Аспекти державного регулювання ринків похідних фінансових інструментів

В.Г. Кабанов
кандидат економічних наук, доцент,
ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК»

К.В. Цеков
магістрант,
ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК»

У статті розглянуто останні зміни в законодавстві, що стосуються ринків деривативів. Досліджено ситуацію в законодавстві України стосовно деривативів, запропоновано напрями його вдосконалення.

В статье рассмотрены последние изменения в законодательстве, касающиеся рынков деривативов. Исследована ситуация в законодательстве Украины по деривативам, предложены пути его усовершенствования.

In the article the latest changes in the legislation concerning derivatives markets are considered. Situation in the legislation of Ukraine on derivatives is researched, the ways of legislation improvement are proposed.

Ключові слова: *деривативи, регулювання ринків, похідні фінансові інструменти, обіг і функціонування деривативів, строковий ринок.*

Постановка проблеми

В останні кілька десятиріч стрімке зростання та розвиток ринків деривативів зумовили збільшення ризику виникнення кризових явищ. Водночас із поступовою глобалізацією кризове явище на окремо взятому ринку галузі чи країни може викликати значні проблеми на інших ринках і поставити під питання функціонування глобальної фінансової системи загалом. Тому одним із нагальних питань є регулювання позабіржових ринків деривативів, і це питання особливо гостро постає в Україні, де є значні проблеми із законодавством сфери фінансів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Питання розвитку та функціонування похідних фінансових інструментів і процеси фінансіалізації вивчали такі науковці, як Ф. Блек, М. Шоулз, П. Самюельсон, Дж. Маршалл, Е. Чізольм, Дж. Халл, Р. Кон, Є. Матановіч, Р. Колб, Дж. Сорос, Дж. Фостер, Р. Блекборн та інші. Ґрунтовні дослідження ринку деривативів також були проведені вітчизняними та російськими науковцями, серед яких можна назвати О.М. Сохацьку, І.О. Школьника, В.Г. Кабанова, А.Т. Головко, С.М. Лаптєва, І.О. Маркаренко, Н.Г. Слав'янську, Г.І. Андрєєву, І.О. Остапенко та інших [1].

Не вирішені раніше частини загальної проблеми

Попри поширеність похідних фінансових інструментів на світових фінансових ринках, усе ще не існує однозначного їх трактування. Також однією з нагальних проблем є законодавче регулювання позабіржових похідних фінансових інструментів. Хоча похідні фінансові інструменти не набули ще такої поширеності в Україні, як у більш розвинених країнах, законодавство першої щодо їх регулювання потребує значного вдосконалення.

Формулювання цілей статті

Метою статті є окреслення засад державного регулювання ринків похідних фінансових інструментів в Україні та за кордоном, висвітлення проблеми недостатнього державного регулювання похідних фінансових інструментів, аналіз можливих ризиків недостатнього регулювання.

Виклад основного матеріалу дослідження

Стрімкий розвиток ринків похідних фінансових інструментів зумовив необхідність створення системи стандартів та їх

УНІВЕРСИТЕТ «КРОК»

правового регулювання. Похідні фінансові інструменти (далі – деривативи) відігравали ключову роль під час фінансової кризи 2008-2009 років. Катастрофічні наслідки цієї кризи продемонстрували, що потрібен прискіпливіший, більш детальний і контрольований нагляд за ринками деривативів.

На початку 2000-х років низькі відсоткові ставки центробанку США зумовили бум на ринку нерухомості та іпотечному ринку і, як наслідок, стрімке зростання цін на нерухомість. Це супроводжувалося процесами сек'юритизації (перетворення неліквідних або малоліквідних активів чи зобов'язань у ліквідні цінні папери) і збільшенням обсягу ринку кредитно-дефолтних свопів. Структуровані цінні папери (CDO – colletarized debt obligation), забезпечені іншими активами (іпотека, студентські стипендії, кредитні картки, автокредити тощо), у великому обсязі почали торгуватися на ринках. Відсутність можливості ефективного регулювання позабіржового ринку деривативів призвела до катастрофічних наслідків на фінансових ринках.

