

УДК 336.761

**Г.В. Кравчук**, д-р екон. наук

Чернігівський національний технологічний університет, м. Чернігів, Україна

**І.М. Бурденко** канд. екон. наук

ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», м. Суми, Україна

### **ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ЯК ОСНОВИ БЕЗПЕКИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

**А.В. Кравчук**, д-р екон. наук

Черниговский национальный технологический университет, г. Чернигов, Украина

**И.Н. Бурденко**, канд. экон. наук

ГВУЗ «Украинская академия банковского дела Национального банка Украины». г. Сумы, Украина

### **ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ КАК БАЗЫ БЕЗОПАСНОСТИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ**

**Hanna Kravchuk**, Doctor of Economics

Chernihiv National Technological University, Chernihiv, Ukraine

**Iryna Burdenko**, PhD in Economics

State Higher Educational Institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine", Sumy, Ukraine

### **PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF THE DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS MARKET INFRASTRUCTURE AS THE BASE OF SECURITY OF THE FINANCIAL MARKET OF UKRAINE**

*У статті проведено наукове дослідження ролі та специфіки діяльності біржі і центральної клірингової установи у системі заходів перспективного реформування ринку похідних фінансових інструментів у контексті підвищення безпеки функціонування фінансового ринку України.*

**Ключові слова:** ринок похідних фінансових інструментів, інфраструктура ринку, центральний контрагент, центральна клірингова установа, біржа, позабіржовий ринок.

*В статье проведено научное исследование роли и специфики деятельности биржи и центральной клиринговой организации в системе мероприятий перспективного реформирования рынка производных финансовых инструментов в контексте повышения безопасности функционирования финансового рынка Украины.*

**Ключевые слова:** рынок производных финансовых инструментов, инфраструктура рынка, центральный контрагент, центральная клиринговая организация, биржа, внебиржевой рынок.

*In the article a scientific study of role and specific of activity of exchange and central clearing organization is undertaken in the system of events of perspective reformation of market of derivative financial instruments in the context of increase of safety of functioning of financial market of Ukraine.*

**Key words:** market of derivative financial instruments, market infrastructure, central contractor, central clearing organization, exchange, ex-pit market.

**Вступ.** Деривативи мають довготривалу історію як фінансові інструменти для страхування ризику (хеджування) та передачі ризику (спекуляції). Застосування цих інструментів забезпечує переваги для фінансових установ, нефінансових компаній та інших учасників ринку при управлінні ризиком і ліквідністю цих суб'єктів господарювання. Темпи зростання цих ринків вказують на необхідність посилення управління ризиками як для компаній реальної економіки, так і фінансових установ.

З погляду можливості виникнення системних ризиків слід уважніше підійти до структурних дефіцитів інфраструктури фінансового ринку, зокрема позабіржових похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ). Цей ринок має складну й непрозору природу і відповідно занижену здатність учасників та регуляторів ринку мати чітке уявлення про обсяг операцій на цьому ринку, надмірні ризикові позиції та вплив ризику, який він проковує.

Отже, все це вимагає вжиття ефективних заходів щодо зниження ризиків контрагентів, які стосуються угод з позабіржовими ПФІ, підвищення прозорості цього ринку і посилення його підконтрольності державним регуляторам.

Вивченню проблем та перспектив розвитку інфраструктури ринку похідних фінансових інструментів України, а саме діяльності бірж та центральної клірингової устано-

ви, присвячені праці багатьох вітчизняних та зарубіжних учених, а саме В.А. Галанова, А.Н. Буренін, С.М. Еш, М.В. Кузнецова, Л.О. Примостка, О.М. Сохацька, А. Фельдман, Дж. Кейнс, Р. Колб, Р. Мертон, Дж. Халл, Дж. Хікс, В. Шарп.

Метою статті є визначення ролі основних інфраструктурних інститутів – біржі та центральної клірингової установи, у системі заходів реформування ринку похідних фінансових інструментів в Україні.

