

ОРГАНІЗАЦІЯ ОБІГУ ВАЛЮТНИХ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ: ПИТАННЯ ТЕОРІЇ ТА ПРАКТИКИ

Сергій Антонов,
Голова Ради
Асоціації
«Українські
фондові торговці»,
канд. техн. наук
(м. Дніпро-
петровськ)
**Станіслав
Шишков,**
ПАТ «Фондова
біржа
«Перспектива»,
директор
(м. Дніпро-
петровськ)

У статті розглянуто особливості хеджування валютних ризиків з використанням валютних деривативів, детально проаналізовано стан та проблеми нормативного регулювання обігу валютних деривативів в Україні, існуючі схеми розрахунків. Особлива увага приділяється питанням удосконалення схем розрахунків на строковому ринку та функціонуванню розрахункових палат у контексті активізації ринку валютних деривативів в Україні.

ОБ'ЄКТИВНА НЕОБХІДНІСТЬ ВПРОВАДЖЕННЯ ОБІГУ ВАЛЮТНИХ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ

Восени 2008 року під впливом світової фінансово-економічної кризи в Україні закінчилася 7-річна епоха регульованого валютного курсу, причому майже зі світовим рекордом – гривня, девальвувавши відносно долара на 62,3% і на 54,8% відносно євро, увійшла в трійку країн - світових «лідерів» падіння національних валют [1]. У числі фундаментальних причин зниження курсу гривні - зменшення притоку іноземних інвестицій та кредитних ресурсів в Україну, а також ажіотажний попит на валюту з боку населення та суб'єктів господарювання. НБУ намагався зупинити здешевлення гривні шляхом масштабних інтервенцій, однак лише наприкінці 2008 р. вдалося спочатку пригальмувати, а потім зупинити падіння національної валюти. Окрім макроекономічних чинників, наведених вище, причиною значної волатильності та непрогнозованості динаміки валютного ринку України є відсутність дієвих інструментів для хеджування валютних ризиків.

Перспективи курсових коливань оцінюються по-різному – експерти схильні вважати, що 2009 року гривня може як укріпитися до позначки 7 UAH/USD, так і продовжити падіння нижче 12 UAH/USD. Не в останню чергу зміни курсу залежатимуть від масштабу відтоку капіталу з країни [2]. І це не є суто

українською проблемою. Експерти прогнозують, що у найближчі роки, навіть після закінчення активної фази кризи, світова фінансова система буде вкрай нестійкою, а валютні ринки – доволі волатильними [3].

Валютний ринок в умовах ринкової економіки завжди є волатильним – така парадигма ринкової економіки. В силу цього валютні коливання так чи інакше відображаються на економіці та на діяльності практично всіх суб'єктів господарювання та населення. Однак в умовах виникнення девальваційних шоків, як було це в Україні восени минулого року, негативний вплив валютного чинника на економіку є на порядок вищим.

Різка девальвація гривні привела до погіршення інфляційних та девальваційних очікувань, що мало своїм наслідком масовий і тривалий відтік депозитів з банківської системи, стрімке зростання обсягів неплатежів по кредитах. Проблеми позичальників з обслуговуванням валютних кредитів вже безпосередньо вплинули на банківський сектор України: за січень-березень поточного року негативні кредити зросли на 6,9 млрд грн, тоді як за весь минулий рік – на 12,6 млрд грн. Фактично це означає, що значна частина позичальників припинила сплачувати по кредитах. При цьому паніка вкладників, пов'язана як зі зменшенням довіри до банків та побоюванням неможливості зняття депозитів, так і з витратою наявних заощаджень на оплату

раніше взятих кредитних зобов'язань, призвела до скорочення депозитної бази банків лише за перший квартал 2009 р. на 43,8 млрд грн.

Невтішно виглядає й корпоративний сектор, який протягом останніх років активно залучав валютні кредитні та облігаційні позики у вітчизняних та іноземних банків: станом на початок 2009 року зовнішній борг корпоративного сектору складав \$84 млрд, або 47% ВВП. Нині цілком реальною є загроза низки дефолтів найбільших підприємств, бо фінансові показники компаній в умовах кризи та зниження попиту на традиційні товари українського експорту погіршуються, рефінансування практично недоступне, а девальвація гривні зробила валютний борг ще більш відчутним.

Подорожчання імпортованих товарів завдяки девальвації вже призвело до падіння доходів імпортерів. Після стабільного зростання обсягів імпорту товарів до рівня \$8-9 млрд на місяць, досягнутого влітку, з жовтня 2008 р. почалося катастрофічне падіння імпорту: на 9,8% у жовтні (до \$7,6 млрд), на 31,2% у листопаді (\$5,3 млрд) та ще на 9,9% у грудні (\$4,8 млрд – тобто майже удвічі менше, ніж у липні 2008 р., та на 27,3% менше, ніж у грудні 2007 р.). Загалом за підсумками 2008 р. від'ємне сальдо торгівлі товарами та послугами зросло до 13,8 млрд дол. порівняно з 7,3 млрд у 2007 р. У січні лютому 2009 р. тенденція продовжилась (хоча зменшення від'ємного сальдо торгового балансу в значній мірі забезпечила девальвація, однак у той же час суттєво зріс обсяг зовнішнього боргу у гривневому обчисленні).

Чотирикратне падіння індексу ПФТС за 2008 р. призвело до масштабної втечі з фондового ринку спочатку інвесторів, а потім і самих професійних учасників ринку: дедалі більше відомостей надходить про збитки, скорочення персоналу та закриття інститутів спільного інвестування, компаній з управління активами, торговців цінними паперами [4, 5].

¹ Деривативи – це похідний фінансовий інструмент, що становить собою контракти, які укладаються з метою перерозподілу фінансових ризиків і передбачають попередню фіксацію умов проведення у майбутньому певних операцій з предметами угод. При цьому основним мотивом будь-яких строкових угод є страхування ціни (в даному випадку курсу) зараз на визначений строк (чи дату) у майбутньому. Процедура попередньої фіксації умов майбутньої операції обміну дозволяє і покупцеві, і продавцеві протягом визначеного терміну застрахуватись від ід ризику зміни курсу базового активу.

Усі ці обставини спонукають до пошуку ефективних способів мінімізації валютних ризиків. Але не треба шукати «український винахід». Найпоширенішим інструментом серед них є використання валютних деривативів¹, що виникли як відповідь на дедалі зростаючі ризики у зв'язку з коливанням курсів, давши змогу учасникам ринкових відносин використовувати механізми зниження цих ризиків.

Спільною тезою в інтерв'ю найбільш авторитетних учасників фондового ринку є посилення на кризу та відсутність фінансових інструментів, обіг яких активізував би коматозний стан ринку та надав можливості отримувати прибутки від професійної діяльності. Впровадження в обіг валютних деривативів є в даній ситуації цілком доцільним, з огляду на значну кількість потенційних інвесторів, зацікавлених у хеджуванні вкрай високих валютних ризиків в Україні.

Наприклад, такими інвесторами неодмінно стануть банки, які вкрай зацікавлені в мінімізації валютних ризиків як власних, так і клієнтських. Вітчизняні банки, що протягом останніх років активно залучали за низькими ставками ресурси від закордонних банків для нарощування роздрібного кредитування населення, через відсутність інструментів хеджування та неможливість залучення зовнішнього фінансування теж зіткнулися з проблемою пошуку ресурсів для погашення боргів.

Особливості вітчизняного законодавства (зокрема, заборона розрахунків між резидентами в валюті) спонукають використовувати строкові валютні контракти без поставки базового активу, а лише з проведенням сторонами договору взаєморозрахунків у грошовій формі. Використання саме деривативів такої форми дозволить розділити на складові ті ризики, які притаманні базовим інструментам, і одночасно перерозподілити їх між учасниками договору. Це дозволяє торгувати ризиками окремо від базових інструментів, тобто здійснювати перерозподіл цінових ризиків.

Найбільш прийнятним для умов України є впровадження в біржовий обіг передусім такої форми строкових контрактів, як валютні ф'ючерси, що мають такі переваги перед іншими різновидами строкових контрактів (опціонами, форвардами, свопами):

- стандартизована форма ф'ючерсного контракту зумовлює виключно біржовий обіг цього інструменту;
- специфічна форма розрахунків за укладеними ф'ючерсними контрактами (за участю розрахункової палати, з використанням гарантійних внесків – різних видів маржі) веде до фактичної відсутності для учасників строкового ринку ризиків, пов'язаних із процедурою розрахунків;
- необов'язковість (частіше за все – відсутність) необхідності поставки базового активу;
- висока ліквідність обігу завдяки легкій формі ліквідації позиції (шляхом укладання офсетного договору) та низькій ціні ф'ючерсного контракту порівняно із вартістю базового активу (на відміну від опціонів).

Слід зазначити, що і в світі ф'ючерсні контракти є найбільш поширеним видом біржового похідного інструменту. Щоденні обороти ф'ючерсами на провідних світових біржах (*LIFFE*, *SFE*, *NSE*, *DTB*, *NYSE*) у докризовий період сягали сотень мільярдів доларів.

Серед інших загальновідомих особливостей ф'ючерсних контрактів слід виділити наступні.

Базовий актив по ф'ючерсному контракту поставляється не одразу, натомість здійснюються щоденні взаєморозрахунки між продавцями та покупцями в залежності від того, зростає чи падає ціна на товар (сплата варіаційної маржі).

