



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.09.018>

УДК 336.761

JEL: G12, G18, G23, G28, K22

С.Є. ШИШКОВ, канд. екон. наук,
директор ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива»»
вул. Воскресенська, 30, 49000, Дніпро, Україна
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

МОДЕРНІЗАЦІЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ЗАСАД ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ: ПЕРСПЕКТИВИ ОНОВЛЕННЯ ФІНАНСОВОГО ІНСТРУМЕНТАРІЮ

Досліджено вплив регуляторних і законотворчих ініціатив на вирішення проблеми обмеженості надійного фінансового інструментарію в Україні. Проаналізовано коло доступних фінансових інструментів, визначених чинним і перспективним законодавством України, констатовано відсутність принципових зрушень. В умовах скорочення ліквідності та зменшення привабливості більшості видів цінних паперів і деривативів (крім інструментів державного боргу) запропоновано низку заходів і стимулів для диверсифікації ринкового інструментарію.

Ключові слова: фондовий ринок; фондова біржа; цінні папери; фінансові інструменти; деривативи.

Ефективність функціонування сучасних глобалізованих ринків значною мірою забезпечується широким колом диверсифікованого фінансового інструментарію, який дозволяє економічним агентам залучати і розміщувати фінансові ресурси, визначати поточну й майбутню вартість активів, знижувати ризики і вирішувати інші завдання, пов'язані з розвитком економіки. Постійне зростання розмірів, розширення зв'язків і підвищення складності фінансових ринків зумовлюють подальшу, доволі суперечливу, еволюцію їх інструментарію: з одного боку, появу нових видів цінних паперів і дедалі більш екзотичних видів похідних інструментів (деривативів), а з іншого — спроби універсалізації підходів до регулювання фінансового інструментарію на рівні міжнародних вимог і стандартів.

Ц и т у в а н н я: Шижков С.Є. Модернізація інституційних засад фондового ринку в Україні: перспективи оновлення фінансового інструментарію. *Економіка України*. 2021. № 9. С. 18—40. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.09.018>

В Україні протягом кількох десятиліть жодна програма розвитку фондового ринку чи фінансового сектору не обходилася без констатації проблеми обмеженості наявного фінансового інструментарію й створення стимулів для його розширення. Проте як основний напрям вирішення завдання впровадження нових видів фінансових інструментів зазвичай розглядалося лише їх детальне оформлення на рівні окремого закону. Натомість поза увагою законодавців і фінансових регуляторів залишилися недостатня готовність учасників ринків до застосування нових інструментів, відсутність логістичної та клірингової інфраструктури, суб'єктивність ціноутворення на локальні бенчмарки, фіскальні аспекти тощо. Таким чином, на час прийняття у 2020 р. оновленого законодавства у сфері ринків капіталу і організованих товарних ринків (у межах імплементації правової основи ЄС про ринки фінансових інструментів) в Україні спостерігалася дивна ситуація: на тлі декларованої суцільної зацікавленості в диверсифікації та появі нових фінансових інструментів на практиці за останні роки суттєво скоротилися кількість видів доступного інструментарію та ліквідність усіх сегментів організованих ринків капіталу, крім обігу інструментів державного боргу.

Проблемні питання функціонування фінансових ринків, у тому числі щодо впровадження і застосування різних видів фінансових інструментів, дістали відображення в дослідженнях багатьох вітчизняних науковців, зокрема О. Колодізева, О. Мозгового, С. Мошенського, В. Опаріна, Л. Примостки, Н. Шелудько [1—7] та інших. Варто зазначити, що в працях відомих зарубіжних дослідників питань обігу фінансових інструментів, зокрема, таких як У. Едвардес, Ф. Модільяні, Б. Рубцов, Ф. Фабоцці, Ф.Дж. Халл, Х. Чен [8—13] та інші, основну увагу спрямовано на вже сформовані та ліквідні ринки. Натомість залишаються недостатньо висвітленими питання умов імплементації на незрілих та неліквідних фондових і деривативних ринках досвіду розвинутих фінансових ринків щодо регулятивних та інфраструктурних стимулів для первинного впровадження нового інструментарію й фактичного «перезавантаження» локальних ринків після їх суттєвої деградації.

На відміну від розвинутих фінансових ринків і попри значний інтерес держави та інвесторів до активного застосування диверсифікованого фінансового інструментарію для інвестицій та хеджування ризиків, відомості про структуру організованого ринку України в розрізі видів деривативних інструментів є досить обмеженими, розпорошеними через дефрагментацію біржового ринку. Отже, проблеми еволюції цього ринку і виявлення причин незадовільних темпів його розвитку потребують глибоких досліджень і реалізації відповідних практичних заходів, а не констатації відсутності ринку та необхідності чергового «запуску» через внесення змін до законодавства. Актуальність дослідження окреслених питань суттєво підвищується з огляду на набуття у 2021 р. чинності змін до національного законодавства, які кардинально змінюють регулювання фінансових ринків і мають на меті саме запровадження нових фінансових інструментів.

Отже, **мета статті** — оцінити вплив регуляторних і законотворчих ініціатив на вирішення проблеми обмеженості надійного фінансового інструментарію в Україні.

ЗАКОНОДАВЧІ НОВАЦІЇ ЩОДО ВИДІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Відповідний Закон України № 738-ІХ від 19.06.2020 р.¹, який набув чинності з 1 липня 2021 р. і кардинально змінює поточний Закон «Про цінні папери та фондовий ринок»² та низку інших законів у сфері регулювання фінансових ринків, уже у своїй назві містить мету впровадження нових фінансових інструментів. Проте в пояснювальних записках до відповідних законотворчих ініціатив ця цілком логічна мета зазначається в не надто явній формі. Так, у розділі 1 пояснювальної записки до проекту Закону України № 2284 від 17.10.2019 р. в обґрунтуванні необхідності прийняття цього акта йдеться не стільки про нові фінансові інструменти, скільки про загальну значущість для ринку та економіки широкого вибору фінансових інструментів³. З цими вкрай загальними тезами слід погодитись, але питання про нові інструменти залишається актуальним. У розділі 3 пояснювальної записки до даного проекту закону міститься єдине згадування про новації, а саме: законопроектом розширено перелік фінансових інструментів шляхом віднесення інструментів грошового ринку до фінансових інструментів, а також запровадження нового виду цінних паперів — депозитних сертифікатів банку, зелених облігацій, опціонних сертифікатів, депозитарних розписок тощо. Насправді це не відповідає дійсності, оскільки більшість з них в Україні так чи інакше вже давно існує в цивільному обороті.

Опціонні сертифікати. Дотепер опціонні сертифікати в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» не згадувалися, натомість у оновле-

¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : Закон України № 738-ІХ від 19.06.2020 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>. Закон був прийнятий з четвертої спроби (обговорення проектів Законів України № 3498 від 20.11.2015 р., № 7055 від 01.09.2017 р., № 9035 від 03.09.2018 р. і № 2284 від 17.10.2019 р. тривало понад чотири роки). За тиждень до прийняття даного Закону очільник регулятора фондового ринку, вітаючи небайдужих з 25-ою річницею НКЦПФР, зазначив: «І саме сьогодні ми знаходимося у дуже визначному історичному моменті — моменті істини та кульмінації. На кону майбутнє ринку капіталів України. Наступного тижня Верховна Рада розглядатиме історичний законопроект 2284, який дає можливість створити в Україні цивілізований ринок капіталу за європейськими правилами, дає нам нові правила і нові фінансові інструменти» (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/pruyvitannia-holovu-nktsprf-z-25-iu-richnytseiu-komisii/> (дата звернення: 06.05.2021)).

² Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-ІV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>

³ «Широкий вибір фінансових інструментів на ринках капіталу, умов їх емісії (видачі), погашення та виплати доходу, різні схеми торгівлі та взаємозв'язків між суб'єктами ринків капіталу повинні забезпечувати максимальну мобілізацію фінансових ресурсів, їх раціональний розподіл і перерозподіл та ефективне використання. Це визначає значну роль ринків капіталу та важливість їх впливу на економічний розвиток будь-якої країни. Розбудова повноцінно функціонуючих ринків капіталу є вкрай важливим та відповідальним завданням на сучасному етапі розвитку української економіки, зважаючи на важливість її інтегрування у європейську та світову економічну спільноту» (Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : проект Закону України № 2284 від 17.10.2019 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117 (дата звернення: 07.05.2021)).

ній редакції⁴ їм присвячено окрему ст. 22. Разом з тим як одна з груп цінних паперів, що можуть перебувати в цивільному обороті в Україні, у ст. 4 даного Закону виокремлено похідні цінні папери — цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових і/або товарних ресурсів. Саме похідними цінними паперами і є опціонні сертифікати, хоча у власних річних звітах НКЦПФР відносить їх то до похідних, то до деривативів (що і не дивно, бо чинне законодавство про цінні папери і фондовий ринок фактично розглядає ці поняття як синоніми).

Випуск і обіг опціонних сертифікатів в Україні впорядковано нормативно-правовими актами регулятора фондового ринку ще у 2009 р.⁵ Це не є якимось екзотичним для України фінансовим інструментом — опціонні сертифікати регулярно випускаються й мають досить активний обіг (за даними річних звітів НКЦПФР⁶, у 2015—2019 рр. обсяг випуску опціонних сертифікатів становив 0,29 млрд грн, обсяг біржових торгів — 4,41 млрд грн, що у 12 разів перевищує обсяг торгів облігаціями місцевих позик і є на 13% більшим за обсяги торгів цінними паперами інститутами спільного інвестування (ІСІ)). Скоріше, опціонні сертифікати є екзотичними інструментами для ЄС. Зокрема, у розділі С відповідної Директиви ЄС⁷ міститься класифікація фінансових інструментів, яка передбачає досить чіткий розподіл на цінні папери (з виокремленням цінних паперів інститутів спільного інвестування) та різні види деривативних інструментів. Якоїсь проміжної категорії (на кшталт похідних чи деривативних цінних паперів) не виокремлюється.

Основна відмінність опціонних сертифікатів від опціонів (загальновідомого виду деривативів, з якими їх не варто плутати⁸, хоча економічний

⁴ Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України № 738-IX від 19.06.2020 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20210701>

⁵ Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії : рішення ДКЦПФР № 572 від 16.06.2009 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09/ed20090616#Text>. Наразі такий Порядок діє в редакції, затвердженій рішенням НКЦПФР № 209 від 23.03.2017 р. Визначення опціонних сертифікатів у цьому Порядку не надто відрізняється від визначення, наведеного у ст. 22 оновлюваного Закону № 738-IX [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20210701#Text>

⁶ Звіти про діяльність НКЦПФР за 2010—2019 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>

⁷ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // Official Journal of the European Union. — 2014. — Jun. 30 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065> (дата звернення: 07.05.2021).

⁸ З огляду на мінливість і непевність правової основи щодо функціонування фінансових ринків України, сплутати звичайні опціони та опціонні сертифікати дійсно нескладно. Навіть у річних звітах НКЦПФР згодоміньше до 2012 р. ці поняття розглядалися як синоніми, а у 2010 р. регулятор первісно кваліфікував опціонні сертифікати саме як деривативи (аналогічно до опціонів), а не як похідні цінні папери (Правовий статус опціонних сертифікатів [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://smida.gov.ua/news/publications/pravovij_status_orcionnikh_sertifikativ (дата звернення: 07.05.2021)). Ситуація змінилася лише після того, як на фондових біржах України почали впроваджувати в обіг саме опціони (стандартизовані строкові контракти, що обліковуються біржою), тому з'явилася необхідність відокремити їх від опціонних сертифікатів (емісійних похідних цінних паперів, що обліковуються депозитарієм).

сенс цілком подібний) — процедура державної реєстрації емісії та обліку опціонних сертифікатів у депозитарній системі подібно до інших цінних паперів. Ступінь значущості опціонних сертифікатів для залучення інвестицій викликає багато запитань — наразі це один з багатьох легальних інструментів податкової оптимізації із залученням ІСІ, насамперед, для скорочення витрат при фінансуванні будівництва. Отже, фактично йдеться про таке: на рівні закону нарешті визначено специфічну категорію фінансових інструментів — емісійні похідні цінні папери (у термінології попереднього Закону) чи деривативні цінні папери (у термінології оновленого Закону). Однак таке визначення запізнило щонайменше на десяток років⁹. Разом з тим, зважаючи на детальне впорядкування випуску опціонних сертифікатів на рівні нормативно-правових актів НКЦПФР, відсутність законодавчого згадування цих фінансових інструментів жодним чином не заважала ані їх випуску, ані їх обігу. Таким чином, опціонні сертифікати — це зовсім не новий для України фінансовий інструмент.

Депозитарні розписки. Дотепер депозитарні розписки в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» не згадувались, а в Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» ним присвячено окрему ст. 25. Однак у даному випадку йдеться про цінні папери іноземних емітентів, регулювання яких відноситься до інших юрисдикцій. Разом з тим для учасників українського фондового ринку депозитарні розписки є зовсім не новим інструментом.

Ще наприкінці минулого століття (коли інтерес нерезидентів до українських акцій та ринку в цілому був достатньо високим, на відміну від поточної ситуації, коли він практично відсутній) діяли 13 програм депозитарних розписок українських емітентів. У 1999 р. Кабінет Міністрів України для прискорення приватизації затвердив порядок продажу на міжнародних фондових ринках пакетів акцій, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок та ініціював встановлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та іноземними депозитарними установами¹⁰.

Згодом настав новий етап, цілком природний на тлі деградації ринку акцій, скорочення інтересу зовнішніх інвесторів і зростаючого дефіциту скільки-небудь привабливого інструментарію: після тривалих дискусій до обігу в Україні почали допускати цінні папери іноземних емітентів (зазвичай власників українських активів), зокрема у формі депозитарних розпи-

⁹ Хоча протягом 2010—2019 рр. до відповідного Закону (Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>) зміни вносилися 31 раз, тобто в середньому більш як тричі на рік.

¹⁰ Про забезпечення продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках : Постанова Кабінету Міністрів України № 1320 від 21.07.1999 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1320-99-%D0%BF/ed19990721#Text>; Про затвердження Порядку встановлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та іноземними депозитарними установами для забезпечення продажу пакетів акцій, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках : рішення ДКЦПФР № 31 від 17.03.2000 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0069-00#Text>

сок¹¹. Одними з перших до обігу на території України були допущені акції МНР S.A. (мажоритарного акціонера групи компаній «Миронівський хлібо-продукт») саме у формі глобальних депозитарних розписок¹².

Як і інші іноземні цінні папери, депозитарні розписки МНР S.A. поки що не справили райдужних очікувань бурхливого зростання їх ліквідності в Україні, проте більш-менш регулярно торгуються і є одними з українських випусків лістингових цінних паперів. Крім того, згідно із Законом України «Про інститути спільного інвестування», депозитарні розписки можуть входити до складу активів окремих видів ІСІ. Отже, депозитарні розписки — це зовсім не новий для України фінансовий інструмент.

Похідні (деривативні) цінні папери. Загалом опціонні сертифікати і депозитарні розписки новим Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» віднесено до групи деривативних цінних паперів. У попередній редакції цьому відповідала група похідних цінних паперів, окремі складові якої в Законі не конкретизувалися, проте, як зазначалося, впорядковувалися нормативно-правовими актами регулятора фондового ринку (опціонні сертифікати, депозитарні розписки, фондові варанти¹³) або визначалися у Законі, але не містили такої чіткої класифікації (державні деривативи). Таким чином, з п'яти визначених оновленим законодавством видів деривативних цінних паперів адекватного впорядкування в Законі та нормативно-правових актах НКЦПФР не мали хіба лише такі вкрай специфічні інструменти, як кредитні ноти (табл. 1).

