



doi: <https://doi.org/10.15407/econlaw.2019.01.038>

УДК 346.7

Т.С. ГУДІМА, канд. юрид. наук, старш. наук. співроб.
Інститут економіко-правових досліджень НАН України, м. Київ, Україна
 orcid.org/0000-0003-1509-5180

Н.В. АНТОНИШИНА, аспірант
Інститут економіко-правових досліджень НАН України, м. Київ, Україна
 orcid.org/0000-0002-8638-3780

ПРОБЛЕМИ ПРАВОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОБІГУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ

Ключові слова: сталий розвиток, фінансовий ринок, похідні фінансові інструменти, ПФІ, деривативи, позабіржовий ринок, багатостороння торговельна система, організована торговельна система, торговий репозиторій, MiFID II, MiFIR, кліринг.

Успішне функціонування фінансової системи України та економіки в цілому залежить від розвитку ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ, деривативів). У рамках євроінтеграції Україна зобов'язана імплементувати нові вимоги європейського законодавства щодо ринків фінансових інструментів (MiFID II і MiFIR). На основі переліку завдань міжнародного рівня зі створення ефективного фінансового сектору обґрунтовано необхідність вітчизняного законодавчого врегулювання обігу деривативів. Проаналізовано рівень законодавчо-нормативного та інституційного забезпечення реалізації стратегії розвитку вітчизняного ринку ПФІ. Детально розглянуто законодавче регулювання позабіржового сегмента ринку ПФІ та описано можливі варіанти удосконалення його функціонування шляхом запровадження багатосторонніх торговельних систем (MTF), організованих торговельних систем (OTF), системи клірингу та розрахунків.

Сучасний етап розвитку економічних відносин характеризується підвищенням ролі фінансових інструментів у створенні умов для сталого розвитку будь-якої країни. Наслідки вітчизняної економічної кризи в Україні, посилені внутрішньополітичною ситуацією, суттєво погіршили її рух у цьому напрямі. Це призвело до збільшення кількості економічних ризиків, на які наражаються вітчизняні суб'єкти господарювання. Зазначені тенденції вимагають від них пошуку нових інструментів ефективного управління ризиками, зменшення рівня витрат та отримання додаткових доходів. Світова практика свідчить, такими інструментами є різні види похідних фінансових інструментів (ПФІ). Усе більша потреба у таких інструментах визначає їхнє місце у структурі світових фінансів, формуючи порівняно новий сегмент фінансового ринку — ринок ПФІ [1]. Вони мають важливе функціональне значення для економіки і фінансової системи держави, яке полягає в управлінні фінансовими ризиками і волатильністю, у тому числі для потреб реального сектору економіки. Зокрема, вони сприяють удосконаленню ризик-менеджменту шляхом перерозподілу ризиків, а також розширюють інвестиційні можливості суб'єктів господарювання і дають змогу бути учасниками фінансових ринків навіть із невеликими початковими інвестиціями за відносно низьких транзакційних витрат.

© Т.С. ГУДІМА,
Н.В. АНТОНИШИНА, 2019

Серед суб'єктів господарювання в Україні використання ПФІ є недостатньо поширеним. Здебільшого така ситуація пояснюється складністю використання цих інструментів, особливо в умовах чинного нормативно-правового регулювання, відсутності якісної системи клірингу тощо. Це актуалізує необхідність вивчення світової практики застосування ПФІ, проблем і перспектив їхнього використання вітчизняними суб'єктами господарювання та врегулювання на законодавчому рівні.

Актуальність теми дослідження підтверджено значним інтересом з боку практиків, регулятивних органів та науковців багатьох країн. Аналізу проблем формування ринку ПФІ, а також урегулюванню особливостей їхнього застосування на законодавчому рівні присвячено роботи Ф. Блека, Л. Галітца, М. Денисенко, О. Гришиної, О. Лупенко, Я. Миркина, Р. Мертонна, С. Моїсеєва, Т. Сафронової, М. Солодкого, О. Сьомченкова, М. Рубенштейна, Т. Танклевської, В. Фещенко, М. Шоулза та ін.