Перш за все, що ж взагалі таке «похідний фінансовий інструмент»? У тлумаченні терміну «деривати» прослідковуються дві тенденції: розширене та вкорочене трактування. Інвестиційний банк JP Morgan у своєму глосарії наводить таке тлумачення: «Деривативний інструмент – це той інструмент, чия вартість змінюється зі змінами однієї чи більше змінних, які лежать в основі цього продукту, такі, як ціни товарів, відсоткові ставки чи курси валют. Базові деривативи включають в себе форварди, ф'ючерси, свопи, опціони, варранти та конвертовані облігації» [2].

Залежно від базового активу деривативи зазвичай поділяються на товарні та фінансові, а залежно від місця їх торгівлі – на біржові та позабіржові. Директива 2004/39/ЄС від 2004 р. проводить більш чітку класифікацію [3], що спрямована на вдосконалення законодавства похідних фінансових інструментів. З неї можна зробити кілька висновків:

- досі немає повної ясності в тому, які інструменти можуть бути віднесені до класу деривативів;

- відсутність стандартної уніфікованої загальноприйнятої термінології створює двозначність і, скоріше, дезорієнтує учасників ринку;

- очевидне використання надзвичайно популярної серед регуляторів практики використання розпливчатого формулювання «а також будь-які інші деривативи», що тим самим максимально розширює поле для тлумачення, що ніяким чином не конкретизує предмет.

Різноманітність деривативів, чи краще сказати, фінансових інструментів, яких до них відносять, ніяк не полегшує завдання щодо їх тлумачення. Стосовно пояснення деривативів можна сказати, що це контракти, за якими між датою укладення останнього та датою розрахунків проходить деякий час. Проте операції своп − це дві протилежні угоди з різними датами виконання. Угоди РЕПО подібні до свопів, але лише з тією різницею, що там однією стороною замість валюти на час угоди продаються цінні папери, як правило, облігації. Більше того, існує авторитетна професійна асоціація ISDA (International Swaps and Derivatives Association). Навіть із назви видно, що при її створенні розділено було два терміни: свопи і деривативи. Проте варто зазначити, що самі свопи значно відрізняються за економічною суттю. Існують валютні свопи (обмін валютою), процентні свопи (обмін процентними ставками), кредитні дефолтні свопи (один із інструментів кредитних деривативів). Усі вони різні за економічною суттю, особливо відрізняється останній. Зрештою можна зробити висновок, що навіть із трактуванням деривативів законодавство ще не до кінця врегульовано, більше того − взагалі не уніфіковано [3].

На організованих ф'ючерсних та опціонних біржах усі засади та умови регламентовані, обіг деривативів регулюється, ризики невиконання зобов'язань контрагентами мінімізований. Однак проблема в тому, що саме позабіржові деривативи становлять небезпеку стабільності фінан-