Депозитні сертифікати банку. Насправді новизна цього інструменту є досить умовною. У ст. 13 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» впорядковувались ощадні (депозитні) сертифікати — неемісійні цінні папери, що існували виключно в документарній (паперовій) формі. Тепер з'являються два окремих види сертифікатів, що видаються (випускаються) банками: 1) ощадні — неемісійні (ордерні) цінні папери, які існують виключно в паперовій формі, тобто аналог попередніх ощадних (депозитних) сертифікатів; 2) депозитні — емісійні цінні папери, які можуть існувати виключно в електронній формі та обліковуються в Центральному депозитарії. Таким чином, ідеться про появу додаткової форми існування того самого інстру-

¹¹ Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України : рішення НКЦПФР № 1692 від 22.11.2012 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2178-12/ed20121122#Text>

¹² Щодо допуску акцій МНР S.A. у формі глобальних депозитарних розписок (місцезнаходження: 5, rue Guillaume Kroll, L-1882 Luxembourg, ідентифікаційний код згідно з реєстром країни походження емітента — В 116838) до обігу на території України : рішення НКЦПФР № 1358 від 07.10.2014 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://ips.ligazakon.net/document/KL140462?an=1>

¹³ Уперше варанти впорядковано у 1997 р. (Правила випуску та обігу фондових деривативів : рішення ДКЦПФР № 13 від 24.06.1997 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0013312-97/ed19970624#Text>). Наразі варанти внесені до переліку фінансових інструментів, виконання яких надає їх власнику право набутти голосуючі акції публічного акціонерного товариства шляхом їх поставки (Орієнтовний (невиключний) перелік фінансових інструментів, передбачених частиною 10 статті 641 Закону України «Про акціонерні товариства» : рішення НКЦПФР № 206 від 09.04.2019 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/documents/orntovniy-neveriklyutchniy-perelk-fnansovih-nstrumentv-peredbatchenih-tchastinoyu-10-statt-641-zakonu-ukrani-pro-aktso/>).

Таблиця 1. Перелік груп і видів цінних паперів, дозволених до цивільного обороту згідно із законодавством України

Групи і види фінансових інструментів (цінних паперів)	Обсяг біржових торгів (млрд грн)		Обсяг випуску цінних паперів (млрд грн)		Коментарі
	2014 р.	2019 р.	2014 р.	2019 р.	
Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 3)	Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (ст. 8)				
Пайові емісійні цінні папери: акції	29,83	0,69	173,46	101,47	Без змін
акції КІФ	25,68	0,36	144,35	63,54	»
інвестиційні сертифікати	4,25	0,33	4,35	24,99	»
сертифікати ФОН	—	—	24,76	12,95	»
Боргові цінні папери: облігації підприємств	579,17	303,98	270,79	361,91	»
державні облігації (ОВДП, ОЗДП)	32,82	8,77	29,01	11,21	Без змін, крім синонімічної зміни назви
облігації місцевих позик	545,77	294,90	239,40	350,70	Без змін
казначейські зобов'язання України	0,58	0,31	2,38	0	»
ощадні сертифікати банків	—	—	—	—	»
—	—	—	—	—	Новий інструмент
векселі	—	—	—	—	Без змін
облігації МФО	—	—	—	—	»
облігації ФГВФО	—	—	—	—	Втрага інструмента

Іпотечні цінні папери: іпотечні облігації	Іпотечні цінні папери: іпотечні облігації	—	—	—	—	—	—	—	—	Без змін
іпотечні сертифікати заставні	— заставні	—	—	—	—	—	—	—	—	» Втрага інструмента Без змін
Приватизаційні цінні папери	—	—	—	—	—	—	—	—	—	Втрага групи інструментів
Похідні цінні папери:	Деривативні цінні папери:	0,29	0,22	—	—	—	0,001	0	0	Формальна зміна назви групи інструментів
опціонні сертифікати	опціонні сертифікати	0,29	0,20	—	—	—	0,001	0	—	Акт регулятора (№ 209 від 23.03.2017 р.)
фондові варанти	фондові варанти	—	—	—	—	—	—	—	—	Акт регулятора (№ 206 від 09.04.2019 р.)
депозитарні розписки	кредитні ноти депозитарні розписки	—	—	—	—	—	—	—	—	Новий інструмент
державні деривативи	державні деривативи	—	0,01	—	—	—	—	—	—	Закон України «Про інститути спільного інвестування», акт регулятора (№ 1692 від 22.11.2012 р.)
Товаророзрядчі цінні папери	Товаророзрядчі цінні папери	—	0,01	—	—	—	—	—	—	Без змін, крім класифікації
		—	—	—	—	—	—	—	—	Без змін

КІФ — корпоративні інвестиційні фонди; ФОН — фонди операцій з нерухомістю.
 Джерело: тут і табл. 2 складено автором за: Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс].
 — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>; Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України № 738-IX від 19.06.2020 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20210701>; Звіти про діяльність НКЦПФР за 2014—2019 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmf.gov.ua/about-us/annual-reports/>

мента. Про незначущість такої новації свідчить хоча б той факт, що жодних змін не внесено до ст. 1065 «Ощадний (депозитний) сертифікат» Цивільного кодексу України. Отже, депозитний сертифікат банку — це не новий для України фінансовий інструмент.

Напевне, попередні (не надто вдалі) спроби запуску фінансових банківських векселів у електронній формі мали більш революційний характер¹⁴. Крім того, не слід вважати, що абсолютно всі фінансові інструменти в Україні наразі згадуються в новому Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Одним з найбільш ліквідних в Україні інструментів є **депозитні сертифікати НБУ**, які практично кожного робочого дня випускаються та погашаються центральним банком у межах реалізації монетарної політики. На початку 2021 р. залишок депозитних сертифікатів НБУ (за основною сумою) сягав 163,6 млрд грн¹⁵, а сукупний річний випуск перевищував відповідні показники для ринку державних облігацій. Отже, це борговий інструмент одного з найбільших сегментів національного фінансового ринку. Втім, депозитні сертифікати НБУ, які до 2016 р. мали активний біржовий обіг, втратили статус боргового цінного паперу і наразі кваліфікуються як монетарні інструменти НБУ¹⁶.

Зелені та інфраструктурні облігації. Зелені облігації — дійсно новий інструмент, запроваджений Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» і докладно описаний у його ст. 18. Більше того, це не єдиний новий борговий інструмент — з'явилися ще й інфраструктурні облігації (ст. 17). Натомість, як уже зазначалося, із Закону зникли облігації ФГВФО. Отже, в частині облігаційних інструментів дійсно спостерігається додатний баланс щодо кількості нових або втрачених інструментів (табл. 2), а ще важливіше, що новий Закон містить механізми, які мають підвищити захист прав власників облігацій. Незважаючи на цей позитив, у цілому йдеться просто про появу нових класифікаційних ознак і різновидів облігацій.