Метою статті є дослідження сучасного стану правового забезпечення обігу похідних фінансових інструментів в Україні та виявлення проблем упровадження цих інструментів у вітчизняну практику.

Розвиток ринку ПФІ, зокрема деривативів, є одним із основних завдань на шляху до сприяння сталому розвитку, зокрема у сфері агропромислового комплексу України (проект Закону України «Про Стратегію сталого розвитку України до 2030 року»). Необхідність вирішення цього завдання в умовах недостатнього теоретичного та методологічного підґрунтя набуває особливої актуальності. Зважаючи на інтеграційні процеси, які відбуваються в Україні після підписання Угоди про асоціацію з ЄС, розвиток ринку ПФІ в країні має відбуватися з урахуванням світової практики. Це є доцільним і з огляду на підвищену ризикованість означених інструментів для економіки країни (у разі відсутності відповідного регулювання) та потребу попередження кризових економічних ситуацій, які можуть бути спричинені їхнім неправильним застосуванням.

На поточному етапі розвитку ринку ПФІ найбільший інтерес для регулятивних органів представляють проблеми інституційного забезпечення. Зокрема, визначення державного регулятора, діяльність якого має бути спрямована на забезпечення стабільності фінан-

сового ринку і захист інтересів його учасників, а також особливостей та принципів його роботи. Недосконалість інституційного забезпечення може призвести до дестабілізації фінансових ринків, відсутності можливості для здійснення транзакцій, і, як наслідок, до зниження ліквідності, поширення недостовірної інформації або загалом порушення інформаційних каналів, і, що найголовніше, до виникнення системних ризиків.

Початок 2018 р. ознаменувався новим рівнем правового регулювання європейських фінансових ринків. Це пов'язано, зокрема, із набранням чинності нового законодавства про ринки фінансових інструментів, а саме Директиви ЄС 2014/65/EU про ринки фінансових інструментів (*MiFID II*), Регламенту ЄС 600/2014 про ринки фінансових інструментів (*MiFIR*) і ряду інших актів законодавства ЄС, що пов'язані з їхнюю реалізацією. Зазначені акти спрямовані на підвищення прозорості ринків капіталу та фінансових інструментів, зокрема деривативів.

В останні роки європейський вектор став визначальним також і для українського фінансового сектору. Україна активно працює над імплементацією норм нового європейського законодавства про ринки фінансових інструментів, зокрема *MiFID II* і *MiFIR*, у вітчизняне правове поле.

На сьогодні вимоги *MiFID II* часткового містяться в Законі України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» від 18.12.2017 № 2210-VIII. Вимоги *MiFID II* також імplementовані в законопроекти, які розглядає Верховна Рада України: проект Закону «Про ринки капіталу і регульовані ринки» від 01.09.2017 № 7055 та його доопрацьована версія під назвою «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» від 19.06.2018, проект Закону щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу від 06.04.2017 № 6303 [2], а також проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 03.09.2018 № 9035.

Ключові напрями розвитку ринку похідних фінансових інструментів у світовій практиці пов'язані, у першу чергу, з реформуванням його

го позабіржового сегмента з метою забезпечення стійкості функціонування.

Попри те, що похідні інструменти сприяють підтримці загальної ефективності фінансового ринку, позабіржові ПФІ, на відміну від біржових інструментів, мають ряд характеристик, які роблять їх чутливими з точки зору системного ризику: високий рівень кастомізації, відсутність прозорості ринку, взаємозв'язок переважно між великими учасниками ринку, а також висока ринкова концентрація [3].