**Виклад основного матеріалу досліджень.** Основні міжнародні вимоги до реформи ринку ПФІ стосуються:

- стандартизації найбільш ризикових ПФІ;
- укладання угод з такими стандартизованими ПФІ виключно через біржі або електронні торгові платформи;
- проведення клірингу операцій з позабіржовими ПФІ через центрального контрагента;
- надання обов'язкової звітності за операціями з усіма позабіржовими деривативами у спеціальні інфраструктурні організації – торгові репозитарії [1];
- застосування підвищених вимог до капіталу для учасників ринку за позабіржовими ПФІ, за якими централізований кліринг не здійснюється.

Основну роль у підвищенні стійкості ринку ПФІ належить саме біржам і кліринговим компаніям. Розглянемо, яким чином біржі і клірингові компанії сприяють вирішенню ключових проблем ринку ПФІ, зокрема вимог щодо зміцнення пруденційного нагляду; поліпшення управління ризиками, підвищення прозорості ринку ПФІ, сприяння цілісності ринку та захисту ринку від зловживань, запобігання системному ризику, зміцнення міжнародного співробітництва.

Вимога щодо зміцнення пруденційного нагляду. Пруденційний нагляд за фінансовими інститутами, спрямований на зниження ризику неплатоспроможності фінансової установи, що призводить до втрат для своїх клієнтів і нестабільності фінансової системи. Для того, щоб адекватно контролювати платоспроможність фінансових інститутів, регуляторам слід здійснювати огляд і посилити контроль позабіржових транзакцій, зокрема, розмір і концентрацію позицій за ПФІ. Частково цього можна досягнути регуляторам, що мають доступ до ринкової книги позабіржових похідних інструментів, де відображається вся інформація за угодами, укладеними на ринку, і результатами позицій та впливу. Це найбільш ефективно здійснюється за допомогою централізованого інституту, який є відсутнім у вітчизняній практиці (у міжнародній практиці це здійснюють центральний контрагент – клірингова компанія), який управляє даними з функцією звітності для відповідних регулюючих органів – це невід'ємна частина процесу клірингу та розрахунків.

На сьогодні через відсутність в Україні такого фінансового інституту частково ці функції для біржових і позабіржових контрактів з ПФІ може здійснювати НКЦПФР.

Проте, як свідчить світовий досвід, нині біржі і центральний контрагент здійснюють нормативний та оперативний нагляд за діяльністю учасників ринку ПФІ, у тому числі з характеристикою і рекомендаціями до капіталу та доречності членства, застави і маржинальних вимог та ліміту позицій – всі елементи, які пов'язані з пруденційним наглядом за ринками ПФІ (біржового та позабіржового).

Вимога поліпшення управління ризиками. Таку вимогу можна розкласти на три складові:

- а) управління ризиками ліквідності ринку;
- б) управління операційними ризиками;
- в) управління ризиками контрагента.

*Управління ризиками ліквідності ринку.* Ризик ліквідності ринку полягає в тому, що учасник не зможе негайно увійти або вийти з позиції за справедливою ціною. Цей ризик знижується, якщо угоди з ПФІ розміщені і виконані на організованому ринку. Торгівля на організованій біржі має значні переваги для формування ліквідності ринку, яка полягає у можливості всім учасникам отримати передторгову інформацію про кількість

заявок і ціни на них, що дозволить їм швидко зорієнтуватися та прийняти рішення щодо здійснення операції з ПФІ.

Крім того, у світовій практиці розповсюджений інститут маркет-мейкерів, який є постачальником ліквідності. Маркет-мейкери повинні підтримувати безперервне двостороннє котирування (на купівлю та продаж) у межах певного спреда. У вітчизняній практиці відсутні маркет-мейкери, що негативно впливає на ліквідність ринку ПФІ та прозорість операцій на ньому, а іноді повним невиконанням чи неможливістю погашення зобов'язань за ПФІ.