Проміжне резюме щодо цінних паперів. Варто констатувати, що при порівнянні всіх груп і видів цінних паперів, які можуть бути в цивільному обороті в Україні відповідно до попереднього і оновленого законодавства (див. табл. 1), можна констатувати, що:

- переважна більшість видів цінних паперів, визначених у законодавстві, не змінилася;
- більшість видів цінних паперів не мають біржового обігу, а за тими, що мають такий обіг, ліквідність в основному скорочується (за 2014—2019 рр. — з 609 млрд до 305 млрд грн, тобто удвічі);
- окремі види, які раніше були врегульовані в нормативно-правових актах НКЦПФР, тепер визначено на рівні Закону;

¹⁴ Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких інших законів України щодо фінансових векселів : Закон України № 407-VII від 04.07.2013 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/407-18#Text>

¹⁵ Залишки за монетарними операціями / Національний банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://bank.gov.ua/files/Arhiv_dovidkovo_ukr.xlsx

¹⁶ Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи : Постанова Правління НБУ № 615 від 17.09.2015 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15#Text>

Таблиця 2. Класифікаційні ознаки та різновиди облігацій

Ознаки облігацій	Різновиди	
	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»
Строк обігу	Довго-, середньо- і короткострокові	Довго-, середньо- і короткострокові
Спосіб виплати доходу	Процентні, дисконтні, цільові	Процентні, дисконтні
Спосіб погашення	—	Звичайні, цільові
Мета використання	—	Ординарні, інфраструктурні, зелені
Окремі різновиди	Цільові облігації підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передання об'єкта (його частини) житлового будівництва; конвертовані облігації підприємств; облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб	Цільові корпоративні облігації, погашення яких здійснюється шляхом передання об'єкта (його частини) житлового будівництва; конвертовані корпоративні облігації

- були значно деталізовані описи окремих видів цінних паперів (насамперед, боргових), а також з'явилися нові різновиди облігацій;
- запроваджено два нових види інструментів (депозитні сертифікати банків і кредитні ноти), у тому числі один є новим достатньо умовно;
- втрачено два види (облігації ФГВФО та іпотечні сертифікати) і одну групу інструментів (приватизаційні цінні папери);
- загальна кількість груп і видів цінних паперів стала на одну менше.

За таких умов складно характеризувати законодавчі зміни як дійсне розширення переліку фінансових інструментів, принаймні, у контексті видів цінних паперів¹⁷.

Зауважимо, що законодавче врегулювання появи нових інструментів зовсім не гарантує, що новими можливостями хтось скористається. Прикладом є облігації міжнародних фінансових організацій, можливість випуску яких було законодавчо впорядковане ще у 2013 р.¹⁸, розроблено низку документів НКЦПФР, проведено декілька конкурсів серед фондових бірж на

¹⁷ Зокрема, у Законі № 738-IX відсутнє згадування про біржові облігації — попри міжнародний досвід упровадження в обіг таких короткострокових облігацій, що випускаються компаніями, цінні папери яких уже мають обіг на біржі, реєструються біржою (при цьому вимоги до проспекту емісії є ліберальнішими порівняно із звичайними корпоративними облігаціями), не потребують реєстрації регулятором і оплати державного мита за реєстрацію. Пропозиції щодо впровадження в Україні біржових облігацій вносились учасниками ринку ще з 2012 р. (Концепція розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів : проект / Асоціація «Українські фондові торговці» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www.aust.com.ua/docs/концепция_07062012_финал.doc (дата звернення: 06.05.2021)).

¹⁸ Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо емісії облігацій міжнародних фінансових організацій : Закон України № 400-VII від 04.07.2013 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/400-18#Text>

право проведення розміщень облігацій МФО, залучено міжнародних експертів, проте за вісім років жодного випуску не відбулося. Для випадку облігацій Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, можливість випуску яких була законодавчо передбачена у 2014 р.¹⁹, схоже, всі вже втомилися чекати на практичну реалізацію, отже, їх було виключено як окремий вид облігацій із Закону і прирівняно до звичайних корпоративних облігацій, але без вимог до капіталу емітента і забезпечення (п. 8 ст. 12 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

З огляду на це, законодавчої ініціативи для запуску нового інструмента замало. Мають бути:

- реальний та збалансований інтерес базових учасників ринку — емітентів та інвесторів (в Україні цей інтерес явно не б'є рекордів);
- регуляторні стимули, у тому числі фіскальні (на жаль, не є очевидними);
- довіра до судової системи (останнім часом точно не підвищилася);
- якість регулювання ринку (не вражає позитивом);
- глибина та ліквідність ринку (крім сегмента держоблігацій, кількісні показники національного ринку капіталу наразі є одними з найнижчих у світі);
- ще дуже багато суспільно-економічних факторів, які навряд чи принципово зміняться на краще після оновлення законодавства.

Як наслідок, попри начебто вже наявний широкий спектр доступних учасникам ринку видів цінних паперів, у 2020 р. їх обіг на фондових біржах України більш як на 98% складений з державних облігацій, адже в інституціональних інвесторів і населення практично відсутня довіра до корпоративних цінних паперів (через численні випадки банкрутств, дефолтів, припинень обігу, тотального знецінення, відсутності реальних механізмів захисту прав власників). Спроби впровадити в обіг цінні папери іноземних емітентів, хоча і є цілком доречними, поки що не надали скільки-небудь помітного стимулу для зацікавлення інвесторів і для біржової ліквідності.

ДЕРИВАТИВИ — НОВІ ВИДИ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ?

Напевне, передусім при пропагуванні змін до законодавства йшлося все ж таки не про якісь локальні впорядкування окремих видів цінних паперів, а про запровадження деривативів (деривативні контракти, вони ж — деривативні інструменти). Зокрема, саме на це звертав увагу голова НКЦПФР у контексті прийняття Закону № 738-IX²⁰. Проте в пояснювальній записці до

¹⁹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання негативному впливу на стабільність банківської системи : Закон України № 1586-VII від 04.07.2014 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1586-18#Text>

²⁰ Парламент реформував фондовий ринок та запровадив нові фінансові інструменти / Financial Club. — 2020. — 19 черв. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://finclub.net/ua/news/parlament-sprostyv-zaluchennia-investytsii-ta-finansovykh-instrumentiv.html> (дата звернення: 06.05.2021).

проекту Закону України № 2284²¹, за яким прийнято даний Закон, ідеться про запровадження багато чого²², але аж ніяк не деривативів. А слова про запровадження нових фінансових інструментів згадуються лише при повторях назви Закону. Так, у розділі 6 пояснювальної записки прогнозується, що його прийняття дозволить, серед іншого, сприяти ефективному розвитку ринків деривативних (похідних) фінансових інструментів. Зауважимо, що про нові деривативні інструменти не йдеться. Так само у розділі 1 пояснювальної записки серед невирішених проблем у контексті деривативів наголошується на відсутності комплексного регулювання відносин, які виникають на ринках похідних цінних паперів і деривативних контрактів, а також гарантій виконання деривативних контрактів. Отже, ані слова про відсутність якихось нових видів деривативних контрактів, які конче необхідно запровадити!

Так само у розділі 2 пояснювальної записки, де формулюється мета розробки проекту даного Закону України, у контексті деривативів ідеться про врегулювання питань функціонування ринків деривативних (похідних) фінансових інструментів, ринків капіталу та організованих товарних ринків, а також про розбудову їх інфраструктури. Знов-таки, нічого про нові інструменти!

Основний дискурс шаленого позитиву навколо оновлення законодавства полягав у тому, що ринок деривативів створюється в Україні майже «з нуля». Проте, чи дійсно це так? Проаналізуємо це.

1. Законодавство про фондовий ринок. Похідні (деривативи) згадувалися ще в початковій редакції Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», затвердженій 23 лютого 2006 р. Також у ст. 1 цього базового Закону наявні фінансові інструменти, відмінні від цінних паперів, тобто деривативи: «фінансові інструменти — строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у т.ч. тих, що передбачають грошову форму оплати (курсів та відсоткові опціони)». Безумовно, це не вичерпний і не надто класифікований перелік, проте він достатньо широкий та надає відповідні можливості. Утім, і до цього регулятор фондового ринку вживав заходів щодо врегулювання операцій з деривативами: рішенням ДКЦПФР № 13 від 24.06.1997 р. були затверджені Правила випуску та обігу фондових деривативів, які пропонувалися для відкритого продажу: опціонів; ф'ючерсів; варантів. Слід зауважити, що на той час регулятор пропонував учасникам ринку навіть ширший перелік інструментів, адже зго-

²¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : проект Закону України № 2284 від 17.10.2019 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=

²² Наприклад, цивілізованих та уніфікованих правил на організованому ринку, різних інститутів (пов'язаних агентів, кваліфікованих інвесторів, оператора ринку), передової міжнародної практики, інституту правового регулювання ринку малих і середніх підприємств, вимог щодо корпоративного управління в професійних учасниках ринків капіталу та організованих товарних ринків тощо.

