020 р.) фінансовий ринок України стане одним із найбільших у Східній Європі тощо (URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/timur-khromaiev-v-ukrainie-po-formie-iest-fondoviyi-rynok-no-po-suti-ieghe-nie-sushchiestvuiet>, <https://www.unian.net/economics/stockmarket/1144407-hromaiev-cherez-pyat-let-finryinok-ukrainiyi-budet-odnim-iz-krupneyshih-v-vostochnoy-evrope.html>).



чинності з 01.07.2021) темі розрахунків з 286 сторінок присвячено аж два речення<sup>62</sup>. З контексту (адже публічно майбутня модель розрахунків до весни 2021 р. не представлена) можна припустити, що ринку пропонують повернутися до моделі 1 з єдиним "вдосконаленням": замість депозитарію фігурує клірингова установа, що відкриє рахунок в НБУ. І в межах цього рахунку в НБУ відбуватимуться "грошові розрахунки". Саме в такий спосіб наразі інтерпретується поняття "розрахунки в коштах центрального банку". Таким чином, банки знову будуть відсторонені від участі у розрахунках, а статус коштів учасників клірингу знову буде "підвішений", невизначений, а про інші види забезпечення у Законі не йдеться. Можна не сумніватися, що цю "нову-стару" модель спіткає доля її прообразу.

### **Узагальнюючі висновки та перспективи**

За майже три десятиліття існування фондового ринку в Україні так і не була побудована система розрахунків за цінними паперами, яка б відповідала сучасним вимогам і була здатною інтегруватися до міжнародних систем. Основною причиною цього стали винятково суб'єктивні мотиви в поведінці регуляторів фінансового ринку. Однак, незважаючи на негативний результат, досвід, набутий у процесі створення системи розрахунків за цінними паперами, як і, сподіваємося, наведений у цій статті огляд, вбачається не марним і дозволяє сформулювати певні висновки щодо існуючих обмежень розвитку інфраструктури розрахунків за цінними паперами та напрями щодо зміни існуючої ситуації:

1) існуючий механізм розрахунків за цінними паперами приречений на виродження: подальше звуження ринку матиме логічним наслідком подальше підвищення тарифів та перетворить розмір трансакційних витрат на критичний, а скорочення процентних ставок за держоблігаціями (та відповідне обмеження доходів від управління їх портфелем) призведе до економічної не вигідності використання такої дорогої інфраструктури, отже, чималі державні кошти можуть виявитися витраченими марно;

2) відсторонення комерційних банків від участі в розрахунках призводить до дисфункції базового завдання системи розрахунків за цінними паперами – максимально наблизити грошовий та фондовий ринки, забезпечити їх цілісність;

3) поєднання в єдиному інституті функцій клірингу та грошових розрахунків явно себе не виправдовує, оскільки призводить до конкуренції функціо-

---

<sup>62</sup> Клірингові установи та Центральний депозитарій для здійснення розрахунків у системі клірингового обліку та/або організації проведення розрахунків використовують виключно рахунки, відкриті в НБУ, а також рахунки, відкриті в іноземних банках, які відповідають критеріям, встановленим НБУ. Кошти фізичних та юридичних осіб, зобов'язання яких допущені до клірингу, зараховані на рахунки особи, яка провадить клірингову діяльність, для здійснення/забезпечення розрахунків, не є доходами такої особи (п. 5 статті 59).

Можна лише здогадуватися, які розрахунки можна "здійснювати в системі клірингового обліку" та що таке діяльність з "організації проведення розрахунків" (принаймні, це ані термінологічно, ані змістовно не відповідає ані Закону України "Про платіжні системи та переказ коштів в Україні", ані детальному переліку видів професійної діяльності, визначеному в ст. 41 Закону України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки").



нально обґрунтованого прагнення до зниження ризиків платіжної системи і принципово ризикової діяльності клірингової системи (та її базової складової – центрального контрагента);

4) побудова системи розрахунків у "коштах центрального банку" в умовах діючої в Україні СЕП без участі НБУ як її оператора і регулятора неможлива за визначенням.

