

Володимир С. Лук'янов
**ДЕРИВАТИВНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ
ЯК ПРОДУКТ ФІНАНСОВОГО ІНЖИНІРИНГУ**

У статті досліджено інноваційні фінансові інструменти деривативного типу, які є продуктом фінансового інжинірингу та ключовим сегментом сучасної фінансової економіки.

Ключові слова: деривативи; фінансовий інжиніринг; віртуальний капітал; сек'юритизація активів.

Літ. 22.

Владимир С. Лукьянов
**ДЕРИВАТИВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ
КАК ПРОДУКТ ФИНАНСОВОГО ИНЖИНИРИНГА**

В статье исследованы инновационные финансовые инструменты деривативного типа, являющиеся продуктом финансового инжиниринга и ключевым сегментом современной финансовой экономики.

Ключевые слова: деривативы; финансовый инжиниринг; виртуальный капитал; секьюритизация активов.

Volodymyr S. Lukianov¹
**DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS AS A PRODUCT
OF FINANCIAL ENGINEERING**

The article analyzes the innovative derivatives, which are the product of financial engineering and a key segment in the contemporary financial economics.

Keywords: derivatives; financial engineering; virtual capital; assets securitization.

Постановка проблеми. Особливістю й водночас закономірністю сучасної фінансової епохи є перманентне народження нових фінансових продуктів та похідних фінансових інструментів, а також їх комбінацій. Завдяки фінансовому інжинірингу цей процес набуває ознак перманентності та вибухового характеру. Фінансовий інжиніринг, втілюючи у собі нові концептуальні ідеї та ексклюзивний досвід фахівців біржового ринку, здійснюючи моніторинг тенденцій і назрілих змін на фінансових ринках, застосовуючи апробаційне моделювання можливих результатів, здійснює конструювання інноваційних фінансових продуктів (інструментів). При цьому новоявлені фінансові інструменти, базуючись на підприємливій інтуїції розробників щодо можливого нарощення фінансового капіталу (що супроводжується активним їх застосуванням), набувають ознак уніфікованості та універсальності. Таким чином, безперервна поява ексклюзивних фінансових продуктів завдячує фінансовому інжинірингу.

Саме завдяки вибуховому зростанню похідних цінних паперів та фінансових інструментів глобальна фінансова система непомірно наростила свій потенціал. Продукування ексклюзивних фінансових продуктів (інструментів) через механізми фінансового інжинірингу відбувається не заради застосування новітніх фінансових технологій та інноваційних підходів як таких, а пере-

¹ National Academy of Management, Kyiv, Ukraine.

дусім задля майбутнього фінансового зиску. Найбільш благодатним полем у цьому процесі виступають деривативи. Трендом, що визначає системний реверс сучасної фінансової економіки у глобальному вимірі, є інтенсивний розвиток фінансових деривативів, розмаїття яких постійно зростає. Це, у свою чергу, спонукає активні дослідження у геофінансовому контексті.

Аналіз останніх досліджень. Фінансові інновації, що є проявом фінансового інжинірингу, являють собою нові продукти та інструменти, націлені перерозподіляти фінансові ризики і нарощувати фінансовий капітал. Розробка даної проблематики особливо актуалізувалась в останні роки. Слід відзначити, зокрема, таких авторів: як А. Аксаков [2], И. Барейша [4], С. Белозеров [5], Х. Бер [6], В. Гордон [7], А. Казаков [8], О. Крицький [9], Е. Логінов [11], Ю. Попова [14], Д. Раєвський [15], Д. Халл [17] та інші [19–22]. У свою чергу нами вже аргументовано висновок про те, що деривативи самостійно можуть виступати базисним активом для появи похідних фінансових продуктів [13]. Водночас необхідно визнати, що у вітчизняній науці дана проблематика досліджена недостатньо.

Мета дослідження полягає, з одного боку, в акцентуванні уваги передусім на деривативних фінансових інструментах, які отримали досить широке поширення в геофінансовій сфері; з іншого боку, задекларувати важливість наукового й практичного освоєння інноваційних фінансових продуктів даного типу на вітчизняних теренах.