дом, після прийняття рішення ДКЦПФР № 884 від 04.08.2009 р., варанти з нього були виключені.

Разом з тим у даному випадку йшлося про допуск деривативів до біржових торгів, тож обмеження є цілком природним, адже зазвичай саме ф'ючерси та опціони є традиційними біржовими деривативними інструментами. Натомість жодних обмежень для позабіржових операцій регулятор, звісно, не висував.

У Законі «Про інститути спільного інвестування» встановлено обмеження щодо можливих активів ІСІ, у тому числі щодо деривативів, проте вони стосуються не видів деривативів, а їх базових активів для окремих видів фондів.

У межах контролю звітності учасників ринку база довідників і класифікаторів регулятора (рішення НКЦПФР № 646 від 08.05.2012 р.) містить відомості про опціони, форварди, ф'ючерси і свопи (табл. 3).

У рамках контролю операцій, що підлягають фінансовому моніторингу, наказом Міністерства фінансів України № 24 від 29.01.2016 р. взагалі не обмежується коло видів деривативних інструментів: разом з традиційними опціоном, форвардом і ф'ючерсом у довіднику можливих об'єктів фінансових операцій зазначаються «деривативи, похідні цінні папери, строкові фінансові інструменти інших видів, або вид яких не встановлено».

Отже, поточне законодавство про фондовий ринок містить невичерпний перелік деривативних інструментів, не обмежує в цьому переліку навіть інституційних інвесторів; єдині обмеження стосуються допуску окремих видів деривативів до біржових торгів.

2. Податкове законодавство і бухгалтерський облік. Ще раніше і детальніше було врегульовано операції з основними видами деривативів у податковому законодавстві. Так, уже в Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» № 334/94-ВР від 28.12.1994 р. запроваджено форварди, ф'ючерси та опціони. У 1997 р. у ст. 1 даного Закону визначено поняття деривативів та основних їх видів (форвардні, ф'ючерсні, опціонні контракти), а також надано класифікацію відповідно до виду цінностей (фондові, валютні, товарні). Постановою Кабінету Міністрів України № 632 від 19.04.1999 р. затверджено Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів. У 2010 р., після прийняття Податкового кодексу України, до переліку основних видів деривативів було додано також своп.

До речі, незважаючи на начебто значне розширення видів деривативів у результаті оновлення законодавства (див. табл. 3), жодних змін до Податкового кодексу поки що не передбачено — там ті самі форвард, ф'ючерс, опціон, своп. Інших видів деривативів у податковому законодавстві не врегульовано.

При цьому врегульовано бухгалтерський облік деривативів — у міжнародних стандартах фінансової звітності²³, національних стандартах бухгалтерського обліку²⁴, в Інструкції НБУ для банків²⁵. У міжнародних стандар-

²³ Міжнародний стандарт фінансової звітності 9 «Фінансові інструменти» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://mof.gov.ua/storage/files/IFRS_9_Ukrainian-compressed.pdf

²⁴ П(с)БО 13 «Фінансові інструменти» : Наказ Міністерства фінансів України № 559 від 30.11.2001 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01#Text>

²⁵ Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України : Постанова Правління НБУ № 153 від 26.12.2018 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0153500-18#Text>

Таблиця 3. Класифікаційні ознаки та види деривативів (деривативних контрактів)

Документи	Ознаки	Види
Податковий кодекс України	Тип базового активу Вид контракту	Кошти, цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи Опціон, форвард, ф'ючерс, своп
Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів» № 632 від 19.04.1999 р.	Передача активу Тип базового активу Вид контракту	З поставкою, без поставки Валюта, товар, цінні папери (та їх характеристики) Опціон, форвард, ф'ючерс
Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	Вид контракту	Ф'ючерс, форвард, своп, опціон, інструменти грошового обігу тощо
Рішення ДКЦПФР № 884 від 04.08.2009 р.	Передача активу	Поставні, розрахункові
Рішення НКЦПФР № 646 від 08.05.2012 р.	Тип базового активу Вид контракту	Валюта, товар, цінні папери (відповідні курси, процентні ставки, індекси) Опціон, ф'ючерс
Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження форм обліку та подання інформації, пов'язаної із здійсненням фінансового моніторингу, та інструкції щодо їх заповнення» № 24 від 29.01.2016 р.	Передача активу Тип базового активу Вид контракту	З поставкою, без поставки Валюта, товар, цінні папери (індекси, ставки, інші) Опціон, форвард, ф'ючерс, своп
Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти»» № 559 від 30.11.2001 р.	Вид контракту	Опціон, форвард, ф'ючерс, інші
Постанова Правління НБУ «Про затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України» № 153 від 26.12.2018 р.	Тип базового активу Вид контракту	Валюта, товар, цінні папери (відповідні ставки, ціни, індекси, рейтинги тощо) Опціон, форвард, ф'ючерс, своп, інші

Закінчення табл. 3

Документи	Ознаки	Види
МСФЗ 9 «Фінансові інструменти»	Вид контракту	Опціон, форвард, ф'ючерс, своп, кредитний дефолтний своп, свопціон, контракт на різницю цілн, контракт на майбутню процентну ставку, інші
MiFID II	Передача активу Тип базового активу	Фізичні, готівкові, за вибором сторін Грошового ринку, валюта, цінні папери, ставки процента або дохідність, квоти на викиди, товари, кредитний ризик, кліматичні змінні, фрахтові ставки, ставки інфляції, інші офіційні економічні статистичні дані, інші
Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»	Вид контракту Передача активу Тип базового активу Вид контракту	Опціон, форвард, ф'ючерс, своп, інструменти для передачі кредитного ризику, контракти на різницю, інші Поставні, розрахункові, змішані Грошового ринку, товарні, фондові, інші Опціон, форвард, ф'ючерс, своп, кредитний дефолтний своп, свопціон; ф'ючерс на своп, форвард на своп, контракт на різницю цілн, контракт на майбутню процентну ставку, інші

Джерело: складено автором за: Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>; Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України № 738-IX від 19.06.2020 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20210701>; Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // Official Journal of the European Union. — 2014. — Jun. 30 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065> (дата звернення: 07.05.2021); та іншими нормативними актами.

тах фінансової звітності, яких мають дотримуватись учасники фінансових ринків, уже наявні практично всі види деривативних інструментів, хоча у МСФЗ 9 відзначається, що типовими прикладами таких інструментів є ф'ючерсні, форвардні, свопові та опціонні контракти — тобто, саме ті, що вже давно детально врегульовані в національному законодавстві. Разом з тим варто підкреслити, що на відміну від податкового і бухгалтерського законодавства, яке розглядає операції з деривативами з урахуванням такої їх природної мети, як хеджування ризиків, Закон «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» навіть не згадує хеджування при описі операцій з деривативами. Отже, застосування найбільш значущими учасниками ринку МСФЗ і без законодавчих змін дозволяє об'єктивно вести облік будь-яких видів деривативних інструментів, натомість податкове законодавство містить обмежений перелік деривативів, тож потребує додаткових змін.