У найближчій перспективі для інфраструктури розрахунків в Україні ймовірні такі альтернативи.

Перший варіант – збереження РЦ як ключового суб'єкта інфраструктури, але вже не банку. Чим сильніше звужується фондовий ринок України (за кількістю учасників та глибиною), тим більше підстав для сумнівів: чи дійсно ринку потрібна така громізка модель грошових розрахунків, із надуманими функціями клірингу (навіть чи так уже й потрібного за такої мізерної кількості правочинів)? З огляду на невтішний попередній досвід, навряд чи варто очікувати, що з 2023 р. звідкись з'являться альтернативні розрахункові та/або клірингові інститути, що на ринку цих послуг виникне реальна конкуренція, що сама собою вибудується ефективна модель розрахунків, що нарешті буде подолано інституційну дисфункцію. Скоріше, знову все завершиться суто формальними квазіреформами, які не забезпечать жодних стимулів для відновлення в Україні фондового ринку.

Другий варіант – уже зараз або після чергового розчарування дійти раціонального висновку, що за такого мізерного рівня ефективності не варто продовжувати інвестувати в існуючі локальні інститути інфраструктури розрахунків, які вже найближчим часом мають відповідати європейським вимогам до капіталу та систем управління ризиками. Доцільніше відмовитися від спроб побудови та підтримки локальної інфраструктури та інтегруватися до ефективних та надійних європейських (міжнародних) інфраструктурних інститутів. Тим більше, що є вже досить результативні приклади інтеграції (суттєве збільшення міжнародних інвестицій у державні облігації України через взаємодію з Clearstream, початок розміщення та обігу держоблігацій через сервіси Bloomberg, поступове збільшення кількості іноземних цінних паперів, допущених до обігу в Україні).

Третій варіант – все ж таки спробувати побудувати сучасну адекватну інфраструктуру.

Повертаючись до непростої історії та іноді зайвих ітерацій у реформуванні локальної інфраструктури, не можна не згадати, що в Україні є досвід побудови моделей розрахунків за державними цінними паперами, який значно більшою мірою відповідає міжнародним рекомендаціям щодо здійснення грошових розрахунків в "коштах центрального банку", аніж існуюча. Звісно, модель розрахунків за державними облігаціями, що була впроваджена НБУ із використанням т.зв. "амперсантів" (автоматичних платіжних розпоряджень НБУ на списання/зарахування коштів для банків, що обслуговували учасників угод) та функціонувала до початку роботи РЦ, мала значні обмеження. Натомість досить конкурентній та зручній для банків та брокерів моделі розрахунків у

межах спеціальної небанківської платіжної системи не вистачило саме інтеграції до СЕП (шляхом відкриття банками – учасниками розрахунків окремих коррахунків під управлінням такої системи<sup>63</sup>). Моделі РЦ, попри декларування НБУ готовності її підтримувати, не вистачило зручності, ефективності, якості управління та готовності до розвитку. Цілком можливе і підвищення ролі Центрального депозитарію в грошовій складовій розрахунків.

Тим не менше, який би варіант не було обрано за основу, досвід свідчить про принципову спроможність реалізувати кращі міжнародні стандарти в межах побудованої дійсно прогресивної платіжної системи України. Тож за умови, що реформування інфраструктури ринку знову не зведеться до чергової централізації та суб'єктивних підходів, є чималі шанси поєднати кращі напрацювання різних суб'єктів інфраструктури та нарешті вибудувати систему розрахунків, органічно інтегровану до платіжної системи України та здатну до адаптації з європейськими системами розрахунків. З огляду на монофункцію розрахунків у коштах, логічним є використання вузькоспеціалізованої небанківської платіжної системи, значно менш обтяженої зайвим організаційним навантаженням, властивим банкам, та здатної неконкурентно інтегруватися з банківською системою, а через неї і з СЕП, з одного боку, і з кліринговою та депозитарною системою, з іншого боку.