Суттєвою перевагою ф'ючерсного контракту є той факт, що його виконання гарантується біржею або розрахунковою палатою. Таким чином, укладаючи контракт, немає необхідності вивчати фінансовий стан контрагента.

Важливий аспект використання валютних деривативів пов'язаний з тим, що вони є високодохідними інструментами інвестування і можуть використовуватися при вирішенні завдань розміщення активів з метою збільшення прибутковості фінансових операцій. Тобто строковий валютний ринок пере-

розподіляє не тільки ціновий ризик, а й відокремлює інвестиційне навантаження на спотовий валютний ринок.

Ще важливіша роль ринку валютних деривативів полягає у наданні суб'єктам економічної інформації. Це пояснюється тим, що певні позиції відкриваються з огляду на певні очікування, які формуються у результаті комплексного аналізу значного масиву інформації (дані про обсяги виробництва, споживання, динаміку ринкових цін, рівень безробіття, урядові звіти, платіжні баланси тощо), внаслідок чого ціни на активи набувають тенденцію наближатися до своєї реальної вартості. А якщо сторони заключають угоди, базуючись на реальних цінах, економічні ресурси розподіляються більш ефективно. Інший аспект інформаційної функції валютних деривативів полягає у вивченні результатів торгівлі деривативами, тобто знання попиту і пропозиції на валютні деривативи з різними цінами виконання, обсягу відкритих позицій дає інформацію про наміри інвесторів купувати і продавати валюту при виникненні певних ринкових умов або періодів.

Ринок ф'ючерсних контрактів в Україні, на жаль, незважаючи на епізодичні намагання його створення, наразі знаходиться ще в стадії становлення [6]. Основними причинами є нерозвиненість законодавчої бази, заборона на використання ф'ючерсних контрактів для ІСІ, хоча в розвинутих країнах левову частку контрактів, базовим активом яких є цінні папери, валюта та індекси, придбавають саме інвестиційні фонди. Але розвиток таких видів фондів, як хедж-фонди, фонди фондів та ін., які є своєрідною «подушкою безпеки» ринку, неможливо без впровадження в обіг строкових контрактів [7].

Процедура перерозподілу ризиків через деривативи дає можливість не залежати від кон'юнктури ринку, уникати цінових ризиків, унаслідок чого підвищується ефективність фінансово-господарської діяльності суб'єктів господарювання. Це досягається шляхом відкриття позиції на строковому ринку, яка була б протилежна вже існуючій або запланованій позиції на спотовому ринку. Хоча строковий ринок виник як реакція на ряд проблем, які

не міг вирішити ринок спотовий, разом з тим він, отримавши самостійний розвиток, став впливати на спотовий ринок, і саме тому, що він генерує інформацію про майбутні ринкові тенденції, недоступні для прямого спостереження на спотовому ринку.

Цей вплив проявляється у наступному:

- ціни валютного строкового ринку несуть інформацію про майбутню кон'юнктуру, що дозволяє суб'єктам господарської діяльності (в першу чергу, зовнішньоекономічної) коригувати свої плани у відповідності з очікуваною кон'юнктурою, що відображується у кінцевому підсумку на обсягах попиту та пропозиції, а тобто на курсах валютного строкового ринку;

- строковий ринок стимулює більш ефективне функціонування спотового ринку, так як легкодоступні дані по котировках на строкові контракти зменшують трансакційні витрати на отримання інформації про поточний стан попиту та пропозиції;

- строковий ринок поліпшує якість інформації, що надходить на спотовий ринок, і ціни строкового ринку швидше реагують на зміну попиту та пропозиції, тобто наявність біржового строкового ринку робить спотову ціну більш гнучкою в силу того, що агенти ринку отримують більш повну інформацію, тобто курси валют на строковому ринку стимулюють вирівнювання валютних курсів на спотовому ринку;

- функціонування ліквідного строкового ринку зменшує амплітуду коливань валютних курсів на спотовому ринку. Даний ефект досягається в результаті того, що за рахунок більш повної інформації, що надходить зі строкового ринку, процес зміни спотових курсів приймає постійний і тому більш плановий характер;

- інформація про строковий ринок, що надходить за котировками строкового ринку, сприяє більш оптимальному розміщенню ресурсів на спот-ринку. Вона також дозволяє знизити спред, що встановлюється дилерами, оскільки додаткова інформація знижує рівень ризиків.

Вплив строкового ринку на спотовий буде тим більший, чим адекватніше ціни строкових контрактів будуть відображати майбутні цінові тенденції, що,

у кінцевому рахунку, визначається розвитком, величиною та ефективністю функціонування строкового ринку.

За класичною економічною теорією наявність високоліквідного і ефективного строкового ринку є одним із чинників макроекономічної стабілізації (це окрема, але досить актуальна тема). У разі, якщо економіка працює стабільно, ринкові параметри є прогнозованими, ризики - мінімальними, то потреба у їх обмеженні (згладженні) не є проблемою із числа першорядних. За умови мінливості та невизначеності на фінансових ринках, прояву кризових явищ рівень ризиків зростає, отже загострюється проблема їх мінімізації. А оскільки економічні коливання і невизначеність внутрішньо властиві ринковій економіці, то потреба в спеціальному механізмі їх стримування є об'єктивною.

На сучасному етапі в Україні інструменти строкового ринку взагалі не використовуються. Серед основних проблем впровадження похідних фінансових інструментів у практику управління економікою на сьогодні можна визнати такі:

- недостатня розвиненість окремих сегментів фінансового ринку;

- прогалини у законодавчому забезпеченні;

- високі ризики у діяльності суб'єктів господарської діяльності;

- низький авторитет вітчизняних фондових бірж;

- відсутність посттрейдингового механізму клірингу та розрахунків.

Вищевикладене дає змогу сформулювати основні переваги валютного строкового ринку як інструменту підтримки макроекономічної рівноваги.

По-перше, проведення операцій на валютному строковому ринку впливає на процеси курсоутворення.

По-друге, операції на строковому ринку стимулюють економічну активність суб'єктів господарювання за умови вигідніших майбутніх цін. Це дозволяє збільшити доходи виробників, отже, одержати додаткові надходження в бюджет.

По-третє, використання інструментів строкового ринку в процесі державного регулювання економіки дає змогу впливати на формування

певних очікувань економічної кон'юнктури без суттєвого підживлення інфляційних очікувань, тоді як запровадження одноразових заходів фіскального чи монетарного характеру може напряму спричинити відчутні інфляційні наслідки.

По-четверте, строковий ринок підсилює конкурентні позиції бізнесу за рахунок підвищення якості і відкритості інформації про майбутні курсові цінові зміни.

По-п'яте, на відміну від традиційних інструментів монетарної та фіскальної політики, ефективно діючий валютний строковий ринок дає змогу здійснювати процеси державного управління поступово і дозовано.

Недооцінка значення валютного строкового ринку у процесі регулювання економічних процесів на сучасному етапі розвитку України зумовлена наявністю як об'єктивних, так і суб'єктивних причин. Однією з суттєвих перешкод була відсутність фахівців з питань торгівлі деривативами і хеджування ризиків. На відміну від досвіду розвинутих країн, строкова торгівля в Україні виникла і розвивалась з домінуванням спекулятивних тенденцій, що і стало головною причиною недієздатності строкового ринку. Втім таке явище є цілком передбачуваним у країні, де упродовж десятиліття відбувається стихійний перерозподіл власності, фінансовий ринок перебуває у кволомому стані, а стратегія бізнесу не націлена на налагодження цивілізованих відносин. В таких умовах впровадження в обіг валютних ф'ючерсів значно покращить стан фондового та валютного ринку України, надасть суб'єктам господарювання можливості для хеджування валютних ризиків, поліпшить ситуацію з прогнозуванням макроекономічних показників.

СТАН НОРМАТИВНО-ПРАВОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ, ЩО РЕГЛАМЕНТУЄ ОБІГ ВАЛЮТНИХ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ

На сьогодні на вітчизняному фінансовому ринку побутує думка, що основною причиною нерозвиненості обігу валютних деривативів в Україні є відсутність профільного закону та суперечливість діючого законодавства, що регулює випуск та обіг деривативів вза-

галі і валютних зокрема. Ця проблема дійсно має місце, втім, на наш погляд, вона не є визначальною і єдиною для розвитку ринку деривативів.

Законодавство України про цінні папери взагалі знаходиться у стадії розвитку й становлення. Причому вітчизняне законодавство з питань випуску та обігу похідних значно відстає у своєму розвитку навіть від загального масиву норм, що врегульовують відносини на ринку цінних паперів [8].