Основні результати дослідження. Процес проектування, розробки й практичного застосування похідних фінансових інструментів фактично є проявом інноваційної продуктивності фінансового інжинірингу. Термін «фінансовий інжиніринг» як спосіб комбінування фінансових інструментів з різними параметрами ризику і прибутковості з'явився наприкінці 1990-х років. Останнім часом фінансовий інжиніринг усе більше застосовується для інноваційних схем і технологій на фондових ринках та біржових операціях.

Рушіями, ядром фінансового інжинірингу виступають креативно мислячі, підприємливі фахівці у галузі фінансового маркетингу і менеджменту. Саме їх інноваційні здобутки, підкріплені зростаючою інтернаціоналізацією фінансової науки, а також безпрецедентною мобільністю Інтернет-технологій зумовили «зникнення відстаней». Передусім завдяки сучасним інформаційно-мережевим технологіям на зміну «відтоку мізків» приходить циркуляція «планетарного розуму», у тому числі розвиток відкритих фінансових інновацій. Останнє особливо прослідковується у зростаючій кількості деривативних фінансових продуктів.

У світовій торговій практиці найбільш розповсюджені деривативи: а) у вигляді цінного паперу та паперово не оформлені; б) біржові та позабіржові деривативи. У документах Банку міжнародних розрахунків (BIS) деривативи означені у формі договорів і поділяються на дві великі групи: 1) угоди з форвардною складовою; 2) угоди з опціонною характеристикою, тобто угода передбачає односторонню передачу ризику і прибуток, обмежений певною сумою (так звану «опціонною премією»). У торговій практиці застосовуються деривативи: а) у вигляді цінного паперу та паперово не оформлені; б) біржові та позабіржові.

Трансформуючись у короткострокові фінансові ресурси, деривативні фінансові продукти породжують так звані квазігроші. За таких умов «грошові ринки перетворилися у гігантські казино, якими можна маніпулювати за допомогою потужних хедж-фондів, багатонаціональних банків та інших валютних спекулянтів» [18]. Короткі гроші циркулюють у середовищі біржових спекулянтів, що прагнуть заробляти на перепродажу активів, а не їх застосуванні в якості засобів для капітальних інвестицій.

Що стосується вітчизняного ринку інноваційних фінансових інструментів, то переважна більшість з них до сьогодення залишаються terra incognita. У цьому сенсі насторожує той факт, що у найбільш свіжому і фундаментальному науковому виданні – «Банківська енциклопедія» не знайшлося місця такій категорії, як «фінансові деривативи» [3]. Вітчизняне чинне законодавство визначає дериватив як «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 ним умовах» [1].

Показово, що на світових фінансових ринках останнім часом усе більш активно проявляють себе такі деривативні ексклюзиви та їх похідні, як кредитний брокеридж, форекс брокеридж, депозитарні розписки, ковенанти, коллатералізовані боргові зобов'язання, свопові угоди (зокрема своп-спреди), ф'ючерсний контракт на основі фондових індексів, фінансово-інформаційні активи, сек'юритизація та багато інших. Найновішим фінансовим продуктом є «краудфандінг», що являє собою особливий інноваційний різновид мікрофінансування шляхом збору коштів через Інтернет. Поки що даним інноваційним інструментом користуються переважно найбільш «продвинуті» представники інформаційно-комунікаційних технологій, що ініціюють нові ідеї та проекти, не маючи для їх практичної реалізації необхідних коштів.

Для досягнення визначеної цілі (наприклад, розвиток нового напрямку фінансового бізнесу, оптимізації оподаткування, ефективного управління фінансовими потоками) або для того, щоб виступити в ролі бенефіціара певного проекту (набуття права власності або зобов'язання на здійснення угоди тощо) створюються компанії спеціального призначення (special purpose entity – SPE або special purpose vehicle – SPV). Компанії спеціального призначення, як правило, створюються в офшорних територіях, низькоподаткових зонах та державах так званої «респектабельної юрисдикції» [12, 353].