На завершення слід зазначити, що отримані висновки, хоча і засновані на вітчизняному досвіді, цілком узгоджуються з міжнародними рекомендаціями. Це ще раз дозволяє звернути увагу на неминучість застосування міжнародного досвіду при підготовці та проведенні реформ у фінансовому секторі України, в т.ч. у інституційному оформленні інфраструктури розрахунків.

#### **Список використаних джерел**

1. Carbo-Valverde S., Kahn C.M. Payment systems in the US and Europe: efficiency, soundness and challenges. *Financial Stability Journal* / Bank of Spain. 2016. P. 11–33. URL: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/ InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/16/MAYO%202016/ rest-fin2016301.pdf>.
2. Humphrey D., Willeson M., Bergendahl G., Lindblom T. Benefits from a changing payment technology in European banking. *Journal of Banking & Finance*. June 2006. Vol. 30, Is. 6. P. 1631–1652. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.09.009>
3. Saunders A., Scholnick B. Frontiers in payment and settlement systems: Introduction. *Journal of Banking & Finance*. June 2006. Vol. 30, Is. 6. P. 1605–1612. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.09.007>
4. Schmiedel H. Performance of international securities markets. *Bank of Finland Studies*. 2004. 275 p. URL: <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/9363/113206.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

<sup>63</sup> Під управлінням жодним чином не розуміється безпосередня інтеграція такої спеціалізованої платіжної системи до СЕП. Йдеться лише про виконання розрахунків банками за наслідком інформації від такої системи.

5. Терещенко Г.М. Проблеми становлення та напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні. *Фінанси України*. 2007. № 6. С. 97–104.
6. Головка А.Т., Лаптев С.М., Кабанов В.Г. Ринки фінансових інструментів та їх інфраструктура: монографія. Київ: Університет економіки та права "КРОК", 2009. 560 с.
7. Опарін В., Федосов В., Львовчкін С. та ін. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. Київ: КНЕУ, 2016. 695 с.
8. Рекуненко І.І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія. Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2013. 411 с. URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/50078>
9. Стасіневич С.А. Удосконалення депозитарного забезпечення ринку цінних паперів України. *Фінансовий простір*. 2015. № 1 (17). С. 267–271. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin\\_pr\\_2015\\_1\\_36](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin_pr_2015_1_36)
10. Дробязко А.О. Субординація рівнів фінансової інфраструктури та інструментарій банківського сегмента. *Фінанси України*. 2020. № 8. С. 5–10. <https://doi.org/10.33763/finukr2020.08.103>
11. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. Москва: Экономика, 2010. 240 с.
12. Майоров С.И. Клиринг на финансовых рынках. Москва: ИИЦ "Статистика России", 2015. 320 с.
13. Securities Settlement Systems in Poland and the European Union. The National Bank of Poland, The National Depository for Securities SA, The Warsaw Stock Exchange. Warsaw, 2009. 208 p. URL: [https://www.nbp.pl/en/system\\_platniczy/securities\\_settlement\\_systems.pdf](https://www.nbp.pl/en/system_platniczy/securities_settlement_systems.pdf).
14. Концепція реформи інфраструктури ринків капіталу в Україні, затверджена рішенням НКЦПФР від 26.10.2018 № 740. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/kontseptsya-reformi-nfrastrukturi-rinkv-kaptalu-v-ukran/>
15. Principles for Financial Market infrastructures. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Basel, April 2012. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
16. Core Principles for Systemically Important Payment Systems. Committee on Payment and Settlement Systems. Basel, January 2001. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>
17. Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Basel, November 2001. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d42.pdf>
18. Шишков С.Є. Фондові біржі України: випробування кризою: монографія / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ: Видавничий дім "Києво-Могилянська академія", 2011. 206 с.