Саме тому на міжнародному рівні запропоновано заходи, комплексна реалізація яких допоможе досягти мету формування повноцінного і структурно розвиненого фінансового ринку. Серед них:

1. Уведення режиму розкриття інформації до і після торгів фінансовими інструментами з метою досягнення більшої прозорості ринку;

2. Збільшення обсягу торгів на регульованих майданчиках за рахунок створення нової торгової платформи (організована торгова площа (*OTF*) для торгівлі похідними інструментами;

3. Урегулювання питань щодо торгівлі похідними інструментами на регульованих майданчиках, зокрема введення обмежень відкритих позицій і вимог до звітності щодо товарних деривативів, розширення поняття інвестиційної компанії за рахунок включення до зазначеного поняття фінансової діяльності з торгівлі похідними товарними інструментами;

4. Полегшення доступу до капіталу для малих і середніх підприємств шляхом введення ринку *SME Growth Market*;

5. Підвищення захисту інвесторів, зокрема шляхом заборони отримання «безкоштовної» аналітики інвестиційної компанії, та впровадження додаткових вимог до незалежності щодо діяльності з консультування з питань інвестиційної стратегії;

6. Забезпечення недискримінаційного доступу до торговельних та постторгівельних послуг;

7. Посилення загальноєвропейського регуляторного спостереження і співробітництва між національними регуляторами [2].

Деякі із зазначених вище завдань були врегульовані законопроектом «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)» від 20.11.2015 № 3498. Ним враховано останні законодавчі зміни в Європейському Союзі, а са-

ме Регламенту Європейського Парламенту та Ради від 04.07.2014 № 648/2012 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгової репозиторії (*EMIR*) щодо розбудови інфраструктури, необхідної для повноцінного функціонування ринку деривативів [4]. Маємо на увазі імплементації положень відносно створення торгового репозиторію та центрального контрагента, які повинні функціонувати відповідно до європейських стандартів для забезпечення, у тому числі, прозорості інформації.

Загалом, непрозорість позабіржового ринку визначено одним із головних чинників фінансової кризи 2008 р. Відсутність достовірної інформації про відкриті позиції, даних про продавців тощо призводять до неможливості регуляторних органів оцінювати ризики учасників такого ринку. При цьому відсутність інформації щодо учасників позабіржової торгівлі може негативно вплинути на бажання укласти певні угоди (ліквідність ринку). Як свідчить міжнародний досвід, контроль за дотриманням прозорості позабіржового ринку ПФІ як раз таки забезпечує організація, що веде централізований електронний облік відомостей про угоди з похідними фінансовими інструментами, укладеними на неорганізованому ринку, — репозиторій [5, с. 120]. У законопроекті № 9035 фрагментарно згадано необхідність створення торгового репозиторію, до якого має надходити інформація про деривативи, укладені поза регульованим ринком. Однак нерегульовано особливості його створення та функціонування. Прикро, але відповідні положення донині залишаються в статусі законопроекту.

Не менш умовно та фрагментарно викладено норми щодо регулювання клірингу та розрахунків, а також підвищення операційної ефективності позабіржового ринку ПФІ.

Справа в тому, що цей ринок не може повною мірою відповідати критерію ефективності без наявності відповідних процедур, що сприяють цьому процесу. Як було зазначено раніше, відмінною рисою неорганізованого ринку є високий ступінь кастомізації умов контрактів, які потребують великих операційних витрат на їхню обробку. Крім того, індивідуальні характеристики похідного інструменту впливають на рівень його ліквідності: чим більше індивідуальних характеристик контракту, тим склад-

ніше знайти контрагента на протилежну операцію або перепродати контракт, наприклад, у разі реалізації кредитного ризику. З цього випливає, що низький рівень стандартизації збільшує операційний ризик, реалізація якого, у свою чергу, може призвести до підвищення юридичного ризику, а також обмеження прозорості ринку.

У світовій практиці завдання підвищення операційної ефективності вирішують шляхом створення стандартної документації (генеральних угод) для позабіржових ПФІ.

Базисом розробки стандартизованих форм договорів є угоди, розроблені Міжнародною асоціацією свопів і деривативів (*ISDA*), учасниками якої на сьогодні є 68 країн. Слід зазначити, що упровадження подібних угод із використанням досвіду *ISDA* стало каталізатором розвитку позабіржового ринку ПФІ в РФ і Казахстані [6].

Отже, стандартизація є необхідною умовою розвитку позабіржового ринку ПФІ, що допомагає уніфікувати процедури укладення та виконання угод, виконати низку важливих завдань: зниження витрат укладення угод (наявність простих і зрозумілих процедур, відповідно до яких здійснюються типові угоди, дає змогу мінімізувати трудовитрати і прискорити процес узгодження умов угод); зниження операційних і юридичних ризиків (єдиний порядок укладання угод виключає невизначеності процесу укладення та виконання угод, а також відповідає правовій практиці держави) тощо.