Публічно-правова регламентація відносин щодо деривативів на рівні закону обмежується положеннями Законів України «Про оподаткування прибутку підприємств» [9] та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [10]. Інші закони України ґрунтуються на понятійному апараті наведених двох законів, торкаючись лише окремих питань випуску й обігу похідних, а саме:

а) певних обмежень їхнього випуску та обігу (п. 5 ч. 4 ст. 80 Закону України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» [11]; п. 5 ч. 3 ст. 47 та п. 15 ч. 1 ст. 49 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [12]; ч. 3 ст. 26, абз. 9 ч. 2 ст. 30, абз. 6 ч. 9 ст. 34 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [13]);

б) розмежування компетенції державних органів у певних сферах державного регулювання (абз. 3 ч. 1 ст. 21 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [14]);

в) особливостей визначення об'єкта оподаткування окремими податками (п. 1.2 ст. 1 Закону України «Про податок з доходів фізичних осіб» [15]; п. 11.1 ст. 1, пп. 3.2.1 п. 3.2 ст. 3, абз. 2 пп. 3.2.5 п. 3.2 ст. 3, пп. 3.2.7 п. 3.2 ст. 3 Закону України «Про податок на додану вартість» [16]);

г) визначення правового статусу певних суб'єктів (ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [17]; ст. 360 Господарського кодексу України [18]);

д) впорядкування певних публічно-правових процедур (пп. «е» п. 1 ст. 12 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом»

[19]; ч. 4 ст. 33 Закону України «Про забезпечення вимог кредиторів та реєстрацію обтяжень» [20]).

Перераховані вище нормативно-правові акти стосуються регулювання відносин, пов'язаних з похідними фінансовими інструментами, і є результатом лише вжиття правомочними нормотворчими органами заходів до позитивного врегулювання цих відносин. Ті чи інші аспекти похідних фінансових інструментів відзначаються в значно більшій кількості правових актів². Однак у більшості випадків ці акти обмежуються лише згадуванням про похідні, що не сприяє з'ясуванню їх сутності й гармонізації регулювання відповідних економічних відносин³.

Окреслена вище «картина» регулювання похідних вражає своєю строкатістю. Не впорядкував ситуацію й прийнятий у 2006 р. базовий Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [17], хоча його безперечним здобутком було делегування клірингу та розрахунків за похідними саме біржам, про що детальніше йтиметься нижче.

Наразі практичні питання випуску та обігу деривативів (похідних) регулюється Цивільним кодексом України [23], Законами України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3], «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [10], «Про оподаткування прибутку підприємств» [9], Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів [24], Рішенням ДКЦПФР «Про затвердження Правил випуску та обігу фондових деривативів» [25], Постановою Правління НБУ «Про затвердження Правил випуску та обігу валютних деривативів» [26] та ін.

Усі перелічені документи побачили світ в різні роки та базуються на стані законодавства відповідних періодів. На жаль, готували їх різні люди, просували різні органи влади з різною метою,

але поєднує ці документи одне – відсутність у державі єдиної системної стратегії щодо розвитку в Україні ринку деривативів.

Додаткові вимоги регламентовані державними органами, на які покладаються функції регулювання відповідного ринку: НБУ – для валютних деривативів, Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР) – для фондових деривативів та неконкретизованим дотепер регулятором товарного біржового ринку (на практиці – Міністерство аграрної політики України) – для товарних деривативів.

Слід зазначити при цьому, що багато питань викликає той факт, що на підставі Правил випуску та обігу фондових деривативів [25] базовим активом – предметом деривативу можуть виступати не тільки цінні папери, але й товари або кошти. У результаті склалася ситуація, при якій ДКЦПФР сама частково врегулювала правила випуску й обігу валютних і товарних деривативів, замість НБУ та органу, відповідального за регулювання товарного біржового ринку. Але це зовсім не полегшує завдання випуску та обігу валютних і товарних деривативів, тому що документ, ініційований ДКЦПФР, суперечить деяким положенням нормативно-правових актів і роз'яснень, прийнятих зазначеними регуляторами валютного і товарного біржових ринків [27].

Питання використання валютних деривативів з метою хеджування ризиків регулюються Постановою Правління НБУ «Про затвердження нормативно-правових актів Національного банку України» [28]. Воно надає можливість банкам, а також суб'єктам зовнішньоекономічної діяльності з метою хеджування зміни курсів валют здійснювати операції на умовах «форвард» при дотриманні наступних пунктів:

- хеджуватися може ризик зміни курсу однієї іноземної валюти віднос-

² Зокрема, окремі аспекти використання форвардів, ф'ючерсів та опціонів на ринку сільськогосподарської продукції і Україні врегульовані Законом України «Про державну підтримку сільського господарства України» [21].

³ До того ж іменуючи їх то «похідними цінними паперами» (наприклад, абз. 2 ч. 1 ст. 21 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [14]), то «похідними (деривативами)» або «похідними цінними паперами» або «похідними (деривативами) цінними паперами» (наприклад, ч. 1 ст. 2, ч. 5 ст. 3, ч. 5 ст. 12, ч. 2 ст. 26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [17]), то «похідними фінансовими інструментами» (п. 7 Основних напрямів розвитку фондового ринку в Україні у 2000 р., затверджених Указом Президента України [22]).

но до другої за умови, що обидві валюти входять до першої групи Класифікатора іноземних валют НБУ;

- хеджуватися може ризик зміни курсу іноземної валюти першої групи Класифікатора у відношенні гривні;

- суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності, які не мають спеціального статусу суб'єктів ринку (банків або небанківських фінансових установ), можуть здійснювати хеджування валютних ризиків тільки з метою платежу за зовнішньоекономічним контрактом;

- строк виконання операцій не повинен перевищувати один календарний рік.

Правила випуску та обігу валютних деривативів, затверджені Постановою Правління НБУ ще 07.07.1997 р. [26], також передбачають можливість використання тільки форвардних контрактів з метою хеджування валютних ризиків.

Що стосується операцій з іншими видами валютних деривативів (ф'ючерсами, опціонами та свопами), то їх обіг є недостатньо врегульованим НБУ. З одного боку, Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України [29] визначає методологічні основи відображення в обліку операцій з усіма видами валютних деривативів (у тому числі з ф'ючерсами, опціонами та свопами), але лист НБУ № 13-215/771-1979 від 20.02.2008 р. [30], де НБУ роз'яснив, що вищевказана Інструкція регулює питання відображення в обліку операцій з похідними фінансовими інструментами, проте не є дозволом на здійснення таких операцій, свідчить, що здійснювати операції з валютними деривативами можна лише після отримання від НБУ погодження на такі операції.

Механізм отримання такого погодження передбачений Правилами випуску та обігу фондових деривативів [25], відповідно до п. 18 яких для випуску в обіг ф'ючерсів, базовим активом яких є кошти (валютні цінності), їх емітент повинен подати до ДКЦПФР дозвіл (погодження) НБУ. Досвід організації обігу валютних ф'ючерсів на українських фондових біржах показує, що НБУ погоджується на впровадження в обіг ф'ючерсних контрактів на курс, наприклад,

гривня/іноземна валюта, за умови, що контракти укладатимуться лише між резидентами та їх виконання здійснюватиметься в гривні.

ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ РОЗРАХУНКІВ НА СТРОКОВОМУ РИНКУ

На наш погляд, на сьогодні в Україні проблема запровадження ринку валютних ф'ючерсів полягає у невизначеності розрахунково-клірингової моделі та, як наслідок, - відсутності регламентації первинних документів щодо операцій з похідними.

Загалом у світі порядок розрахунків у торгівлі строковими контрактами носить досить складний характер. Центром усіх розрахунків за строковими контрактами виступає розрахункова палата, яка є ключовою ланкою в організації торгівлі цими інструментами. Вона є гарантом виконання зобов'язань по строкових контрактах (ф'ючерсах) і здійснює розрахунки між учасниками біржової торгівлі. Тому при розрахунках сторони договорів беруть зобов'язання саме перед розрахунковою палатою. Тобто після укладення строкового контракту розрахункова палата стає стороною договору.

Після реєстрації ф'ючерсного контракту члени біржі – продавець та покупець – більше не виступають відносно одне одного як сторони, що підписали контракт. Розрахункова палата організує всі розрахунки по операціях з ф'ючерсними (біржовими) контрактами та здійснює функцію оперативного регулювання біржової торгівлі, ціль якого – забезпечення збалансованості ф'ючерсного ринку. Члени біржі мають справу лише із розрахунковою палатою біржі. Кожна сторона може в односторонньому порядку в будь-який момент ліквідувати ф'ючерсний контракт шляхом укладення офсетної угоди⁴ на таку ж кількість товару. Ліквідація ф'ючерсного контракту припускає сплату розрахунковій палаті або одержання від неї різниці між ціною контракту в день його укладання і поточною ціною.

Форми створення розрахункових палат і умови їх функціонування у різних

⁴ Офсетна (зворотна) угода – компенсаційний договір протилежного ф'ючерсному контракту змісту щодо ліквідації відкритої за ф'ючерсним контрактом позиції шляхом передачі зобов'язань за ф'ючерсним контрактом іншій особі.

країнах різні, оскільки кожна країна керується власним законодавством, а також звичаями, які об'єктивно склалися на певний час. Ми вбачаємо за доцільне структурувати підходи до побудови розрахункових палат у світі за наступною схемою:

1. Підрозділ біржі чи самостійна організація.

2. На кого покладаються функції клірингу та розрахунків у фінансових інструментах та грошових коштах.

3. Регуляторні вимоги до розрахункових палат та їх членів.

4. Організаційна структура членства.

5. Адміністрування маржинального покриття або покриття ризиків.

Згідно з чинним законодавством США розрахункова палата може бути як структурним підрозділом біржі, так і самостійною комерційною організацією, заснованою біржею чи групою бірж. Наприклад, *Чиказька товарна біржа* користується послугами розрахункової корпорації, яка входить до складу біржі. У США використовуються послуги переважно *Депозитарно-трастової та клірингової компанії (DTCC)*, яка виступає в якості центрального депозитарію на внутрішньому ринку цінних паперів США, а також надає весь необхідний спектр послуг при виконанні угод [31].