3. Цивільний кодекс України. У ЦКУ деривативи як не згадувалися, так і не згадуються після набрання чинності Законом України № 738-ІХ. Жодних специфічних обмежень щодо укладення деривативів ЦКУ не містить. Навпаки, ст. 627 ЦКУ передбачає свободу договору (а будь-який дериватив є саме договором!): «...Сторони є вільними в укладенні договору, виборі контрагента та визначенні умов договору з урахуванням вимог цього Кодексу, інших актів цивільного законодавства, звичаїв ділового обороту, вимог розумності та справедливості». Більше того, згідно із ст. 6 ЦКУ, «сторони мають право укласти договір, який не передбачений актами цивільного законодавства, але відповідає загальним засадам цивільного законодавства», а також «мають право врегулювати у договорі, який передбачений актами цивільного законодавства, свої відносини, які не врегульовані цими актами». Отже, ЦКУ дає можливість укладати будь-які види деривативних контрактів на будь-яких умовах.

4. Міжнародна правова основа і регуляторні складнощі. З огляду на постійне виникнення нових видів деривативів, різних підходів до класифікації базових активів, широкого застосування вбудованих деривативних інструментів та гібридних договорів, скласти остаточну і сталу класифікацію деривативів навряд чи можливо. Наприклад, у МСФЗ класифікація просто відсутня. У розділі MiFID II класифікація фінансових інструментів достатньо специфічна і містить одночасно по декілька різнопланових критеріїв:

- вид розрахунків (фізичні, готівкові, за вибором сторін);
- базові активи або показники (дуже широкий перелік, включаючи такі специфічні, як квоти на викиди, кліматичні змінні, офіційні економічні статистичні дані, фрахтові ставки);
- місце торгівлі (регульований ринок, багатосторонній чи організований торговельний майданчик);
- вид інструментів (у більшості випадків — типові опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками);
- мета використання (комерційна або некомерційна) тощо.

Як видно з табл. 3, повністю врахувати всю цю специфіку, притаманну дійсно розвинутим фінансовим ринкам ЄС з їх тривалою історією регулювання деривативів, у Законі «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» не вдалося. Фактично було збережено ще первинну ключову українську

Таблиця 4. Еволюція строкового ринку на фондових біржах України

Види контрактів	Типи базового активу										Усього
	фондові	грошового ринку			товарні та інші			ф'ючерс	ф'ючерс	ф'ючерс	
		процентні індекси	валюта	метали	нафта	зернові	біткойн				
	ф'ючерс, опціон	ф'ючерс									
Різновиди базових активів та показників (рік упровадження в обіг; період реальних торгів)	Індекси українських акцій (2010; 2010—2018 рр.) та іноземних акцій (2015; 2015)	Процентні індекси UIRD, KievPrime (2011; 2012—2017 рр.), UIR (2018 р. і далі), валютні курси дол./грн, евро/грн (2015; 2015—2020 рр.), евро/дол. (2015; 2015—2018 рр.), фунт стерлінгів/дол., дол./єна (2017; 2017—2018 рр.), ціни на золото (2015; 2015—2018 рр.), срібло (2015; 2017—2018 рр.), платину, паладій (2015 р. і далі)									
Фондові біржі (роки впровадження в обіг)	Українська біржа (2010 р.), ФБ «Перспектива» (2015 р.)	ФБ «Перспектива» (2011—2015 рр.), Українська біржа (2015—2018 рр.), Українська міжбанківська валютна біржа (2015 р.)									
		<i>Обсяг торгів (млрд грн)</i>									
2010	3,59	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3,59
2011	23,71	—	—	—	—	—	—	—	—	—	23,71
2012	13,11	11,45	—	—	—	—	—	—	—	—	24,56
2013	3,13	14,51	—	—	—	—	—	—	—	—	17,64
2014	1,40	8,20	—	—	—	—	—	—	—	—	9,60
2015	0,59	2,36	1,93	0,33	0,33	0,33	—	—	—	—	5,21
2016	0,19	0,00	0,65	0,50	0,50	0,50	0,02	—	—	—	1,36
2017	0,07	0,00	0,81	1,97	1,97	1,97	0,32	0,00	0,00	0,00	3,17
2018	0,03	—	0,38	1,21	1,21	1,21	0,22	0,00	0,00	—	1,84
2019	—	—	0,004	—	—	—	—	—	—	—	0,004
2020	—	—	0,02	—	—	—	—	—	—	—	0,02

Джерело: розраховано автором за: Звіти про діяльність НКЦПФР за 2010—2019 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>; дані фондових бірж України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uх.ua/ua/marketdata/marketresults.aspx>, <http://fbr.com.ua/Trade/VolumeMarketPage.aspx>, <https://infodisclosure.uice.com.ua/MarketInfoDerivatives.aspx> (дата звернення 06.05.2021).

класифікацію за видами базових активів, яка склалася з огляду на компетенцію відповідних державних органів:

1) контракти грошового ринку — раніше це були валютні деривативи (НБУ — валюта України, іноземна валюта, банківські метали чи інше майно, а також відповідні курси, індекси, ціни, ставки чи інші показники, що визнаються НБУ базовими активами або показниками);

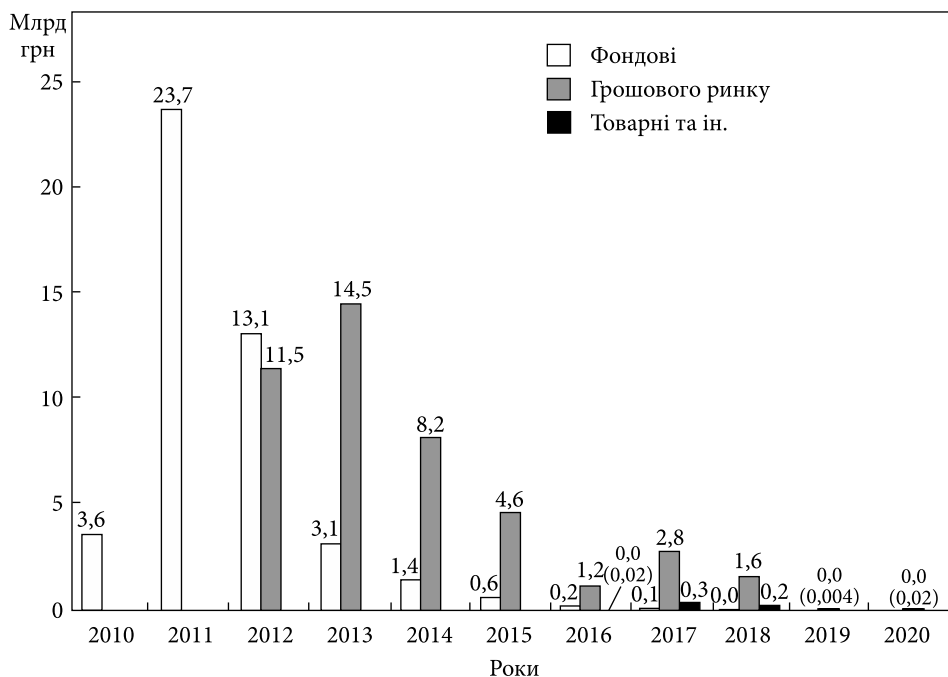
2) товарні деривативні контракти (державний орган, до сфери повноважень якого відноситься відповідний товар — продукція, ціна на продукцію, послуги, роботи, товарний індекс (ціна на декілька видів продукції));

3) фондові деривативні контракти (НКЦПФР — емісійні цінні папери, ціна на такі цінні папери, фондовий індекс оператора ринку);

4) інші деривативні контракти (НКЦПФР — право вимоги, інше майно, показники статистичної інформації, фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища, інші показники, що визнаються НКЦПФР базовими активами або показниками, також деривативні контракти, що поєднують ознаки декількох видів деривативних контрактів тощо).