Підсумовуючи вищезазначене, можна дійти висновку, що ПФІ є ефективним засобом хеджування ризиків суб'єктів господарювання. Досвід зарубіжних країн свідчить про необхідність забезпечення їхнього обігу шляхом законодавчого врегулювання проблем інституційно-

го характеру та захисту інтересів учасників ринку, на якому вони (ПФІ) обертаються.

Зважаючи на інтеграційні процеси, що відбуваються останнім часом в Україні, та необхідність імплементації європейського законодавства у зв'язку із підписанням Угоди про асоціацію, країна активно працює у цьому напрямі.

Зокрема, законопроекти, що перебувають на розгляді у Верховній Раді, частково враховують останні законодавчі зміни Європейського Союзу. Це проект Закону України «Про ринки капіталу і регульовані ринки» від 01.09.2017 № 7055, проект Закону України «Щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу» від 06.04.2017 № 6303 та проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 03.09.2018 № 9035. У них враховано рекомендації *ISDA*, Директиви Європейського Парламенту та Ради від 15.05.2014 № 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів (*MiFID II*) і Регламенту Європейського Парламенту та Ради від 15.05.2014 № 600/2014 про ринки фінансових інструментів (*MiFIR*), а також Регламенту Європейського Парламенту та Ради від 04.07.2014 № 648/2012 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгівлі репозитарії (*EMIR*).

Водночас досі не імplementованими у вітчизняне законодавство залишаються питання особливостей функціонування багатосторонніх торговельних систем (*MTF*) та організованих торговельних систем (*OTF*); системи клірингу та розрахунків, а також підвищення операційної ефективності позабіржового ринку ПФІ. Перспективою подальших досліджень у цьому напрямі є розроблення шляхів для усунення означених проблем.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Шмуратько Я.А. Проблеми використання кредитних деривативів банками в Україні. *International Scientific and Practical Conference «WORLD SCIENCE»*. 2016. № 1 (5). Vol. 5. P. 73—75. URL: <http://archive.ws-conference.com/wp-content/uploads/1334.pdf> (дата звернення: 10.11.2018).
2. Украинскому бизнесу напомнили о новых правилах на европейских финансовых рынках. Мультимедийная платформа иновещания Украины «Ukrinform». URL: <https://www.ukrinform.ru/rubric-economy/2378724-ukrainskomu-biznesu-napomnili-o-novyh-pravilah-na-evropejskih-finansovyh-rynkah.html> (дата звернення: 12.11.2018).
3. Proposals of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. European Commission staff working paper (P. 13 (3.1.2)). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1058&from=EN> (дата звернення: 10.11.2018).

4. Річний звіт за 2016 рік Національної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: http://www.ssmc.gov.ua/user_files/content/58/1499943860.pdf (дата звернення: 10.11.2018).
5. Сьомченков О.А. Перспективні напрями депозитарної діяльності в Україні. *Фінанси і кредит*. 2016. № 7. С. 116—127.
6. Юзефальчик И. Ключевые направления развития рынка производных финансовых инструментов в Республике Беларусь. URL: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10552.pdf> (дата звернення: 10.11.2018).