Законодавство Великої Британії передбачає створення розрахункових палат як незалежних організацій, яким дозволяється надавати послуги біржам щодо клірингу та розрахунків. Відома в Європі біржа *LIFFE (Лондон)* користується послугами *London Clearing House (LCH)*, яка має статус визнаної клірингової палати. Законодавство не містить обмежень щодо функціонування розрахункового центру в складі біржі. Так, Лондонська біржа цінних паперів та деривативів (*OMLX*) має власну клірингову палату, яка є її підрозділом і виконує кліринг лише за договорами, укладеними на цій біржі.

Законодавство Франції не розмежовує діяльність по організації торгів та проведенні розрахунків. Так, Паризька фінансова біржа ф'ючерсів (*MATIF*) одночасно є фондовою біржею та кліринговою палатою.

Законодавство Японії також не містить заборони стосовно розмежуван-

ня торгової і розрахункової діяльності. В інфраструктурі фінансового ринку Японії незалежні клірингові палати взагалі відсутні. Функції розрахункових центрів виконують фондові біржі [32].

Натомість у Німеччині вся система розрахунково-клірингової діяльності фактично повністю централізована на єдиний центр *Eurex Clearing AG (EC)*. EC обслуговує два основних біржових інститути Німеччини: Німецько-Швейцарську біржу ф'ючерсів та опціонів та Франкфуртську фондову біржу (*Deutsche Boerse AG*). Паритетними власниками EC є відповідно *Eurex* та Франкфуртська фондова біржа.

У Гонконгу після кризи 1987 р. з метою удосконалення інфраструктури ринку була створена центральна система клірингу і розрахунків, яка забезпечувала виконання біржових договорів. На момент початку масштабної реформи фінансових ринків (1999-2000 рр.) і фондова, і ф'ючерсна біржі мали свої клірингові організації, які згодом увійшли до складу нової універсальної компанії «*Біржі і Кліринг Гонконгу*» («*Hong Kong Exchange and Clearing Limited*»).

Сінгапурська біржа у числі 10 своїх структурних підрозділів має *Клірингову палату і депозитарій* (для розрахунків за договорами на фондовому ринку) і *Клірингову палату* (для розрахунків за договорами на строковому ринку).

У деяких країнах ЦСЄ було обрано шлях створення самостійних клірингових корпорацій. Прикладом може бути *KELER* в Угорщині, де здійснюються практично усі розрахунки на товарному, валютному та фондовому (спотовому і строковому) ринках Угорщини. Це пов'язано з тим, що засновниками *KELER* є найпотужніші фінансові установи Угорщини - *Будапештська товарна біржа* (25%), *Будапештська фондова біржа* (25%) та *Національний банк Угорщини*. Оскільки всі розрахунки здійснюються *KELER*, немає потреби створювати при кожній біржі окремий розрахунковий підрозділ.

Світовий досвід засвідчує, що універсалізація біржі шляхом об'єднання під одним дахом торгів і розрахунків (неважливо яким шляхом – шляхом побудови холдингу або створення

підрозділу біржі) дозволяє досягти кількох суттєвих переваг:

- скорочення витрат за рахунок збільшення масштабу;
- скорочення зборів з учасників торгів за рахунок менших витрат;
- досягається максимальна уніфікація біржових правил;
- така універсалізація вигідна і органам державної влади, що регулюють фінансові ринки, оскільки поєднання біржової і розрахунково-клірингової діяльності у рамках однієї установи дозволяє ретельніше відслідковувати підозрілі договори і спроби маніпулювання цінами [32].

Досвід роботи на ринках деривативів свідчить, що створення того чи іншого виду розрахункової палати обумовлюється вигідністю і ефективністю проведення розрахунків. Так, якщо член клірингової організації укладає договори на декількох біржах, для нього більш вигідно, коли кліринг здійснюється в єдиній розрахунковій палаті. Щоденно до нього висувається тільки одна вимога про внесення маржі, він має справу тільки з однією адміністративною системою, заборгованості на одній біржі можуть бути погашені дебетуванням на іншій та ін. У разі, якщо кожна біржа обслуговується своєю розрахунковою палатою, така система розрахунків неможлива без спеціальної угоди між палатами.

Необхідність і можливість створення розрахункових центрів у складі біржі обумовлюється ще й тим, що, як правило, біржі мають програмні продукти, які одночасно дають змогу укладати договори та проводити розрахунки за цими договорами.

Структурні та функціональні особливості організації розрахункових палат на строкових ринках світу

Незалежно від обсягів та зрілості строкових ринків розрахункова палата виконує наступні функції:

- отримує від біржі інформацію про укладені договори;
- веде рахунки членів палати;
- визначає і стягує заставні суми за укладеними на біржі договорами;
- визначає та перераховує суми виграшів та програшів членів палати при відхиленні поточної біржової ціни від контрактної;
- організовує та гарантує виконання строкових контрактів.

У міжнародній практиці не існує специфічних регулятивних вимог до фінансової стабільності розрахункових палат як гарантів виконання зобов'язань за укладеними договорами на біржі. Разом з тим, усі вони повинні бути визнані відповідними регулятивними установами. Фактично, розрахункові палати напручують власні механізми фінансового захисту, які підпадають під контроль регулятора. Як правило, до таких механізмів відносяться: вимоги стосовно розміру членського капіталу, процедури подання фінансової звітності та нагляду, визначення позицій базового капіталу, маржинальні методики, щоденні виплати з урахуванням коливання цін, щоденна кількість вимог щодо внесення додаткового забезпечення, вимоги стосовно реєстрації кількості відкритих позицій. Крім цього, розрахункові палати мають страхові фонди, які використовуються при невиконанні членами своїх зобов'язань або при виникненні форс-мажорних обставин чи криз на фінансовому ринку. При цьому розрахункова палата здійснює щоденні розрахунки поточних зобов'язань учасників ринку, що дозволяє їй підтримувати страхові фонди в належному стані.

Основним видом діяльності розрахунково-клірингової палати є здійснення розрахунків між своїми членами. Це пов'язано з тим, що розрахункова палата гарантує виконання договорів, укладених на біржі, тільки своїм членам. Як правило, членами розрахункової палати є брокерські компанії (клірингові члени), які беруть участь у торгах на біржі. Якщо брокерська компанія з якихось причин не є членом розрахункової палати, то свої розрахунки за біржовими договорами з розрахунковою палатою вона може здійснювати тільки через посередництво клірингового члена палати у відповідності з укладеним між ними договором.

Практично усі розрахункові палати мають кількарівневу структуру членства: розрахункова палата - клірингові члени - неклірингові члени. Наприклад, на таких біржах як *LIFFE*, *DTB* існує дворівнева структура членства в кліринговій палаті. Розрахункова палата гарантує своїм гарантійним фондом виконання зобов'язань за біржови-

ми договорами тільки між кліринговими членами, що є вищою категорією членства. У свою чергу, клірингові члени гарантують виконання контрактних зобов'язань своїм клієнтам і некліринговим членам, для яких вони здійснюють розрахункові операції. Договір, що укладається на біржі некліринговим членом, передається для реєстрації кліринговому члену, який має свій рахунок у кліринговій палаті. Таким чином, кожний кліринговий член виступає у ролі своєрідної розрахункової палати (рис. 1). При цьому кожна розрахункова палата розробляє власні умови клірингового членства, які принципово не розрізняються. Умовою клірингового членства *LIFFE* є також членство в *Лондонській Кліринговій Палаті*. Для отримання статусу клірингового члена кандидат повинен задовольняти відповідним критеріям, які в різних країнах також принципово не розрізняються.

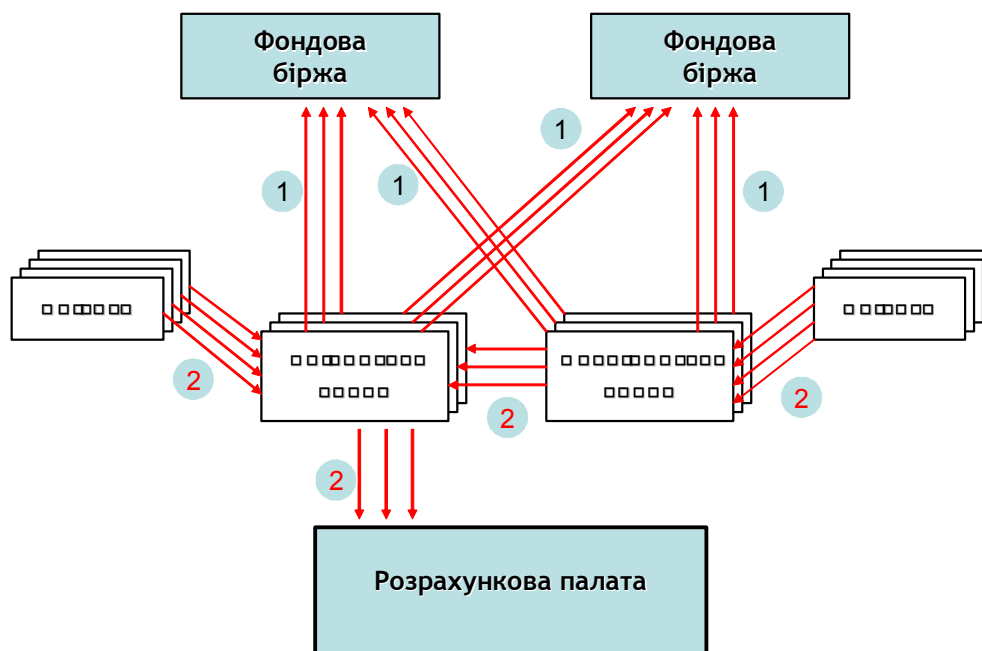
Перш за все, в критеріях членства повинні враховуватись вид діяльності компанії та розміри позицій, які передбачається мати. Розрахункова палата приймає на себе ризик, який пов'язаний з виконанням договорів.