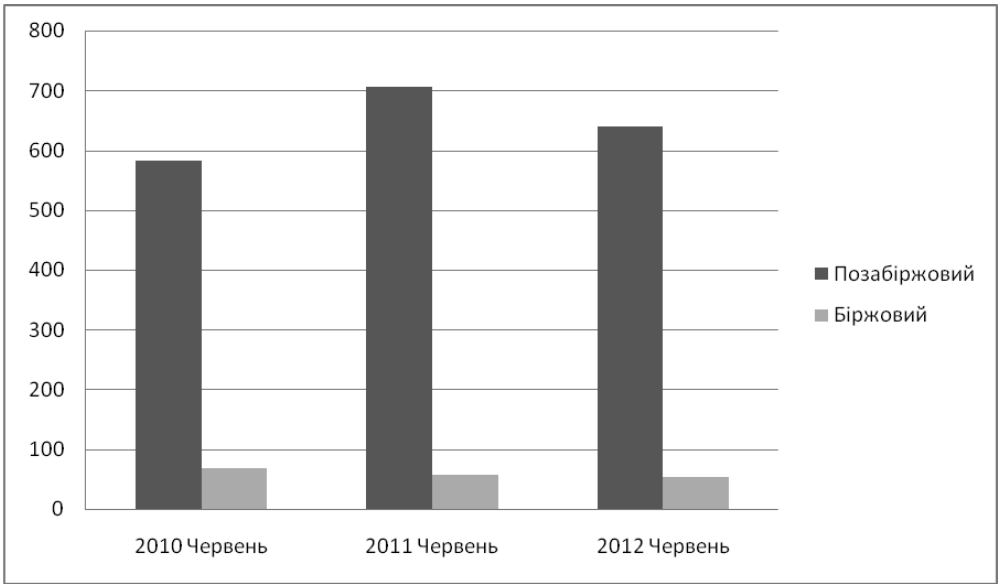

Рис. 1. Обсяг глобального біржового та позабіржового ринку деривативів, трлн доларів США [4]

сової системи через непрозорість ринку, можливе невиконання зобов'язань контрагентом, прийняття контрагентом на себе значного ризику. Більше того, обсяг позабіржового ринку деривативів значно більший, аніж обсяг їх біржового ринку (див. рис. 1).

На біржах торгуються ф'ючерси і опціони, проте найпоширеніший на сьогодні деривативний контракт – своп – торгується лише поза біржею. Хоча великий обсяг деривативних контрактів укладається поза біржами, усе ж таки значна частина з них – свопи, опціони та форварди на відсоткові ставки та валютні курси, які не несуть у собі значної небезпеки і є корисними для економік країн. Більше того, валютні свопи укладаються навіть центробанками провідних країн світу, що забезпечує їхні країни іноземною ліквідністю на короткий термін. Проте деякі з деривативів − кредитно-дефолтні свопи та свопи повного повернення − становлять велику небезпеку при неправильному використанні та непрозорості ринку. Загальна дискусія навколо обсягів торгівлі свопами та особливостей їх функціонування, зрештою, зумовила поступове перенесення місця їх торгівлі на біржові ринки.

Деривативам властиві такі основні ризики:

- відсутність прозорості;

- ризик того, що контрагент не виконає умови контракту (цей ризик є досить високим на позабіржовому ринку, на біржовому він практично усунутий);

- системний ризик, тобто якщо один великий гравець на ринку деривативів (наприклад, AIG, Merrill Lynch, Lehman Brothers) оголосить дефолт, це позначиться на кредитоспроможності контрагентів, що несе великий ризик для специфічного сектору чи економіки в цілому. Саме кредитні дефолтні свопи (CDS) найбільш уразливі до цього ризику. Складність і непрозорість цих фінансових продуктів практично унеможливлюють нагляд за розподіленням загрозливого ризику.

Фінансова криза 2007-2008 рр. виявила можливості виникнення кризових явищ деривативів з таких сторін:

- наводнення фінансової системи дешевими грошима, порушення диспропорцій між виробничим сектором і фінансовою сферою (наслідок фінансіалізації), наслідком чого є значний обсяг фіктивного

УНІВЕРСИТЕТ «КРОК»

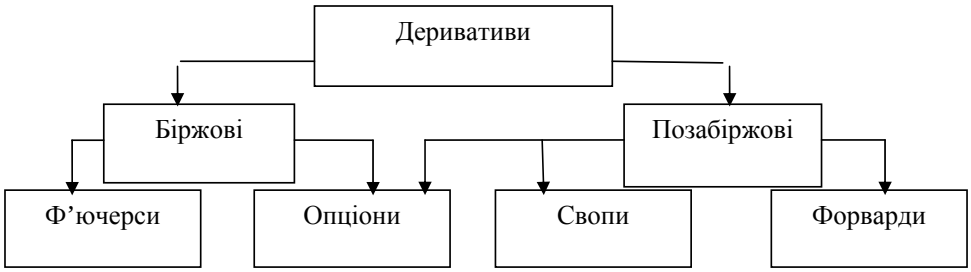

Рис. 2. Класифікація деривативів за місцем торгівлі

капіталу, що спричинило утворення «бульбашок»;