19. Антонов С.М., Шишков С.Є. Фінансова інфраструктура: проблеми недорозвитку. *Дзеркало тижня*. 29.08.2014. URL: <https://dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku-.html>
20. Payments and market infrastructures in the digital era / Banque de France. 2018. 372 p. URL: [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/06/28/819029\\_livre\\_paiements\\_infrastructures\\_en\\_v3.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/06/28/819029_livre_paiements_infrastructures_en_v3.pdf)
21. Wyman Oliver. Securities Services: The Good Times Are Over, It Is Time To Act. 2015. 26 p. URL: [https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/jun/Securities\\_Services\\_2015.pdf](https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/jun/Securities_Services_2015.pdf)
22. The evolution of a core financial service: Custodian & Depository Banks. Deloitte Tax & Consulting, 2019. 46 p. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-the-evolution-of-a-core-financial-service.pdf>
23. Закон України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів" від 19.06.2020 № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>

Надійшла до редакції 28.12.2020 р.

Прорецензовано 09.02.2021 р.

Підписано до друку 10.04.2021 р.

**Stanislav Shishkov** <sup>64</sup>

### **PROSPECTS AND LIMITATIONS IN THE MODERNIZATION OF SECURITIES SETTLEMENT OPERATIONS OF IN UKRAINE**

*The article points to the critically insufficient compliance of Ukraine's stock market infrastructure with the relevant international recommendations, first of all in the segment of securities settlements. The author states that despite the creation of market infrastructure in Ukraine and the possibility to avoid problems related to the evolutionary errors, the market participants face numerous difficulties, such as risks in legal empowerment and in the activities of key infrastructure actors, limited competition, excessive transaction costs, ongoing defragmentation of the system of depository accounting, as well as inconvenience and limitations of the existing risk management systems.*

*The study on the evolution of securities settlement models in Ukraine revealed that the radical reform of infrastructure in 2013 led to contradictory consequences, in particular, the abuse by the settlement bank and the central counterparty of its monopolistic positions, active*

<sup>64</sup> Shishkov, Stanislav Yevhenijovych – Ph.D. in Economics, Director, Perspektiva Stock Exchange PJSC (30, Voskresenska Str., Dnipro, 49000, Ukraine), ORCID: 0000-0003-4440-9572, e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

participation of this monopolist in high-profile market abuse, stagnation in clearing and settlement technologies, and a slowdown in the development of the derivatives market. It was found that, despite lengthy discussions, the updated legislation in the field of organized capital markets, which is designed to implement a number of EU laws and should enter into force in 2021, does not really rectify the problems in the existing infrastructure, in particular due to a rather dubious proposed procedure of securities settlement and conservation for a few more years of the monopoly in the field of settlement and clearing services. It is substantiated that Ukraine has constructive practical experience and skills that can allow to implement the best international standards for building a system of cash settlements in "central bank funds", organically integrated into Ukrainian payment system and able to adapt to European payment systems.

**Keywords:** Financial market infrastructure, stock market, stock exchange, securities, Central securities depository (CSD), Central counterparty (CCP), clearing, Delivery versus payment (DvP), payment system, Securities settlement system

#### References

1. Carbo-Valverde, S., Kahn, C.M. (2016). Payment systems in the US and Europe: efficiency, soundness and challenges. *Bank of Spain Financial Stability Journal*, 11-33. Retrieved from [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/Infor mesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/16/MAYO%202016/ rest-fin2016301.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/Infor%20mesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/16/MAYO%202016/rest-fin2016301.pdf)
2. Humphrey, D., Willeson, M., Bergendahl, G., Lindblom, T. (2006, June). Benefits from a changing payment technology in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 30: 6, 1631-1652. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.09.009>
3. Saunders, A., Scholnick, B. (2006, June). Frontiers in payment and settlement systems: Introduction. *Journal of Banking & Finance*, 30: 6, 1605-1612. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.09.007>
4. Schmiedel, H. (2004). Performance of international securities markets. *Bank of Finland Studies*. Retrieved from [https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/9363/113206.pdf?sequence= 1&isAllowed =y](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/9363/113206.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
5. Tereschenko, H.M. (2007). Problems of formation and guidelines for improvement of functioning of the securities market in Ukraine. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 6, 97-104 [in Ukrainian].
6. Holovko, A.T. Laptiev, S.M., Kabanov, V.H. (2009). Financial instruments markets and their infrastructure. Kyiv: University of Economics and Law "KROK" [in Ukrainian].
7. Oparin, V., Fedosov, V., L'ovochkin, S. et al. (2016). Financial infrastructure of Ukraine: condition, problems and development prospects. Kyiv: KNEU. 695 с. [in Ukrainian].