Зауважимо, що під час світової фінансової кризи постраждала ліквідність ринку ПФІ, але функціонування бірж, які забезпечили достатньо високий рівень прозорості, дозволило впорядкувати торгівлю на ринку.

*Управління операційними ризиками.* Базельський комітет з банківського нагляду визначає операційний ризик, як: «ризик збитку в результаті неадекватних або помилкових внутрішніх процесів, дій співробітників і систем або зовнішніх подій» [2, с. 394]. У контексті ринків ПФІ, це включає в себе ризик невиконання зобов'язань у будь-який момент під час процесу торгівлі. Ці збої можуть виникнути в результаті неповної документації та недостатніх чи неефективних внутрішніх процесів або контролю.

Біржова торгівля, у поєднанні з централізованими кліринговими установами (далі – ЦКУ), має значні переваги: наскрізне безперервне оброблення операцій, інформації тощо, що значно знижує операційні ризики. Заявки вводяться в книгу заявок, торги відбуваються, звіти про виконання передаються учасникам торгів і до централізованої клірингової установи для клірингу та розрахунків. Весь робочий процес автоматизований, ефективний і аудіоємний.

Централізована клірингова установа може запропонувати деякі з цих переваг позабіржовому ринку, починаючи з підтвердження угод і до клірингу та розрахунків. Урегульований характер централізованого клірингу передбачає суворий контроль і вимоги аудиту, гарантуючи, що операційні процеси і системи відповідають передовій практиці. Ця модель оброблення даних відповідає вимогам Базельського комітету, які передбачають контроль за нормативами до капіталу та здійснювати оцінювання операційного ризику.

*Управління ризиками контрагента.* Ризик контрагента є «ризик того, що сторона, з ким ви маєте справу, не виконуватиме свої зобов'язання (поставки, оплату тощо) і що ви будете нести збитки в результаті цих операцій» [3]. Це може бути результатом кількох факторів: фінансова нестабільність контрагента, правова невизначеність або неможливість виконання контракту.

Досвід світової фінансової кризи 2008-2010 рр. вказує на необхідність фундаментальних змін в управлінні ризиком контрагента в операціях саме з позабіржовими ПФІ. Зосередження невиконаних позицій з ПФІ як покупцем, так і продавцем через центрального контрагента може зменшити ризик контрагента, що робить усю фінансову систему безпечнішою [4]. ЦКУ забезпечує підвищення ефективності управління ризиками у вигляді багатостороннього взаємозаліку позицій, маркування позиції до ринкових цін, а також управління початковою і варіаційною маржою. Вимоги до застави, які існують у ЦКУ, гарантують, що величина ринкових позицій контрагента не перевищує його фінансових можливостей.

Що стосується ризику дефолту, ЦКУ знижує ризики, пов'язані з двосторонніми контрактами. ЦКУ є гарантом усіх угод, що здійснюються на біржі, і захищає своїх членів або учасників від кредитного ризику контрагента.

Підвищення прозорості ринку ПФІ. Прозорість є важливим поняттям для фінансового ринку та ринку ПФІ зокрема. Організовані біржі та ЦКУ дозволяють забезпечити два типи прозорості: передторгова (прозорість процесу ціноутворення) і нормативна або постторгова (прозорість вартості, обсягів і концентрації діяльності).

Прозорість ринку ПФІ значною мірою сприяє ефективному ціноутворенню на організованих біржах через доступність до передторгової інформації про ціни на

ПФІ. Це має важливе значення для оцінювання впливу і ризику за угодами з ПФІ для окремих учасників і ринку в цілому.

Нормативна або постторгова транспарентність передбачає доступ до постторгової інформації як для біржового, так і позабіржового ринків. Це дозволить забезпечити регуляторів інформацією про угоди на позабіржовому ринку ПФІ для того, щоб встановити обсяг діяльності, розмір ринків і позицій та концентрацію впливу.