- фінансовий леверидж із високим рівнем спекулятивної складової (співвідношення власного та запозиченого капіталу);

- активний розвиток процесів сек'юритизації, поява та стрімкий розвиток кредитних деривативів, які поступово втратили своє першочергове призначення;

- нерозважлива поведінка інвесторів, які за прикладом більшості скуповували фінансові інструменті, економічної суті, механізмів роботи, переваг і недоліків яких вони не розуміли;

- ілюзія безпеки, яку надавали фінансові інструменти своїм користувачам, оскільки ризик нікуди не зникав, лише переходив до інших учасників ринку;

- фінансова інтеграція банківської та парабанківської системи, негативним наслідком якої є «ефект доміно».

У післякризовий період гостро постала проблема регулювання позабіржового ринку деривативів. США перші спробували зробити певні кроки в цьому напрямі. Закон Додда-Франка (The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) був прийнятий і підписаний 21 липня 2010 року. Він налічує понад 2300 сторінок, на яких розглянуто 4 основні питання:

1) посилення захисту прав споживачів;

2) підвищення прозорості позабіржового ринку похідних фінансових інструментів;

3) створення системи нагляду, що спрямована на мінімізацію ризиків для фінансової системи;

4) більш жорсткіші вимоги до капіталу та регулювання великих банків [5].

Щодо регулювання ринку позабіржових деривативів закон передбачає також: переміщення торгових операцій з похідними інструментами на біржі, збільшення необхідної суми забезпечення для проведення торгових операцій, максимально широке використання центрального контрагента в якості покупця та продавця, підвищення прозорості галузі за рахунок надання звітностей у центральні репозиторії. Структурні реформи банківської системи проводять органи влади найбільш розвинених країн (правило Волкера – США, правило Вікерса – Велика Британія, група Лііканена – ЄС). До цього можна додати «Базель ІІІ» − документ Базельского комітету за банківським наглядом, який містить методичні рекомендації у сфері банківського регулювання. «Базель ІІІ» посилює вимоги до капіталу банків, вводить нові нормативні вимоги з ліквідності, вводить показники левериджа, запроваджує більш ґрунтовну оцінку ризику контрагента.

У ЄС тривають перемовини щодо єдиного центрального банківського органу й утворення банківського союзу. Після наслідків кризи 2007-2008 рр. стало зрозуміло, що потрібні докорінні реформи банківської системи. «Базель ІІІ» є величезним кроком у цьому напрямі, однак сам документ передбачає, що перераховані в ньому вимоги будуть вводитися протягом 2013-2019 років. Наслідками прийняття цих законів і реформування банківської системи можуть бути:

- більший обсяг власного капіталу;

- більша ліквідність і буфер фінансування;

- заборона/розгалуження деяких видів

діяльності (наприклад, «Правило Волкера» в США, що роз'єднує інвестиційно-банківські послуги, приватний капітал і власні хедж-фонди фінансових установ).

Одним із останніх прийнятих у ЄС законів у банківській сфері є закон щодо обмеження максимальної суми премій для банкірів, що після імплементації закону становить 1:1 (максимальна сума премії банкіра може становити суму його річної заробітної плати). На думку авторів законопроекту і багатьох фінансових аналітиків, саме величезні премії інвестиційним банкірам заохочували роздування «бульбашки» на іпотечних ринках США, Великої Британії, Ірландії тощо. Прийняття закону супроводжувалося дискусіями про те, чи справді корисний цей закон? Адже США поки що не імплементують у себе подібний законопроект, що означає втрату конкурентоспроможності банківської сфері ЄС і відплив найкращих банківських менеджерів у США. Однак за прийняття цього закону виступили інвестори та власники банків, які мали недостатньо важелів впливу на топ-менеджерів своїх фінансових установ.