Важливим показником стабільності будь-якої компанії є обсяг фінансо-

вих ресурсів, які вона має в своєму розпорядженні. Однак, з точки зору членства у розрахунковій палаті до уваги приймаються тільки власні кошти компанії (капітал). Це пов'язано з тим, що кожний член розрахункової палати розглядається як потенційний банкрут.

Ще одним важливим критерієм для претендента на членство є наявність достатньої кількості кваліфікованих працівників, які добре орієнтуються на фінансових ринках, знають законодавство та знайомі з методами контролю та управління ризиками, що виникають у процесі торгів.

Кожна операція з деривативами повинна бути проведена через клірингового члена. При цьому операції включають в себе не тільки укладання договорів з купівлі-продажу деривативів на біржі, але також переказ коштів для підтримки відкритої позиції перед розрахунковою палатою. До трансакцій також відносяться: купівля чи продаж необхідної кількості базового активу ф'ючерсного контракту або проведення грошових розрахунків при настанні терміну реалізації контракту; перенесення відкритих позицій від однієї брокерської компанії до іншої та ін.



1. Укладення договорів на біржі.
2. Кліринг та розрахунки за наслідками договорів на біржі.

Рис. 1. Загальна схема розрахунків на строковому ринку

Як зазначалося вище, розрахункові палати мають можливість гарантувати всі договори з деривативами, які здійснюються на біржі, оскільки вимагають депонувати гарантійні внески за основними позиціями своїх клієнтів. Ці кошти є фінансовим забезпеченням виконання членом розрахункової палати відкритих позицій її клієнтів. Розмір маржі встановлюється розрахунковою палатою з урахуванням частоти і діапазону коливань курсу того чи іншого фінансового інструменту. Маржу розрахункової палати необхідно відрізнити від маржі брокерської компанії, тобто коштів, які повинні депонуватися на її рахунках клієнтами цієї компанії – окремими покупцями та продавцями за ф'ючерсами та опціонами.

Початкову маржу розрахункової палати складає сума, яку повинен мати на рахунку в розрахунковій палаті член палати в момент надходження розпорядження про купівлю або продаж за ф'ючерсним контрактом. Різні палати по-різному встановлюють порядок нарахування маржі. Природно, від тих, хто йде на більший ризик, вимагаються більші обсяги маржинальних депозитів, які, зазвичай, депонуються у трьох видах або їх комбінаціях: наявних грошах, облігаціях уряду та банківських акредитивах.

Позиція члена розрахункової палати змінюється кожного дня. Після торгів розрахункова палата здійснює перерахунок позицій. У випадку зміни позицій додаткові кошти перераховуються до відкриття біржових торгів наступного дня. У більшості випадків первісних внесків достатньо, щоб забезпечити покриття щоденних максимальних коливань цін.

У період нестабільності на фінансових ринках або при особливо ризиковому характері рахунків, розрахункова палата може вимагати від свого члена додаткових внесків у ході торгів, щоб отримати додаткові гарантії на випа-

док несприятливих змін цін. Така вимога додаткових внесків називається додатковим забезпеченням. Для переказу цих коштів відводиться відповідний час (наприклад, протягом години ці кошти повинні надійти на рахунок члена клірингової палати). При цьому розрахункова палата здійснює дуже жорсткий контроль за надходженням коштів. Тим самим забезпечується достатність коштів на час укладення договорів і створюється фінансове забезпечення ф'ючерсних контрактів.

Відмітимо, що хоча механізм діяльності розрахункових палат складний, і кожна палата розробляє власні правила функціонування, які базуються на законодавстві та бізнесових звичаях країн, де вони існують, але принципи та підходи до створення та функціонування розрахункових палат, які напрацьовані міжнародною практикою (і які були висвітлені вище), використовують усі, без винятку, розрахункові центри.

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РОЗРАХУНКОВИХ ПАЛАТ В УКРАЇНІ

Спеціальне законодавство України щодо фондового ринку не містить безпосередньої норми щодо діяльності розрахункових палат⁵. Але це не значить, що відсутнє взагалі будь-яке регулювання. Закон України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35] передбачає створення та описує механізм функціонування платіжних організацій, які за визначенням та своєю природою виконують функції розрахункової палати⁶.

Тому виходячи з функцій розрахункової палати, визначених вище, першою спробою організувати діючу розрахункову модель за участю спеціалізованої фінансової установи, що виконує функції розрахункової палати, можна назвати державну реєстрацію внутрішньодержавної небанківської платіжної системи «*Розрахункова фондова система*» (далі – *ВНПС РФС*).

⁵ Епізодичні згадування про розрахункові або розрахунково-клірингові палати на фондовому ринку (навіть без визначення цих термінів) містяться в Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні [33] та Державній програмі розвитку Національної депозитарної системи України [34], затверджених Розпорядженнями КМУ (обидва документи втратили чинність), а також у Правилах випуску та обігу фондових деривативів [25] та Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [10].

⁶ Натомість у Німеччині діяльність розрахунково-клірингових установ не регулюється спеціальним законодавством, а здійснюється в межах законодавства загального характеру (Цивільний кодекс, закони «Про банківську діяльність» та «Про торгівлю цінними паперами»), а також біржовими та внутрішніми регламентами.

31.12.2008 р. *Національний банк України* надав *ВНПС РФС* в особі платіжної організації *ЗАТ «Фінансова компанія «Сучасні кредитні технології»* (далі – *ЗАТ «ФК» СКТ*) дозвіл на здійснення розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

На сьогодні в Україні немає аналогів такої платіжній системі, оскільки *РФС* створена як спеціалізована система для створення надійної і прозорої системи розрахунків за договорами з фінансовими інструментами, укладеними на організованому фондовому ринку. Актуальність створення *ВНПС РФС* викликана незадовільним станом взаємодії біржової, депозитарної та платіжної систем при обслуговуванні біржової торгівлі. *ВНПС РФС* створена для забезпечення переказу коштів за договорами, укладеними на фондових біржах, для організації торгів між значною кількістю торговців цінними паперами, яких обслуговує не менш значна кількість комерційних банків.

Чому ж знадобилось створювати, реєструвати та ліцензувати окрему фінансову установу, якщо, на перший погляд, ці функції зміг би виконувати банк у межах міжбанківської платіжної системи?

Власне, практично кожний достатньо великий банк претендує на функції розрахункового, оскільки не вважає за доцільне ділитися з будь-яким іншим банком фінансовими ресурсами власних клієнтів. *ВНПС РФС* практично надає кожному з них переваги розрахункового банку: членство банку в платіжній системі дозволяє банкам продовжувати оперувати фінансовими ресурсами торговців цінними паперами та надавати банківські послуги з гарантування здійснення ними переказу коштів в обсягу, що прийнятний для банку з точки зору його власної оцінки платоспроможності свого клієнта. Звісно, й торгівцю цінними паперами більш комфортно продовжувати обслуговуватись в банку, з умовами обслуговування якого (в тому числі щодо кредитування) він обізнаний, аніж вирішувати всі питання, пов'язані із організацією взаємодії з будь-яким іншим банком, обраним біржею в якості розрахункового.

Взаємодія *ВНПС РФС* з банками-членами забезпечується зустрічним відкриттям рахунків: *ЗАТ «ФК «СКТ»*

в банку та банку – в *ЗАТ «ФК «СКТ»*.