Сприяння цілісності ринку та захисту ринку від зловживань. Організовані ринки регулюються правилами, які встановлені публічно та прозоро згідно із законами і правилами їх функціонування. Ринкові правила також встановлюються і саморегульованими організаціями (далі – СРО), які здійснюють нагляд за поведінкою на ринку та сприяють цілісності ринку. Біржі здійснюють спостереження за торгівлею та інфраструктурою для виявлення і розслідування можливих зловживань на ринку.

*Запобігання системному ризику.* Системний ризик може бути визначений як ризик у результаті взаємозв'язку або взаємозалежності між фінансовими установами або іншими учасниками, який передбачає, що вихід з ладу одного об'єкта може призвести до відмови інших осіб і, у свою чергу, до провалу чи краху фінансової системи або ринку в цілому [3]. Торги на регульованому фондовому ринку та через ЦКУ може бути важливим фактором зниження системного ризику. ЦКУ допомагає ізолювати інших учасників від негативних наслідків невиконання угод з ПФІ, тим самим запобігаючи виникненню системного ризику. У випадку невиконання учасником клірингу своїх зобов'язань, ЦКУ має прозорі, надійні процедури управління такими зобов'язаннями своїх клірингових членів, у тому числі через фонди та інструменти ліквідності. Це досягається завдяки реалізації стандартної моделі оплати, яка стимулює учасників ринку дотримуватися дисципліни виконання своїх зобов'язань, та застосування процедур управління ризиками, а також підтримує фінансову систему в періоди фінансових труднощів.

Біржі також відіграють важливу роль в управлінні системним ризиком: біржі у змозі здійснювати регулювання динамікою цін у періоди системного збою під час ринкових криз. Нарешті, біржі і ЦКУ підтримують обширну систему гарантій, процеси резервування і відновлення для забезпечення впорядкованого потоку ринкових угод у періоди фінансових та/або катастрофічних подій і сильної нестабільності [3].

Запобігання системного ризику повинно стати одним із найважливіших завдань пруденційного регулювання, а також системи національних регуляторів, що є необхідною умовою стабільності та безпеки української економіки. Тому особливо важливо в сучасних економічних умовах, щоб учасники ринку ПФІ, інфраструктурні інститути управляли ризиками та здійснювали свої операції згідно з національними правилами, і щоб національні регулятори мали безперешкодний доступ до інформації про діяльність та операції з ПФІ бірж та інших інфраструктурних установ.

*Зміцнення міжнародного співробітництва.* Безумовно сучасний ринок позабіржових ПФІ має глобальний характер, розширюється його географія та відбувається зростання його загального розміру. При цьому важливо, щоб правила доступу на ринок учасників з різних регіонів задовольняли пруденційні вимоги, сприяли клірингу через ЦКУ і сприяли розвитку взаємодії між регіональними учасниками та міжнародними контрагентами. Це може бути досягнуто завдяки розробленню зрозумілих та єдиних правил ЦКУ. Здійснення операцій з ПФІ через ЦКУ забезпечило б учасників ринку можливістю торгувати на глобальній основі, з глобальними контрагентами, але з можливістю вибору ЦКУ на національному рівні.

Розвиток взаємодії різних ЦКУ має переваги для міжнародного фінансового ринку, оскільки наявність кількох ЦКУ буде сприяти розвитку конкуренції в цій галузі, а також дозволить знизити ризик надмірної концентрації діяльності одного клірингового центру. Кожен системно значущий ЦКУ буде мати преференції від додаткового захисту ліквідності центральним банком певного регіону. Крім того, кілька ЦКУ дозволять об-

межити ризик «занадто великі, щоб збанкрутувати» і право більш надійно управляти системними ризиками на глобальній основі [3].

Крім того, національні ЦКУ з міжнародними взаємозв'язками можуть мати значні переваги:

- національні органи регулювання матимуть більш прозорий вплив на внутрішніх учасників ринку;

- вітчизняні учасники ринку будуть мати доступ до міжнародних торгових систем та контрагентів через взаємопов'язану систему ЦКУ. Це дозволить збільшити їх торговельні можливості і значно скоротити кредитні та юридичні ризики, пов'язані з транс-кордонними операціями;

- ефективне використання як внутрішнього, так і міжнародного капіталу і застави. При цьому транзакційні витрати будуть відносно низькими.