У цілому проблема полягає не стільки в об'єктивних складнощах імплементації практики розвинутих ринків на незрілому ринку, скільки в появі значних обмежень, які впроваджуються на розсуд регулятора. Зокрема, до повноважень НКЦПФР тепер відноситься визнання прийнятних для деривативів базових активів і базових показників, визнання самих правочинів деривативними контрактами, визначення видів деривативних контрактів, встановлення випадків обов'язковості проведення клірингу центральним контрагентом за категоріями деривативних контрактів, укладених поза організованим ринком, встановлення переліку істотних умов генеральної угоди, порядку звітності до торгового репозиторію, вимог і показників, що обмежують ризики учасників організованого ринку, тощо. І це вже не кажучи про можливості віднесення операцій з деривативами до маніпулювання чи інших зловживань на ринку та відповідний вплив на ціноутворення на будь-яких фінансових і товарних ринках. Отже, замість поточної свободи договору сторони деривативних контрактів стикнуться з суттєвими обмеженнями навіть при їх укладенні поза організованим ринком. А в якості «пряника» пропонується деталізація законодавчого врегулювання низки специфічних видів деривативів, які навіть міжнародні стандарти не відносять до типових. Більше того, поза організованими ринками, на товарних біржах чи за межами України і до цього ніхто і не заважав укладати кредитні дефолтні свопи, свопціони, ф'ючерси на своп, форварди на своп, контракти на різницю цін, контракти на майбутню процентну ставку чи інші види деривативів. Фактично замість декларованого розширення кола фінансових інструментів відбулося поширення суто обмежувальної політики НКЦПФР на всі фінансові й товарні ринки.

До чого довела ця політика підконтрольні НКЦПФР фондові біржі — побачити нескладно. На фондових біржах строковий ринок уже існував, проте був регуляторно знищений — за 2011—2019 рр. обсяг біржових торгів деривативами скоротився в тисячі разів: з 24 млрд до 4 млн грн (табл. 4, рис.). Мабуть, те саме очікує й інші сегменти ринку. До речі, попри декларований інтерес до розвитку ринку деривативів, НКЦПФР ніколи не цікавилася його



Обсяги торгів деривативами на фондових біржах України у 2010—2020 рр. (млрд грн)

Джерело: побудовано автором за: Звіти про діяльність НКЦПФР за 2010—2019 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>; дані фондових бірж України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.ux.ua/ua/marketdata/marketresults.aspx>, <http://fbp.com.ua/Trade/VolumeMarketPage.aspx>, <https://infodisclosure.uice.com.ua/MarketInfoDerivatives.aspx> (дата звернення: 07.05.2021).

структурою, прийомні у щорічних звітах та щомісячних оглядах обсяги торгів деривативами завжди подавалися винятково в акумульованому вигляді, без розподілу ані за видами базових показників, ані за іншими критеріями.

Насправді фондові біржі України вже спробували всі можливості розширення деривативного інструментарію і запровадили в обіг десятки специфікацій строкових контрактів, проте результат мізерний (табл. 4).

Помітно, що торги деривативами не тільки на локальні базові активи і показники (курси гривні, індекси українських акцій тощо), але й на міжнародні бенчмарки, щодо яких у світі щороку укладаються контракти на трильйони доларів (валютна пара дол./євро, ціни на золото, нафту марки «брент», пшеницю, кукурудзу тощо), мали в Україні лише тестовий характер²⁶ або взагалі після впровадження деривативів в обіг торги так і не розпочалися. У 2019—2020 рр. єдиним деривативом, який торгувався на фондових біржах, залишався ф'ючерс на валюту.

Отже, проблема не в появі можливості укласти той чи інший деривативний контракт, а в зовсім інших речах, значною мірою подібних до вже окреслених передумов запуску нових видів цінних паперів, а саме:

²⁶ Наприклад, у 2018 р., до припинення торгів на АТ «Українська біржа», обсяг торгів ф'ючерсів на ціни кукурудзи становив 52 тис. грн (2 тис. дол.), пшениці — 11 тис. грн (0,4 тис. дол.), на індекс біткойна — 453 тис. грн (17 тис. дол.), опціони на індекс акцій — 854 тис. грн (17 тис. дол.).

- реальний інтерес покупців та продавців (в Україні поки що він має більшу PR-складову, адже всі, начебто, розуміють, що було б непогано на-решті побудувати ліквідний ринок деривативів для хеджування ризиків певного базового активу чи показника, однак до реальних торгів зазвичай справа не доходить);
 - регуляторні стимули, у тому числі фіскальні (на жаль, неочевидні);
 - довіра до судової системи (останнім часом точно не підвищилася);
 - якість регулювання ринку (не вражає позитивом);
 - глибина та ліквідність ринку базового активу, об'єктивність ціноутворення (спотові ринки більшості базових активів в Україні дефрагментовані та традиційно орієнтовані на зовнішні бенчмарки);
 - система обліку та логістики (на товарних ринках дефрагментована або відсутня);
 - система клірингу та управління ризиками (умовно наявна лише на фондових біржах, які з 2013 р. законодавчо обмежені у виконанні функцій центрального контрагента, що є неодмінною складовою клірингу, натомість АТ «Розрахунковий центр» — корпоративно контрольований державою центральний контрагент і монополіст у сфері клірингу та грошових розрахунків за цінними паперами — за сім років не спромігся розпочати кліринг за деривативами і навіть не створив гарантійного фонду для управління ризиками, попри неабиякі тарифи й скарги учасників ринку до АМКУ [14]);
 - ще дуже багато суспільно-економічних факторів, які навряд чи принципово зміняться на краще після оновлення законодавства.

ВИСНОВКИ

Розширення кола і диверсифікація доступних інвесторам і емітентам фінансових інструментів, належне законодавче оформлення та якісне регулювання відповідних правовідносин варто розглядати як найважливіші заходи розвитку сучасних фінансових ринків та їх інфраструктури, зниження ризиків і підвищення їх привабливості та конкурентоспроможності.

Проте дослідження оновленого законодавства про ринки капіталу й організовані товарні ринки в Україні не дає підстав для висновку щодо сприяння законодавчих змін фактичному розширенню кола фінансових інструментів, у яких зацікавлені учасники фінансового ринку. Перелік законодавчо визначених видів цінних паперів навіть скоротився, а список видів деривативів було розширено за рахунок нетипових інструментів, укладення яких і до цього не заборонялося законодавством.

Формально мета запровадження нових фінансових інструментів наявна лише в назві оновленого законодавства, але не аргументується і не обґрунтовується законотворцем. Це може свідчити про сумнівність підстав для публічних декларацій про таку мету змін до законодавства (якщо не про введення в оману учасників фінансових ринків, українського суспільства та міжнародної спільноти), адже ймовірнішою метою всіх законопроектів, що вносилися протягом 2015—2019 рр., вбачається розширення повноважень НКЦПФР. Тенденції, які склалися на ринку капіталів за останні роки (зокрема, скорочення ліквідності всіх існуючих фінансових інструментів, включаю-

чи деривативи), свідчать про відсутність дієвих заходів щодо розвитку ринку, незважаючи на те, що це законодавчо відноситься до завдань регулятора:

Попри вимоги ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» № 448/96-ВР від 30.10.1996 р., НКЦПФР наразі не опрацьовує навіть програми розвитку фондового ринку, обмежуючись факультативною участю в розробленні програм і стратегій розвитку фінансового сектору, які традиційно концентрують основну увагу лише на сферах компетенції НБУ.

Отже, для відновлення розвитку фінансових ринків України за рахунок впровадження дійсно нового фінансового інструментарію необхідні комплексні заходи та реальна зацікавленість влади (насамперед, в особі регулятора фондового ринку, повноваження та фінансування якого поки що зростають без відповідного позитивного впливу для ринку). Ці заходи не повинні обмежуватися лише детальнішим законодавчим оформленням уже існуючих правовідносин і декларативними нормами, а мають передбачати: 1) активну участь у розвитку інфраструктури ринків (зважаючи на домінування держави в більшості її сегментів); 2) створення передумов для конкуренції; 3) забезпечення правової визначеності (цього явно не вистачає, хоча б тому, що підзаконні акти, які мали бути прийняті протягом року з дати прийняття Закону № 738-IX від 19.06.2020 р., уже традиційно не встигли погодити та прийняти до набрання Законом чинності 1 липня 2021 р.); 4) створення дієвих стимулів (регуляторних і фіскальних) для учасників ринку.