Нині досить активно застосовується такий фінансовий інструмент, як сек'юритизація активів. Йдеться про процес позитивного трансформування неліквідних фінансових активів і, таким чином, перерозподіл ризиків шляхом переведення активів (зокрема, позик) у режим продажу інвесторам. Водночас у якості найважливіших ознак сек'юритизації активів передусім називають такі елементи: ізоляцію ризиків пулу від ризиків оригінатора; переуступку активів з метою забезпечення інтересів інвестора; використання потоків платежів, що генеруються фінансовими активами, для здійснення відсоткових виплат.

Сек'юритизація у формі переводу активів банків із довгострокових у короткострокові інструменти через випуск деривативів має своїм неминучим наслідком: по-перше, стрімке розширення поглинаючих можливостей фондового ринку; по-друге, збільшення швидкості обігу активів, а отже, активізацію

окупності вкладень, що набули статусу короткострокових фінансових інструментів.

Шляхом сек'юритизації здійснюється перерозподіл ризиків через переведення активів (зокрема, позик) у режим продажу інвесторам. Йдеться про те, що розмаїття приватних заборгованостей, наприклад іпотечних позик, діляться на транші, які шляхом незвичних комбінацій породжують такі невідомі досі цінні папери, як сек'юритизовані закладні, що виставляються на біржовий продаж. Так, обсяг випущених за рік цінних паперів, забезпечених таким різновидом боргових зобов'язань, як закладні, стабільно перевищує відмітку в 3 трлн. дол. США [19].

Отже, сек'юритизація – це суто інноваційний спосіб набуття низьколіквідними активами ознак високоліквідних фінансових інструментів на грошовому ринку. Завдяки даному фінансовому інструменту здійснюється оформлення неліквідних боргових зобов'язань у розряд затребуваних похідних цінних паперів.

Прикладом того, як деривативи самі можуть слугувати базисним активом для появи похідних фінансових інструментів, може бути такий. Принципово новим фінансовим інструментом, запущеним у біржовий обіг (2003 р., Австралійська біржа), стало свідоцтво GETFs (Gold exchange-traded funds). Вказаний фінансовий інструмент у даний час включено до біржового лістингу як різновид високоліквідних похідних цінних паперів. Це відкрило для нього можливість активно торгуватися на загальносвітових фондових біржах (Лондон, Нью-Йорк, Цюрих і Париж).

Для вітчизняної термінології відносно новими і ще незвичними є такі інструменти фінансової економіки, як факторинг і форфейтинг. Факторинг за певних умов і обставин виступає заміном звичного банківського кредитування. Він відрізняється від кредитування тим, що отримання кредиту і його розмір обумовлені поточним фінансовим становищем позичальника (кредитна історія, наявність відповідного забезпечення тощо). А для отримання необхідної грошової суми на умовах факторингу достатньо лише дебіторської заборгованості. Тобто гарантією для здійснення факторингового фінансування, як правило, виступає дебіторська заборгованість. У свою чергу, форфейтинг являє собою фінансову операцію (при посередництві фінансового агента) між продавцем і покупцем з приводу прибирання відповідного комерційного зобов'язання.

Досить звичним явищем на фінансових ринках є депозитарні розписки. Депозитарні розписки – це інноваційний фінансовий інструмент у формі сертифікатів на цінні папери іноземного емітента. Депозитарні розписки випускаються на акції чи боргові зобов'язання іноземного емітента. Виділяються два основні різновиди депозитарних розписок: американські (АДР) та глобальні (ГДР). Вимоги до власного капіталу форекс-компаній постійно зростають. Так, в США напередодні світової фінансової кризи їх дайджест-капітал становив 500 тис. дол. США, то після кризи він має сягати не менше 20 млн. дол. США. На додаток до цього посилюються інші вимоги, серед яких – заборона на коригування цін, обмеження левериджу, тобто кредитного плеча 1 до 100, заборона відкривати на клієнтському рахунку зустрічні позиції [18; 21].

Як наслідок, чимало форекс-компаній на території США закриваються або ж переходять до інших юрисдикцій.

Одним з найостанніших інноваційних здобутків, що активно вживається на зарубіжних фінансових ринках, є так звані «колатералізовані боргові зобов'язання». Дана фінансова інновація базується на поділі наявних боргових зобов'язань на відповідні частки вихідних позик. При цьому відсоткові платежі першочергових придбавачів довготермінових позик за своєю надійністю прирівнювалися до виплат за державними облігаціями і таким чином отримували високе рейтингове підкріплення. На зарубіжних фондових ринках подібна «фінансова алхімія» стала звичною практикою.