Після отримання статусу учасника *ВНПС РФС* та відкриття рахунка в *ЗАТ «ФК «СКТ»* торговець цінними паперами, що обслуговується в банку-члену *РФС*, зможе брати участь у розрахунках за наслідками біржових торгів. Для цього учасник *ВНПС РФС* отримує платіжний термінал ВІТ ePayment, що синхронізований із торговельним терміналом учасника біржових торгів. За допомогою платіжного терміналу ВІТ ePayment Учасник *ВНПС РФС* може:

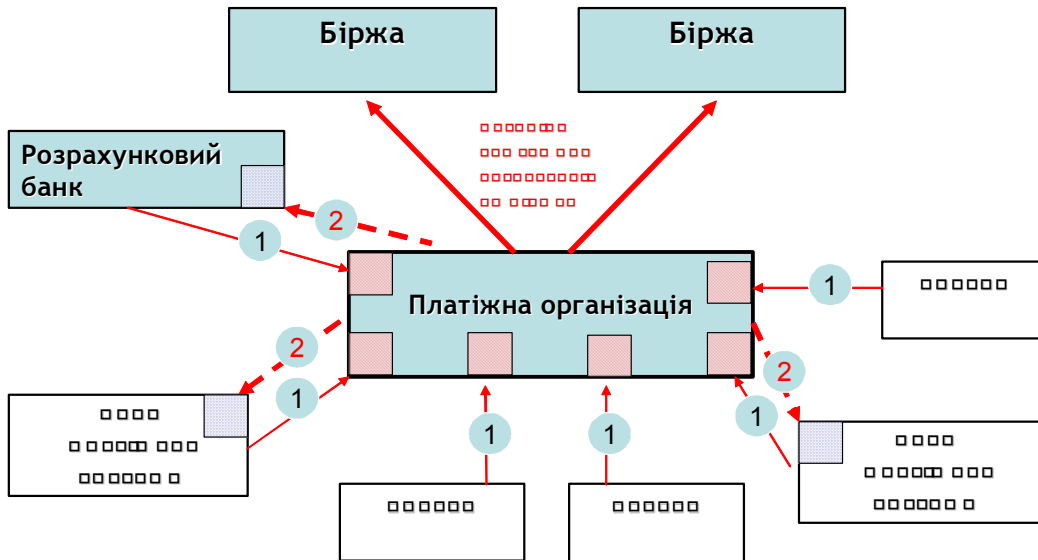
- ініціювати переказ коштів з рахунку, відкритого в *ЗАТ «ФК «СКТ»*,
- одержувати інформацію щодо стану цього рахунка, стану грошового ліміту,
- роздруковувати примірники первинних документів,
- виконувати інші операції згідно з функціональними можливостями цього пристрою у відповідності з Договором рахунку з *ЗАТ «ФК «СКТ»*.

Таким чином, протягом торговельної сесії учасник біржових торгів може контролювати платіжні інструменти, ініційовані за наслідками кожного укладеного на біржі договору, може вивести залишок коштів за наслідками укладених договорів у будь-який обраний ним банк, отримує всі необхідні первинні документи за кожною операцією переказу коштів.

Принципова схема відкриття рахунків в *ВНПС РФС* для участі в біржових торгах строковими контрактами наведена на рис. 2.

Така модель розрахунків повністю відповідає чинному законодавству, особливостям функціонування біржової та платіжної системи України та світовій практиці.

Так, банки-члени *ВНПС РФС* виконують функції клірингових членів (тобто учасників розрахунків вищого рівня) та додають системі фінансової стійкості та достатності капіталу. Невисокі нормативні вимоги до розміру капіталу Платіжної організації перебиваються значними вимогами до забезпечення ефективної організації взаємодії між складовими *ВНПС РФС*, що мінімізує операційні та кредитні ризики переказу коштів за договорами щодо цінних паперів, а також високою капіталізацією банків-членів *ВНПС РФС*.



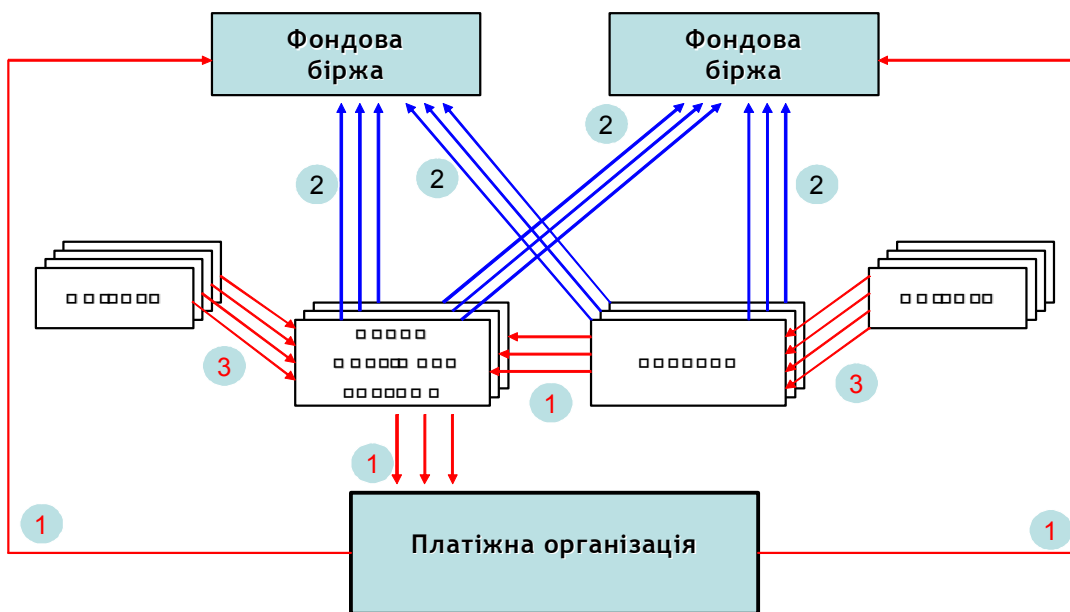
1. Відкриття брокерами та банками рахунків в Платіжній організації.
2. Відкриття рахунків Платіжної організації в Розрахунковому банку та Банках-Членах Платіжної системи.

Рис. 2. Схема відкриття рахунків для організації розрахунків на строковому ринку

Особливістю організації розрахунків в ВНПС РФС є створення однорівневої системи клірингу та розрахунків та кількарівневої системи надання гарантій (забезпечення) цих розрахунків (банківські гарантії, що надаються учасникам ВНПС РФС банками-членами ВНПС РФС, внески учасників ВНПС РФС в Страховий фонд покриття ризиків неплатежів). Загальна схе-

ма розрахунків на строковому ринку за участю платіжної організації наведена на рис. 3 та фактично аналогічна загальноприйнятій в світі (рис. 1).

Саме такій формі організації спеціалізованої розрахункової палати надаються безумовні переваги в світовій практиці з огляду на спеціальність її функції та завдяки принципу диверсифікації ризиків.



1. Отримання брокерами гарантій у членів Платіжної системи та повідомлення про це Платіжної організації та біржі.
2. Укладення договорів на біржі.
3. Кліринг та розрахунки за наслідками договорів на біржі.

Рис. 3. Схема розрахунків на строковому ринку за участю платіжної організації

Платіжна система доволі логічно адаптується в існуючу розвинену міжбанківську платіжну систему, і при цьому відсутня необхідність концентрації коштів в одному банку (розрахунковому банку, що обслуговує біржу чи депозитарій) за рахунок розподілення коштів, заблокованих на рахунках самої платіжної організації.

Ця система надає можливість запровадження системи кредитування коштами за рахунок обліку платіжною організацією гарантій (лімітів), наданих банками-членами платіжної системи, розподіляючи при цьому кредитні ризики між пулом банків, та поступового формування страхового фонду платіжної системи шляхом залучення до нього внесків членів та учасників платіжної системи. По-друге, запровадження такої моделі розрахунків не конфліктує із використанням схеми розрахунків із використанням моделі центрального контрагента ССР (Central Counterparty), який зміг би запровадити систему кредитування як коштами, так і паперами.

ПЕРВИННІ ДОКУМЕНТИ ЩОДО ОБІГУ ПОХІДНИХ

Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів [24] окрім вичерпного переліку реквізитів ф'ючерсного контракту встановлює також, що він має бути укладений у письмовій формі та серед реквізитів містити підписи та печатки юридичних осіб сторін контракту. Але згідно з Цивільним кодексом України [23], правочин вважається таким, що вчинений в письмовій формі, якщо воля сторін виражається за допомогою ... електронного ... засобу зв'язку .. та, якщо він підписаний, його стороною (сторонами).» Це цілком відповідає законодавству України щодо електронного документообігу [36].

Таким чином, у якості первинного документа щодо ф'ючерсного контракту слід розглядати електронний документ біржі у формі, передбаченій Правилами біржі з реквізитами, відповідними до законодавства. Теж саме відноситься і до

копії цього електронного документа у вигляді документа на папері.

Що ж стосується первинних документів на переказ коштів, то платіжна організація може їх надавати у відповідності з Законами України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35] та «Про бухгалтерський облік в Україні» [37].

АНАЛІЗ ПРОЕКТІВ НОРМАТИВНИХ АКТІВ, ЩО РЕГЛАМЕНТУЮТЬ ОБІГ ВАЛЮТНИХ ДЕРИВАТИВІВ

Значною проблемою для впровадження в активний обіг валютних деривативів є відсутність узгодженої позиції законодавців щодо обліку, розрахунків та клірингу за операціями з деривативами.

З огляду на нерозвиненість інфраструктури національного фондового ринку, в Україні наявні численні розрахункові моделі, які реалізовані або плануються до реалізації фондовими біржами та депозитаріями. Існує значна кількість думок та відповідних регуляторних ініціатив щодо розрахункових схем, найбільш ефективних та прийнятних для України з точки зору діючого законодавства. Частина з цих нормативних ініціатив спрямована на організацію клірингу та розрахунків деривативів.

Так, проект внесення змін та доповнень до Положення про депозитарну діяльність, затверджений рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 р. № 999, оприлюднений на сайті ДКЦПФР 18.12.2008 р. [38], передбачає внесення до переліку цінних паперів, щодо яких депозитарні установи здійснюють депозитарну діяльність, таких строкових контрактів, як опціони.