Надійшла 14.12.2018

REFERENCES

1. Shmuratko Ya.A. Problemy vykorystannia kredytnykh deryvatyviv bankamy v Ukraini. *International Scientific and Practical Conference "WORLD SCIENCE"*. 2016. No. 1(5). Vol. 5. P. 73-75. URL: <http://archive.ws-conference.com/wp-content/uploads/1334.pdf> [in Ukrainian].
2. Ukrainkomu biznesu napomnili o novykh pravilah na evropejskikh finansovykh rynkah. Mul'timedijna platforma inoveshhanija Ukrainy "Ukrinform". URL: <https://www.ukrinform.ru/rubric-economy/2378724-ukrainkomu-biznesu-napomnili-o-novykh-pravilah-na-evropejskikh-finansovykh-rynkah.html> [in Russian].
3. Proposals of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. European Commission staff working paper (P. 13 (3.1.2)). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1058&from=EN>
4. Richnyi zvit za 2016 rik Natsionalnoi Komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. URL: http://www.ssmc.gov.ua/user_files/content/58/1499943860.pdf [in Ukrainian].
5. Somchenkov O.A. Perspektivni napriamy depozytarnoi diialnosti v Ukraini. *Finansy i kredyt*. 2016. No. 7. P. 116-127 [in Ukrainian].
6. Juzefal'chik I. Kljuचेvye napravlenija razvitija rynku proizvodnykh finansovykh instrumentov v Respublike Belarus'. URL: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10552.pdf> [in Russian].

Received 14.12.2018

Т.С. Гудима, Н.В. Антонишина

Институт экономико-правовых исследований НАН Украины, г. Киев, Украина

ПРОБЛЕМЫ ПРАВОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОБРАЩЕНИЯ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В УКРАИНЕ

Успешное функционирование финансовой системы Украины и экономики в целом зависит от развития рынка производных финансовых инструментов (ПФИ, деривативов). В рамках евроинтеграции Украина обязана имплементировать новые требования европейского законодательства относительно рынков финансовых инструментов (*MiFID II* и *MiFIR*). На основе перечня заданий международного уровня по созданию эффективного финансового сектора обоснована необходимость отечественного законодательного регулирования обращения деривативов. Проанализирован уровень законодательно-нормативного и институционального обеспечения реализации стратегии развития отечественного рынка производных финансовых инструментов. Сформированы основные акценты законодательного регулирования внебиржевого сегмента рынка ПФИ и описаны возможные варианты совершенствования его функционирования путем введения многосторонних торговых систем (*MTF*), организованных торговых систем (*OTF*), системы клиринга и расчетов.

Ключевые слова: устойчивое развитие, финансовый рынок, производные финансовые инструменты (ПФИ), деривативы, внебиржевой рынок, многосторонняя торговая система, организованная торговая система, торговый репозиторий, *MiFID II*, *MiFIR*, клиринг.

T.S. Hudima

Institute of Economic and Legal Researches of the NAS of Ukraine, Kyiv, Ukraine
<https://orcid.org/0000-0003-1509-5180>

N.V. Antonyshyna

Institute of Economic and Legal Researches of the NAS of Ukraine, Kyiv, Ukraine
orcid.org/0000-0002-8638-3780

PROBLEMS OF LEGAL SUPPORT FOR THE CIRCULATION OF DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS IN UKRAINE

Derivatives are effective instruments of hedging the risks of business entities. The experience of foreign countries testifies to the need to ensure their circulation through legislative regulation of institutional issues and protection of the interests of market participants, on which they (PFIs) are rotated.

Taking into account the recent integration processes in Ukraine and the necessity to implement European legislation in connection with the signing of the Association Agreement, the country is actively working in this direction.

In particular, the bills considered by the Verkhovna Rada: the draft Law on Capital Markets and Regulated Markets No. 7055 dated 01.09.2017, the Draft Law on Protection of Investors Against Abuse of Capital Markets No. 6303 dated April 6, 2017 and the Draft Law of Ukraine "On Amendments to Some legislative acts of Ukraine on simplification of attraction of investments and introduction of new financial instruments" (the registration number 9035 dated September 3, 2018) partly take into account the latest legislative changes of the European Union, namely: recommendations of the International Association of Swaps and Derivatives Association (ISDA), European Parliament and Council Directive 2014/65 / EC of 15.05.2014 on the Financial Instrument Markets (MiFID II) and Regulation (EC) No. 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on MiFIRs, as well as Regulation (EC) No. 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2014 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIRs).

Meanwhile, issues of the functioning of multilateral trading systems (MTF) and organized trading systems (OTFs) remain unimplemented in domestic legislation; clearing and settlement systems, as well as increasing the operational efficiency of the OTF market.

Keywords: sustainable development, financial market, derivatives, multilateral trading system, organized trading system, trading repository, MiFID II, MiFIR, clearing.