8. Rekunenko, I.I. (2013). Infrastructure of Ukraine's financial market: current status and development prospects. Sumy: DVNZ "UABS NBU". Retrieved from <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/5007> [in Ukrainian].
9. Stasinevych, S.A. (2015). Improving the depository security of Ukraine's securities market. *Finansovyyj prostir – Financial space*, 1 (17), 267-271. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin\\_pr\\_2015\\_1\\_36](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin_pr_2015_1_36) [in Ukrainian].
10. Drobiazko, A.O. (2020). Subordination of the levels of financial infrastructure and tools of the banking segment. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 8, 5-10. <https://doi.org/10.33763/finukr2020.08.103> [in Ukrainian].
11. Moshenskyj, S.Z. (2010). Securities market: transformation processes. Moscow: Jekonomika [in Russian].
12. Majorov, S.Y. (2015). Clearing in financial markets. Moscow: IIC "Statistika Rossii" [in Russian].
13. Securities Settlement Systems in Poland and the European Union (2009). The National Bank of Poland, The National Depository for Securities SA, The Warsaw Stock Exchange. Warsaw. Retrieved from [https://www.nbp.pl/en/system\\_platniczy/securities\\_settlement\\_systems.pdf](https://www.nbp.pl/en/system_platniczy/securities_settlement_systems.pdf)
14. The concept of reform of Ukraine's capital market infrastructure, approved by the decision of the NSSMC, No 740 of 26.10.2018. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/documents/kontseptsya-reformi-nfrastrukturi-rinkv-kapitalu-v-ukran/> [in Ukrainian].
15. Principles for Financial Market infrastructures (2012, April). Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Basel. Retrieved from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
16. Core Principles for Systemically Important Payment Systems (2001, January). Committee on Payment and Settlement Systems. Basel. Retrieved from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>
17. Recommendations for Securities Settlement Systems (2001, November). Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Basel. Retrieved from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d42.pdf>
18. Shyshkov, S.Ye. (2011). Ukraine's stock exchanges: a crisis test. Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv: Vydavnychyj dim "Kyievo-Mohylians'ka akademiia" [in Ukrainian].
19. Antonov, S.M., Shyshkov, S.Ye. (2014, 29 August). Financial infrastructure: the problems of underdevelopment. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraina – The mirror of the week. Ukraine*. Retrieved from <https://dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku-.html> [in Ukrainian].
20. Banque de France (2018). Payments and market infrastructures in the digital era. Retrieved from [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/06/28/819029\\_livre\\_paiements\\_infrastructures\\_en\\_v3.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/06/28/819029_livre_paiements_infrastructures_en_v3.pdf)



21. Wyman, Oliver. (2015). Securities Services: The Good Times Are Over, It Is Time To Act. Retrieved from [https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/2015/jun/Securities\\_Services\\_2015.pdf](https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/2015/jun/Securities_Services_2015.pdf)
22. Deloitte Tax & Consulting (2019). The evolution of a core financial service: Custodian & Depository Banks. Retrieved from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-the-evolution-of-a-core-financial-service.pdf>
23. Law of Ukraine of 19.06.2020 No 738-IX "On Amendments to Various Laws of Ukraine on the Simplification of Attracting Investments and Introduction of New Financial Instruments". Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> [in Ukrainian].