Така позиція суперечить як світовій практиці, зазначений вище, так і чинному законодавству України. Так, базовий Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» беззаперечно відносить кліринг та розрахунки за договорами щодо деривативів до сфери повноважень фондових бірж⁷. Аналогічна позиція

⁷ Стаття 20, п 1. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку - діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

Стаття 26, п. 2 абз. 2. Організатори торгівлі можуть здійснювати діяльність з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на такому організаторі торгівлі. [17]

викладена і в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»⁸.

Клірингове обслуговування біржової торгівлі, тобто визначення взаємних зобов'язань учасників біржового товарного ринку за біржовими договорами, створення системи гарантій з виконання зобов'язань за біржовими договорами та організація проведення розрахунків між учасниками біржового товарного ринку, передбачає і ст. 24 проекту Закону України «Про товарну біржу» [39]. Для клірингорозрахункового обслуговування біржової торгівлі товарною біржею утворюється клірингорозрахункова установа (фінансова установа, створена відповідно до законодавства) або інформаційно-розрахунковий підрозділ, що діє на підставі типового положення, затвердженого уповноваженим органом, які виконують такі функції: облікову (облік укладених біржових договорів і контрактів та облік їх виконання) та гарантійну (створення системи гарантій виконання біржових договорів). При цьому проведення клірингових розрахунків за біржовими договорами на товарній біржі здійснює лише клірингорозрахункова установа.

Проект Закону України «Про похідні (деривативи)» [40] пропонує нарешті чітко розмежувати деривативи на емісійні похідні (опціонні сертифікати та фондові варанти) та строкові контракти (стандартизовані біржові ф'ючерси і опціони та позабіржові форварди та свопи). Певним чином це відповідає світовій практиці, оскільки в світі також присутні, наприклад, стандартизовані опціони, що обертаються виключно на біржі, та не стандартизовані опціони, що обертаються на позабіржовому ринку. Однак намагання пристосувати обіг та облік деривативів до існуючої системи обліку прав власності на цінні папери в Україні зіграло з авторами законопроекту злий жарт. За проектом пропонується: розділити діяльність з організації торгівлі цінними паперами на три окремих види професійної діяльності на ринку цінних

паперів: щодо організації торгівлі цінними паперами, похідними цінними паперами та стандартизованими строковими контрактами; виключити з переліку функцій, притаманних діяльності з організації торгівлі цінними паперами (та навіть стандартизованими строковими контрактами), саме кліринг та розрахунки за фінансовими інструментами. При цьому функції клірингу покладаються на клірингову палату, що може бути відокремленим підрозділом організатора торгівлі стандартизованими строковими контрактами або відокремленим кліринговим підрозділом депозитарію цінних паперів.

Однак як зможе кліринговий підрозділ депозитарію постійно (фактично в режимі он-лайн) обліковувати та перераховувати позиції учасників біржових торгів строковими контрактами та здійснювати між ними розрахунки? Технічні та організаційні можливості щодо обліку позицій учасників торгів ф'ючерсними контрактами існують лише на біржі, де постійно виникають нові контракти та перераховуються маржі, значення яких знов-таки встановлюються біржею.

Крім того, якщо фондові біржі вже мають відпрацьовані регламенти взаємодії з депозитарієм щодо операцій з цінними паперами, то зовсім незрозуміло, як (а головне – навіщо?) будуть взаємодіяти з відокремленим підрозділом депозитарію цінних паперів товарні, аграрні чи спеціалізовані біржі?

Проект Закону України «Про похідні (деривативи)» [40] навіть припускає можливість того, що товарна біржа сама може виступати як сторона строкового контракту, що відповідним чином впливає на порядок розрахунків.

Безумовно, кліринг та розрахунки саме в похідних та строкових контрактах, так само як і їх облік повинні здійснювати фондові (товарні) біржі, що цілком логічно з огляду на вимоги до виключно біржового обігу стандартизованих опціонів та ф'ючерсів (ст. 2 Правил випуску та обігу фондових дерива-

⁸ Стаття 4, п.10: *Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку - діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладання і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі* [10].

тивів [25]). Звісно, біржа для здійснення такої діяльності повинна створити організаційні та технологічні передумови та висунути в правилах біржі вимоги до обліку, обігу, клірингу та розрахунків щодо похідних, які має узгодити ДКЦПФР.

Тільки біржа (чи її підрозділ) може здійснювати облік та розрахунки в похідних за такими суто біржовими інструментами, як ф'ючерсні контракти з їх специфічною системою обліку позицій та гарантуванням розрахунків за допомогою гарантійних внесків (різновиди маржі).

Тільки біржа (чи її підрозділ) може надати учасникам біржових торгів на ф'ючерсному ринку розрахунок зобов'язань за відкритими ними позиціями – первинний документ, що є необхідним для підтвердження здійснення господарської операції учасника біржових торгів у бухгалтерського обліку, згідно Закону України «Про бухгалтерський облік в Україні» [37]. Іншої підстави для розрахунків між позиційними рахунками учасників біржових торгів за укладеними ф'ючерсними контрактами просто не може існувати.

Клірингова система здійснює координацію всього подальшого проведення розрахунків за договорами, укладеними на біржі. Але кліринг та розрахунки щодо деривативів можуть здійснювати виключно біржі. І це не просто є констатацією Закону. В усьому світі, завдяки тому, що фінансовий інструмент виникає саме під час біржових торгів, такі розрахунки здійснює або підрозділ біржі, або спеціалізована розрахункова палата. Тобто якщо зупинитися на схемі розрахунків, де центром розрахунків є депозитарій, то фондовий ринок повинен буде створювати окремі розрахункові системи для строкового ринку.

ЧИ МОЖУТЬ БІРЖІ АБО ЇХ ПІДРОЗДІЛИ ПРОВОДИТИ РОЗРАХУНКИ В ГРОШОВИХ КОШТАХ?

Незважаючи на певний досвід організації торгів строковими контрактами в Україні, реалізований передусім Українською міжбанківською валютною біржею, до сих пір проблема обліку та розрахунків знаходилася поза увагою фондових бірж, що організовували або

планували організовувати торги строковим інструментами. Але *розрахунки між учасниками біржових торгів при цьому здійснювались (передбачалось здійснювати) в межах власного поточного рахунка біржі.*

Однак аналіз чинного законодавства України (перш за все – Законів України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35] та «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [14]) дозволяє стверджувати, що не можна здійснювати розрахунки між суб'єктами господарювання, використовуючи для цього власний банківський (поточний) рахунок і не мати відповідної банківської ліцензії та/або ліцензії Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (далі – Держфінпослуг) на переказ коштів.

Згідно з нормами вищевказаного Закону України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35], суб'єктами правовідносин при переказі коштів є учасники та члени платіжних систем. При цьому членами платіжних систем можуть бути тільки банки, які мають банківську ліцензію НБУ, а також небанківські фінансові установи, які мають ліцензію Держфінпослуг на здійснення переказу коштів і уклали договір з платіжною організацією відповідної платіжної системи.

Більше того, ст. 7 Закону України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35] пов'язує діяльність з переказу коштів з можливістю відкриття рахунків своїм клієнтам, що цілком логічно, оскільки відповідно до ст. 3 цього ж Закону безготівкові кошти існують у вигляді записів на рахунках, тобто і переказувати їх можна виключно шляхом списання/зарахування на ці рахунки.

Хто ж може відкривати рахунки учасникам платіжних систем? Знову ж таки банки та небанківські фінансові установи – члени платіжних систем, якщо правила цієї платіжної системи передбачають можливість відкриття рахунків (ст. 7 зазначеного Закону).

Таким чином, Закон України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35] чітко визначив суб'єктів переказу коштів та їх функції. Але згідно з вказаними законами фондові біржі в принципі не можуть одержати

ліцензію і, відповідно, надавати фінансові послуги щодо переказу коштів, оскільки не є суб'єктами регулювання ні НБУ, ні Держфінпослуг.

Відповідно до ст.10 Закону України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35] та Ліцензійних умов здійснення переказу коштів небанківськими фінансовими установами [41] небанківські фінансові установи на підставі ліцензії мають право здійснювати лише переказ коштів, а право відкривати рахунки іншим особам – лише на підставі ч.3 ст.47 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [42] та Положення про порядок видачі ліцензії на здійснення окремих банківських операцій небанківським фінансовим установам [43]. Але надання ліцензії на відкриття **банківських** рахунків небанківським фінансовим установам буде суперечити п.3.1 ст.3 Закону України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35], де вказано, що безготівкові кошти в Україні існують у вигляді записів на рахунках у банках. Натомість законодавець передбачив особливий спосіб ліцензування відкриття рахунків для здійснення переказу коштів: реєстрацію внутрішньодержавних небанківських платіжних систем в НБУ та отримання відповідного дозволу Національного банку України. Тобто небанківська фінансова установа може відкривати рахунки членам та учасникам платіжної системи відповідно до правил цієї платіжної системи, погоджених (заєєстрованих) з НБУ.