Ринок деривативів в Україні, перше за все, треба оцінювати в контексті фінансової системи країни. Низька розвиненість ринку деривативів це наслідок низької активності на фондовому ринку. Низька активність на фондовому ринку України пояснюється нерозвиненістю інфраструктури фондового ринку, недосконалою законодавчою базою щодо фондового ринку загалом і ринку деривативів зокрема, низьким інвестиційним рейтингом України, порушенням прав інвесторів тощо.

Однією з особливостей українського ринку деривативів є те, що загалом розвиваються ринки не фінансових, а товарних деривативів. Однак, на жаль, українське законодавство стосовно фондового ринку загалом і ринку деривативів зокрема не відпрацьоване. Особливо, якщо брати до уваги ринок деривативів. Зокрема, в «Законі України про цінні папери та фондовий ринок» у редакції від 1 листопада 2013 р., у розділі II, статті 15 записано: особливості емісії (видачі), обігу та обліку заставних, іпотечних сертифікатів, іпотечних облігацій, сертифікатів ФОН, приватизаційних, похідних, товаророзпорядчих цінних паперів і порядок розкриття інформації щодо них визначаються законодавством [6].

Відсутність навіть визначення деривативів у законі про фондовий ринок викликає запитання. Визначення деривативів і фінансових інструментів, що до них відносять, подано в першому розділі Податкового Кодексу України: деривати – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених умовах. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюється законодавством. До деривативів належать: свопи, форварди, ф'ючерси, опціони [7]. У частині третій, ст. 195, пункті 3 Цивільного Кодексу України від 16 березня 2003 р. визначено групу похідних цінних паперів: похідні цінні папери, механізм розміщення та обігу яких пов'язаний із правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів [8].

Ураховуючи той факт, що Закону України про деривативи не існує, а у двох головних законах щодо цінних паперів та їх обігу сказано, що «обіг деривативів регулюється законодавством», можна зробити висновок що їх обіг регулюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку і самими біржами та не регулюються національним законодавством. Тобто механізмів регулювання позабіржового ринку деривативів майже немає. Можливо, саме такими величезними прогалинами в законодавстві й можна пояснити де-факто низьку розвиненість позабіржового ринку деривативів в Україні.

Проте помітним є певний прогрес у законодавстві, оскільки в Законі України «Про оподаткування підприємств» від 28 грудня 1994 р. (втратив чинність після набуття чинності Податкового кодексу Украї-

УНІВЕРСИТЕТ «КРОК»

ни) було вказано лише 3 види деривативів: ф'ючерси, форварди та опціони [1, с. 337]. Однак лише додання визначення свопів у Податковий кодекс навряд чи вистачить для регулювання такого корисного, але й небезпечного інструменту. Національним законодавством повинні регулюватися хоча б основні засади функціонування та обігу позабіржових деривативів, надання звітностей щодо використання позабіржових деривативів у репозиторії. Більше того, необхідне регулювання екзотичних і структурованих деривативів, позаяк може бути небезпечною поява учасників та їх функціонування на таких ринках без належного регулювання останніх, хоча це й малоймовірно. Однак початок − Президент України доручив до червня 2013 р. підготувати законопроект про деривативи. Хоча раніше розроблялися законопроекти про деривативи та їх регулювання, усе ж вони не проходили голосування у Верховній Раді України, іноді навіть НКЦПФР просила про їх відхилення через недосконаліть і значну кількість правових колізій.

Загалом український ринок деривативів відрізняється від світового в таких аспектах:

- є незначним за обсягами, повністю не сформованим, перебуває на етапі свого активного становлення;
- обмежена кількість фінансових інструментів, доступних учасникам ринку;
- низька кількість якісних базових фінансових інструментів (зокрема акцій), що впливає й на торгівлю похідними фінансовими інструментами;
- низька консолідація інфраструктури та рівень капіталізації більшості з його учасників;
- відсутність дієвих моделей депозитарного та клірингового обслуговування;
- незначна частка хеджерів на ринку.