Своєрідним кредитним деривативом і сучасним продуктом фінансового інжинірингу є свопи кредитного дефолту (credit default swap – CDS). CDS як інноваційний інструмент фінансового інжинірингу використовують і в автономному режимі, і у рамках декількох деривативних продуктів. CDS дає право «покупцю захисту» отримати від продавця деривативу відповідну компенсацію у випадку непередбачено ризикової кредитної події по базовому активу.

Свопи кредитного дефолту поділяють на два різновиди: 1) CDS одного найменування (single-name credit default swap); 2) CDS декількох найменувань (multi-name credit default swap). У свопі одного найменування вказується один базовий актив або одна довідкова організація. У CDS декількох найменувань страхується портфель кредитних ризиків за декількома довідковими організаціями. У даному варіанті йдеться про синтетичні забезпечені боргові зобов'язання (collateralized debt obligation – CDO) та кредитні ноти (credit linked note – CLN). Попри те, що офіційно CDS з'явився на позабіржовому ринку наприкінці 1990-х років, даний фінансовий інструмент досі не контролюється ні біржами, ні державними структурами.

В умовах зростаючої фінансової нестабільності активізується пошук нових фінансових інструментів, здатних якщо не попереджувати системні ризики, то відповідним чином мінімізувати втрати. Одним з таких інструментів фінансового інжинірингу є, наприклад, ковенант. Ковенанти – це договірні зобов'язання позичальника, порушення яких надає право кредиторів оголосити позичальнику дефолт. При дефолті емітента емітовані кредитні ноти анулюються. Виділяються 3 групи ковенантів: 1) активні ковенанти – зобов'язання позичальника про наявність факту дії або її виконання; 2) пасивні ковенанти – зобов'язання позичальника утримуватися від певних дій або бездіяльності; 3) фінансові ковенанти – зобов'язання позичальника підтримувати обумовлені угодою фінансові показники на визначеному рівні.

Ковенанти набувають широкого вжитку у ринково розвинутих економіках як важливий інструмент управління фінансовим ризиком. Зарубіжні дослідники по-різному визначають місце і роль даного фінансового інструменту, сходяться в одному: ковенанти не є різновидом деривативів. Економіко-правова сутність ковенант проявляється у зниженні невизначеності конкретних угод та договорів. Завдяки тому, що ковенантний механізм дозволяє зафіксувати масштаб відповідальності суб'єктів певних фінансових відносин і таким чином об'єктивно розподілити можливі ризики між емітентом та інвестором, кредитором і позичальником, у зарубіжній практиці ковенанти набува-

ють усе більшого визнання. А в окремих країнах вони вже отримали законодавче закріплення. Зарубіжний досвід підтверджує, що ковенант – це фінансовий інструмент, спеціальна угода, або наявність спеціальних обумовленостей в договорі, що дозволяють врегулювати фінансові відносини між емітентом та інвестором, кредитором і позичальником, знижуючи непередбачені ризики та запобігаючи, таким чином, зародженню дефолтних загроз [13]. Однак фінансово-правова фіксація ковенант поки що не відбулася у вітчизняному законодавстві.

Відомі зарубіжні аналітики справедливо стверджують, що «більшість країн з низькими і середніми доходами не підготовлені для трансплантації багатьох західноєвропейських чи північноамериканських інститутів» [22]. Як правило, дані інститути, перенесені на фінансові ринки, що розвиваються, функціонують у нових умовах зовсім інакше. Розробка цивілізованих принципів і стандартів, механізмів транспарентності торгівлі фінансовими деривативами та їх похідними (фінансовими інструментами), в Україні згадується в кращому випадку у постановочному контексті.

Висновок. Ускладнюючим фактором для сприйняття й практичного освоєння інноваційних фінансових інструментів на українському фінансовому ринку є відсутність відповідної законодавчо-нормативної бази, недостатня територіальна розповсюдженість Інтернет-технологій, незацікавленість венчурних інвесторів, незнання старшим поколінням бізнесменів англійської мови (у зв'язку з цим виникає проблема розуміння буквального значення термінів іноземного походження) тощо. Це далеко не повний перелік чинників і причин фактично ембріонального стану фінансової економіки на теренах України.