З цього випливає, що розрахунки, здійснювані біржею, не будуть вважатися переказом коштів відповідно до чинного законодавства, на їх підставі не будуть формуватися первинні документи⁹. Таким чином, незалежно від вибору умов, за якими здійснюється виконання договорів купівлі-продажу цінних паперів («поставка цінних паперів проти оплати» або «вільна поставка»), торговці цінними паперами мають право отримувати первинні документи щодо руху грошових коштів від обслуговуючого їх банку, але ж фон-

дові біржі не є банками. Отже, у такому випадку не буде реалізовуватися облікова та податкова функції при здійсненні переказу коштів, тобто «розрахувати» суб'єктів господарювання, мабуть, можна, але це не вважатиметься переказом коштів (грошовими розрахунками). Більше того, такі «розрахунки» без відкриття рахунка суперечать і нормам Закону України «Про систему оподаткування» [46], який покладає на фінансові установи, які здійснюють переказ коштів, цілий ряд інших обов'язків.

Таким чином:

1) переказ коштів (грошові розрахунки) можуть здійснювати банки та небанківські фінансові установи, які мають ліцензію Держфінпослуг на переказ коштів і є членами платіжної системи. *Підкреслимо ще раз, що депозитарії цінних паперів та біржі відповідно до чинного законодавства не підпадають під регулювання НБУ та Держфінпослуг, тобто не можуть одержати й відповідну ліцензію на переказ коштів.*

2) Переказ коштів у межах власного поточного рахунка одного суб'єкта господарювання між іншими суб'єктами господарювання здійснювати не можна.

Отже, необхідно повернутися до більш прийнятної та традиційної схеми, де розрахунки за строковими контрактами здійснюються розрахунковими палатами фондових бірж.

Висновки

Потреба в активізації вітчизняного ринку валютних деривативів є об'єктивною закономірністю, яка зумовлена потребою удосконалення функціонування ринкового механізму на основі реалізації функції управління ризиками, на якій будуються ефективні системи хеджування; інформаційної функції, завдяки якій суб'єкти ринку одержують більш достовірну інформацію про майбутні тенденції основних ринкових параметрів (цін, відсотка, курсу) та функції стимулювання розвитку фінансового ринку, оскільки валютні деривативи є високодохідним об'єктом інве-

⁹ Питання надання первинних/розрахункових документів при здійсненні переказу коштів за участю розрахункового банку регулюється ст.51 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [42] та ст. 17 Закону України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» [35], Положенням про організацію операційної діяльності в банках України [44] та Інструкцією про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті [45].

стування. Виконання цих функцій визначає важливу роль ринку валютних деривативів у забезпеченні ринкової саморегуляції економіки. Тому прискорений розвиток ринку деривативів є невідкладним заданням в українських умовах не лише на етапі реалізації антикризових заходів, а й на післякризовому етапі розвитку.

Детальний аналіз чинного вітчизняного законодавства з питань регулювання обігу деривативів, узагальнення світової практики організації обігу валютних деривативів і функціонування розрахункових палат засвідчило, що наразі практично немає суттєвих законодавчих перешкод для впровадження в обіг в Україні валютних ф'ючерсів, з урахуванням обмежень з боку НБУ та ДКЦПФР як регуляторів валютного та фондового ринку.

Основна проблема впровадження активного строкового ринку в Україні лежить у тій самій площині, що й для фондового ринку загалом, – це проблема відсутності ефективної легітимної моделі грошових розрахунків за укладеними на фондовій біржі договорами. Сучасний ф'ючерсний ринок, як ніякий інший, залежить саме від наявності значної кількості учасників, яку сьогодні можна забезпечити лише впровадженням технологій Інтернет-трейдингу – задачі, яку, незважаючи на кількарічні намагання та неодноразові гучні заяви, не змогли поки вирішити ані провідні торговці цінними паперами, ані фондові біржі. Масовий інвестор (населення та суб'єкти господарської діяльності) здатні вийти на строковий ринок та забезпечити необхідний рівень ліквідності лише у разі абсолютно зрозумілої розрахункової моделі, що гарантує їм надійний облік належних їм активів, ефективний кліринг та розрахунки. Саме ця сторона організації торгівлі, а зовсім не яскраві, багатфункціональні торговельні термінали для трейдерів, дозволить вирішити проблеми надмірної волатильності та періодичної нерегульованості вітчизняного валютного та фондового ринку. При цьому у брокерів та бірж, які мають у своєму розпорядженні імпортовані із західних ринків капіталу торговельні технології фактично немає суттєвих конкурентних переваг перед національними суб'єктами фондової інфраструк-

тури. Це пояснюється саме тим, що в кожній країні існують різні форми побудови біржової, платіжної та депозитарної інфраструктури, з індивідуальними властивостями та історією розвитку. Наявність значної кількості різновидів моделей побудови цих систем зумовлює ще більшу інваріантність механізмів їх організаційно-технічної взаємодії.

Таким чином, перші реальні торги на строковому ринку в Україні можуть бути реалізовані лише за умови вдалої адаптації світових біржових технологій до особливостей функціонування інфраструктури ринків капіталу.

Література

1. *Береславська О.І.* Чинники курсової нестабільності в Україні // Вісник НБУ. - №2. - С. 8.
2. *Кравчук К., Руденко В.* Курс на понижение // Контракты. - 2008. - №51-52.
3. *Сапир Ж.* Изгнание из «рая глобализации» // Эксперт. - 2009. - № 1-2.
4. *Финансисты экономят на людях* // Экономические известия. - 2008. - №165 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.eizvestia.com/fin/full/40155>.
5. *Украинский фондовый рынок'2008: основные информационные итоги* [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.investfunds.com.ua/news/19505>.
6. *Блинов А.* В узком коридоре [Електронний ресурс] – Доступно з: <http://www.expert.ua>.
7. *Марченко Р.* Перспективы развития рынка деривативов в Украине // Цінні папери України. - 2005. - №15.
8. *Мица Ю.* Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»: стан і новели правового режиму похідних цінних паперів // Юридичний радник. - 2006. - № 5.
9. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994 р. № 334/94-ВР.
10. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР.
11. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 09.07.2003 р. № 1058-IV.

12. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057-IV.

13. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 р. № 2299-III.

14. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 р. № 2664-III.

15. Закон України «Про податок з доходів фізичних осіб» від 22.05.2003 р. № 889-IV.

16. Закон України «Про податок на додану вартість» від 03.04.1997 р. № 168/97-ВР.

17. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

18. Господарський кодекс України від 16.01.2003 р. № 436-IV.

19. Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 28.11.2002 р. № 249-IV.

20. Закон України «Про забезпечення вимог кредиторів та реєстрацію об'яжень» від 18.11.2003 р. № 1255-IV.

21. Закон України «Про державну підтримку сільського господарства України» від 24.06.2004 р. № 1877-IV.

22. Основні напрямки розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році, затверджені Указом Президента України від 30.10.1999 р. № 1415/99.

23. Цивільний Кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV.

24. Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів, затверджене постановою Кабінету Міністрів України від 19.04.1999 р. № 632.

25. Правила випуску та обігу фондових деривативів, затверджені Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24.06.1997 р. №13.

26. Правила випуску та обігу валютних деривативів, затверджені Постановою Правління Національного банку України від 07.07.1997 р. № 216.

27. *Кирпа Ю.* Защита от неопределенности // Компаниян. – 2008. – №39 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.companion.ua/Articles/Content/?Id=24722&Callback=70>.

28. Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою, затвер-

джене Постановою Правління Національного банку України від 10.08.2005 р. № 281.

29. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України, затверджена Постановою Правління Національного банку України від 31.08.2007 р. № 309.

30. Лист Національного банку України №13-215/771-1979 від 20.02.2008 р. «Про здійснення операцій з інструментами хеджування валютного ризику».

31. Мировой фондовый рынок и интересы России / Отв. ред. Д.В.Смыслов. – М.: Наука, 2006. – С.155.

32. *Захаров А., Кириченко Д., Челмодева Е.* Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. – М., 2002. – С.43-50.

33. Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, затверджена Розпорядженням КМУ від 08.11.2007 р. №976-р.

34. Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України, затверджена Розпорядженням КМУ від 21.12.2004 р. №1707.

35. Закон України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» від 05.04.2001 р. № 2346-III.

36. Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг» від 22.05.2003 р. № 851-IV.

37. Закон України «Про бухгалтерський облік в Україні» від 16.07.1999 р. № 996-XIV.

38. Проект внесення змін та доповнень до Положення про депозитарну діяльність, затверджений рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 №999 [Електронний ресурс] – Доступний з: <http://www.ssmc.gov.ua/RAProject.aspx?RAProjectID=223>.

39. Проект Закону України «Про товарну біржу» [Електронний ресурс] – Доступний з: http://gska2.rada.gov.ua/pls/web_n/webproc4_2?id=&pf3516=3256&skl=6.

40. Проект Закону України «Про похідні (деривативи)» [Електронний ресурс] – Доступний з: http://gska2.rada.gov.ua/pls/web_n/webproc4_1?id=&pf3511=34113.

41. Ліцензійні умови здійснення переказу коштів небанківськими фінансовими установами, затвержені Розпорядженням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 23.03.2006 р. № 5523.

42. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 р. № 2121-III.

43. Положення про порядок видачі ліцензії на здійснення окремих банківських операцій небанківським фінансовим установам, затверджене Постановою Правління Національного банку України від 16.08.2001 р. № 344.

44. Положення про організацію операційної діяльності в банках України,

затверджене Постановою Правління Національного банку України від 18.06.2003 р. № 254.

45. Інструкція про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті, затверджена Постановою Правління Національного банку України від 29.03.2001 р. № 135.

46. Закон України «Про систему оподаткування» від 25.06.1991 р. № 1251-XII.

РІШІН