Україна має унікальний шанс використати досвід більш розвинутих країн, належно відпрацювати законодавство щодо деривативів, створити вже сучаснішу інфраструктуру ринків деривативів, урахувати помилки, допущені регуляторними органами інших країн. На краще чи ні, однак закон про деривативи обіцяє цілком змінити ситуацію на їх ринку.

Щодо покращення сфери ринку деривативів, то, на нашу думку, потрібно проводити відповідні заходи в таких напрямах:

- удосконалення національного законодавства, а саме створення відповідного закону щодо регулювання випуску, обігу, звітностей щодо деривативів тощо;
- запровадження політики державного регулювання операцій з деривативами;
- уніфікація, стандартизація та ліцензування деривативів, створення єдиних правових норм;
- створення, розвиток і активна діяльність рейтингових агентств в Україні, що сприятиме розвиткові фондового ринку також;
- подальший розвиток бірж та інших інфраструктурних установ, що є потрібними для операцій із деривативами;
- гарантування виконання угод на біржовому ринку, проведення клірингових розрахунків і впорядкування цього на рівні підзаконних актів НКЦПФР;
- підвищення рівня кваліфікації персоналу банків щодо використання різних видів деривативів.

Висновки

Нині на світових ринках деривативів відбуваються значні структурні, інфраструктурні та технічні зміни, зумовлені необхідністю підвищення прозорості ринків, зменшення ризиків, підвищення контролю. Значні зміни в державному законодавстві найбільших постіндустріальних країн світу мають на меті убезпечити ринки від кризових явищ, спричинених зловживанням деривативами та взяттям на себе величезного ризику, на кшталт іпотечної кризи в США.

Недосконаліть українського законодавства щодо ринку деривативів, відсутність норм їх емісії, регулювання та обігу негативно впливає на фінансову систему України взагалі. Хоча деривативи й становлять велику небезпеку при їх неконтрольованому використанні, усе ж при відпрацьованому законодавстві вони є доволі ефективними та необхідними інструмен-

тами. Особливо в Україні, де за останні 10 років сільськогосподарська галузь із дотаційної стала однією з ВВП-формуючих, ефективне функціонування, обіг і регулювання деривативів, товарних зокрема, вкрай необхідні. Та й не лише деривативів, а й інфраструктури − біржі, рейтингові агентства, інвестиційні банки, проведення клірингових операцій тощо. Так чи інакше, закон про деривативи, який повинні підготувати до літа, може на краще змінити ситуацію на їх ринку.

Список використаних джерел

1. *Головко А.Т.* Ринки фінансових інструментів та їх інфраструктура : Монографія // А.Т. Головко, С.М. Лаптєв, В.Г. Кабанов. – К. : Університет економіки та права «КРОК», 2009. – 560 с.

2. Производные инструменты: вопросы классификации и регулирования // Международные банковские операции, № 4/2005 [Електронний ресурс]. − Режим доступу : www.reglament.net/bank/mbo/2005_4_article_1.htm

3. Директива 2004/39/ЕС Европейского Парламента и Совета [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.finstran.wordpress.com/mifid-перевод-на-русский-язык/

4. Regular OTC derivatives market statistics // Bank for international settlements [Електронний ресурс]. − Режим доступу : www.bis.org/statistics/derstats.htm

5. Влияние Закона Додда-Франка на иностранные финансовые организации // KPMG [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.kpmg.com/ru/ru/ issuesandinsights/articlespublications/documents /dodd-frank-publication-rus.pdf

6. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 11 серпня 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – С. 268.

7. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 13-14, № 15-16, № 17. – С. 112.

8. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – №№ 40-44. – С. 356.

УНІВЕРСИТЕТ «КРОК»