Попри ці та інші складнощі глобалізаційна трансформація сучасних фінансових ринків зумовлює потребу освоювати зарубіжні аналоги фінансових інструментів, спочатку методом проб і помилок, а потім на цивілізаційних засадах. Тому необхідно і важливо вивчати світовий досвід продукування та практичного застосування фінансових продуктів інноваційного типу.

Беззаперечним фактом є те, що фінансові ринки у даний час приводяться в рух похідними фінансовими інструментами. Вони, не дивлячись на глобальні фінансові флуктації, продовжують розглядатися в якості засобу забезпечення позитивних зрушень, оскільки мультиплікують інвестиційні можливості економіки взагалі і конкретних ринкових агентів зокрема.

1. Податковий кодекс України від від 02.12.2010 №2755-VI // zakon.rada.gov.ua.
2. Аксаков А. Перспективи взаємодії банків з кредитними та валютними брокерами // Фінансовий ринок України. – 2012. – №12. – С. 7.
3. Банківська енциклопедія / С.Г. Арбузов, Ю.В. Колобов, В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. – К.: ЦНД НБУ, 2011. – 504 с.
4. Барейша И. Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №4. – С. 57–61.
5. Белозеров С.А., Лупырь А.А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов // Финансы и кредит. – 2013. – №31. – С. 69–79.
6. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: ВолтерсКлувер, 2007. – 624 с.
7. Гордон В.Б. Роль деривативів на ринках, що розвиваються // Фінанси України. – 2005. – №1. – С. 70–76.

8. Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг.– 2003.– №19. – С. 62–65.
9. Крицкий О.Л., Бельснер О.А. Оптимизация портфеля финансовых инструментов // Финансы и кредит.– 2013.– №36. – С. 35–40.
10. Лісіцина О. Використання іноземної термінології на фінансовому ринку // Фінансовий ринок України.– 2013.– №2. – С. 26.
11. Логинов Е.Л., Логинова Е.В. Деривативы в российской экономике: стратегические тренды управления асимметричностью распределенных рынков // Финансы и кредит.– 2012.– №30. – С. 26–33.
12. Лук'янов В.С. Сучасні фінансові ринки. – К.: Знання, 2013. – 479 с.
13. Лук'янов В.С. Фінансові інновації та їх вплив на розвиток фінансових ринків у сучасних умовах // Науковий часопис НПУ імені Н.П. Драгоманова.– Серія 18: Економіка і право.– 2012.– Вип. 18. – С. 33–41.
14. Попова Ю.Ю. Кредитно-дефолтные свопы как амортизаторы финансового кризиса в странах Еврзоны // Финансы и кредит.– 2013.– №28. – С. 66–72.
15. Раевский Д.Ю. Раскрытие понятия «дериватив» в отечественной практике // Финансы и кредит.– 2012.– №39. – С. 60–69.
16. Семенов В.П., Рябкин В.И. Валютный депозит как виртуальные дериватив // Финансы и кредит.– 2013.– №28. – С. 2–13.
17. Халл Д.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2008. – 122 с.
18. Шеголева Н.Г., Хабаров В.И. Обзор международного своп-рынка // Финансы и кредит.– 2012.– №41. – С. 2–13.
19. Brown, E.N. (2008). Web of Debt: The Shocking Truth About Our Money System and How We Can Break Free. Third Edition. Revised and Expanded. Baton Rouge (Louisiana): Third Millenium Press. 206 p.
20. Frost, C.W. (1997). Asset Securitization and Corporate Risk Allocation. The Tulane Law Review, 72: 72–152.
21. Iacobucci, E.M., Winter, R.A. (2005). Asset Securitization and Asymmetric Information. The Journal of Legal Studies, 34: 161–206.
22. Lejot, P., Arner, D, Schou-Zibell, L. (2008). Securitization in East Asia. Working Paper Series on Regional Economic Integration. Asian Development Bank. 69 p.

Стаття надійшла до редакції 10.12.2013.