Усе це необхідно робити дуже оперативно, аби чергове оновлення законодавства привело саме до розвитку фінансових і товарних ринків, а не до їх цілком ймовірного колапсу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Колодїзев О.М., Коцюба О.В. Аналіз перспектив розвитку ринку деривативів в Україні з урахуванням вирішення проблеми його нормативно-правового регулювання // Проблеми економіки. — 2016. — № 1. — С. 242—248 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/Pekon_2016_1_31
2. Мозговий О.М., Возіанов К.С. Аналіз умов виникнення та розвитку ринку деривативів Польщі // Ринок цінних паперів України. — 2011. — № 3-4. — С. 87—96 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/rcpu_2011_3-4_13
3. Мошенський С.З. Економічна сутність та функціональна специфіка глобального ринку деривативів // Економічні науки. — Сер.: Облік і фінанси. — 2011. — Вип. 8. — С. 314—326 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecnof_2011_8_42
4. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. — К. : КНЕУ, 2001. — 263 с.
5. Шелудько Н.М., Шишков С.Є. Інститути спільного інвестування: масштаби і наслідки інвестиційної дисфункції // Економіка і прогнозування. — 2020. — № 2. — С. 120—138.
6. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку : кол. моногр. ; [за заг. ред. В.М. Опаріна, В.М. Федосова]. — К. : КНЕУ, 2016. — 695 с.
7. Шелудько Н.М. Інвестиційна дисфункція фондового ринку в Україні: інституційна складова / Економічні свободи для зміцнення соціально-економічного розвитку України в умовах глобальних трансформацій ; [наук. ред. В. Юрчишин]. — К. : Заповіт, 2020. — 276 с. — С. 126—137 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://razumkov.org.ua/uploads/article/2020_Economic_freedom.pdf
8. Чен Х.Х. Проблемы создания эффективного механизма контроля над рынком производных финансовых инструментов. — М. : МАКС Пресс, 2001. — 52 с.

9. Едвардес У. Ключові фінансові інструменти. Орієнтування та інновації у світі деривативів. — К. : Наукова думка, 2003. — 255 с.
10. Fabozzi F.J., Modigliani F.P., Jones F.J. Foundations of Financial Markets and Institutions. — 4th ed. — New York : Prentice Hall, 2009. — 696 p.
11. Hull J.C. Options, futures and other derivatives. — 5th ed. — New Jersey : University of Toronto, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 2009. — 780 p.
12. McDonald R. Derivatives Markets. — New York : Addison Wesley, 2003. — 881 p.
13. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. — 928 с.
14. Шишков С.Є. Перспективи і обмеження модернізації розрахунків в операціях з цінними паперами в Україні // Економіка і прогнозування. — 2021. — № 1. — С. 88—126 (doi: <https://doi.org/10.15407/eip2021.01.088>).

Стаття надійшла 12.05.2021

REFERENCES

1. Kolodizev O., Kotsiuba O. The Analysis of Prospects for Derivatives Market Development in Ukraine in View of Solving the Problems of its Normative Legal Regulation. *The Problems of Economy*, 2016, No. 1, pp. 242-248, available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Pekon_2016_1_31 [in Ukrainian].
2. Mozhovyi O., Vozianov K. Analysis of the conditions of origin and development of the Polish derivatives market. *Securities Market of Ukraine*, 2011, No. 3-4, pp. 87-96, available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/rcpu_2011_3-4_13 [in Ukrainian].
3. Moshenskyy S. Essence of the economic and functional specificity of global derivative market. *Economic Sciences*, 2011, Iss. 8, pp. 314-326, available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecnof_2011_8_42 [in Ukrainian].
4. Prymostka L. Financial Derivatives: Analytical and Accounting Aspects. Kyiv, KNEU, 2001 [in Ukrainian].
5. Shelud'ko N., Shishkov S. Institutions of collective investment in Ukraine: Scale and consequences of investment dysfunction. *Economics and Forecasting*, 2020, No. 2, pp. 120-138 [in Ukrainian].
6. Financial Infrastructure of Ukraine: State, Problems and Prospects of Development. V.M. Oparin, V.M. Fedosov (Eds.). Kyiv, KNEU, 2016 [in Ukrainian].
7. Sheludko N. Investment Dysfunction of Ukraine's Stock Market: the Institutional Component, in: Economic Freedom to Strengthen Ukraine's Social and Economic Development in the Context of Global Transformations. V. Yurchyshyn (Ed.). Kyiv, Zapovit, 2020, pp. 126-137, available at: https://razumkov.org.ua/uploads/article/2020_Economic_freedom.pdf [in Ukrainian].
8. Chen H.H. Problems of Establishing an Effective Mechanism for Control over the Derivative Financial Instruments Market. Moscow, MAKS Press, 2001 [in Russian].
9. Edwards W. Key Financial Instruments: Understanding and Innovation in the World of Derivatives. Kyiv, Naukova Dumka, 2003 [in Ukrainian].
10. Fabozzi F.J., Modigliani F.P., Jones F.J. Foundations of Financial Markets and Institutions. New York, Prentice Hall, 2009.
11. Hull J.C. Options, Futures and Other Derivatives. New Jersey, University of Toronto, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 2009.
12. McDonald R. Derivatives Markets. New York, Addison Wesley, 2003.
13. Rubtsov B.B. Modern Stock Markets. Moscow, Alpina Business Books, 2007 [in Russian].
14. Shishkov S. Prospects and limitations in the modernization of securities settlement operations in Ukraine. *Economics and Forecasting*, 2021, No. 1, pp. 88-126 (doi: <https://doi.org/10.15407/eip2021.01.088>) [in Ukrainian].

Received on May 12, 2021

Stanislav Shyshkov, PhD (Econ.),
Director of «Perspektiva» Stock Exchange
30, Voskresenska St., Dnipro, 49000, Ukraine

MODERNIZATION OF THE INSTITUTIONAL
FOUNDATIONS OF THE STOCK MARKET IN UKRAINE:
PROSPECTS FOR UPDATING FINANCIAL INSTRUMENTS

The negative tendencies in the development of the financial market of Ukraine are stated, including the limitedness of the applied financial instruments. Despite the extensive list of types of securities and derivatives already available to market participants, investors' interest is concentrated almost exclusively on government securities, while transactions with corporate financial instruments are sporadic.

In the course of the study of the updated Ukrainian legislation in the field of capital markets it is substantiated that the declared purpose of introduction of new financial instruments does not correspond to the real content of legislative changes. It is, first of all, a cosmetic change of classification features or names and regulation at the legislative level of requirements for certain types of securities, which already existed before at the level of bylaws. Formally, the number of groups and types of securities available for circulation will even decrease after the legislation is updated. Perhaps the only noticeable expansion of the list of tools concerns the legislative design of certain categories of debt securities, the issue and circulation of which, however, did not contradict previous legislation.

It was found that a significant expansion of the classification features of derivatives is provided by atypical instruments, the use of which has not previously been prohibited by law, but it is not accompanied by changes in tax legislation; restricts the current freedom of contract for the parties to derivative contracts, even if they are concluded outside the regulated market, and leads to significant legal uncertainty due to the inclusion of a wide range of issues regarding the specifics of the use of derivatives in the scope of the regulator's powers to regulate them at the level of its own regulations, which obviously will not be developed in time, until the amendments come into force. It is substantiated that sporadic changes in the legislation related to the contradictory implementation of the European legal framework are insufficient to solve the real problems of financial market infrastructure development and expansion of its tools.

Keywords: *stock market; stock exchange; securities; financial instruments; derivatives.*