Міжнародне співробітництво та координація у сфері регулювання ринку ПФІ також має важливе значення для мінімізації ризику регулятивного арбітражу через уніфікацію вимог регулятивних та наглядових органів у різних країнах. Крім того, важливо, щоб застосовувалися єдині вимоги до капіталу і правил бухгалтерського обліку, пов'язаних з угодами з ПФІ.

Ми переконані, що регулятивні норми біржового ринку ПФІ та існування централізованих клірингових компаній можуть забезпечити потреби позабіржового ринку ПФІ через застосування інституційних нормативних вимог для задоволення складних і різноманітних бізнес-потреб своїх учасників.

Які позитивні наслідки таких заходів для біржового та позабіржового ринків ПФІ? Їх можна згрупувати за такими основними переважними функціями: торгівля ПФІ, кліринг, репозитарій даних, регулювання ринку.

*1. Торгівля ПФІ.* Біржа отримує і забезпечує поєднання заявок від декількох учасників. Загальний набір правил торгівлі, якими керуються під час введення заявок і поєднання їх, для всіх учасників є єдиними і здійснюються через централізовану книгу заявок. Торгова функція забезпечує високий рівень стандартизації за параметрами контрактів, контрактами за базовими активами, розмірами контракту і конкретний строк погашення. Крім того, тільки на біржі є можливість отримати інформацію про ціни відкриття, обсяг відкритих позицій, що забезпечує певний рівень передторгової та післяторгової транспарентності, ліквідності ринку та його ефективність.

*2. Кліринг.* Центральний контрагент – клірингова компанія – отримує дані про торгівлю й організовує кліринг та розрахунки між учасниками торгів або через відкриту пропозицію або передачу прав за зобов'язаннями (при цьому центральний контрагент стає контрагентом за кожною угодою: покупцем – для кожного продавця, і продавцем – для кожного покупця). При цьому методи управління ризиками та процедурами, що використовуються центральним контрагентом можуть значно знизити ризик двосторонніх угод.

*3. Репозитарій даних.* Цю функцію може виконувати Центральний контрагент – клірингова компанія або окремий централізований інститут, який здійснює функцію накопичення інформації про торгівлю, обліку всіх угод та відкритих позицій. Ця функція дозволяє отримувати вільний доступ як регулюючим органам, так і іншим учасникам ринку ПФІ.

*4. Регулювання.* Сутність цієї функції полягає у регулюванні й контролі всіх інших функцій біржі і центрального контрагента, які здійснюються або саморегульованою організацією (СРО) або департаментом регулювання через участь у саморегульованій діяльності. Діяльність біржі і центрального контрагента регулюються певними правилами та нормами. Ці правила забезпечуються СРО, які підтримують прозорість, достовірність та цілісність ринку за допомогою ринкових спостережень, аналізу, регулярних оглядів учасників, їх ліцензій, затвердження учасників і їх уповноважених осіб, розслідування і дисциплінарні процедури під час порушення правил.

Функціонування бірж і створення централізованих клірингових установ та виконання ними основних функцій (торгівля ПФІ, кліринг, репозитарій даних, регулювання ринку) дозволить узгодити завдання і цілі, які ставляться міжнародними організаціями, а саме: зміцнення пруденційного нагляду, покращення управління ризиками, підвищення прозорості (транспарентності), сприяння цілісності ринку, захист від зловживань на ринку, зниження системних ризиків, зміцнення міжнародного співробітництва (табл.).

Таблиця

*Узгодження міжнародних вимог щодо функціонування ринку ПФІ з функціями бірж і централізованих клірингових установ*

Вимоги G20	Функції групи			
	Торгівля ПФІ	Кліринг	Репозитарій даних	Регулювання ринку
Зміцнення пруденційного нагляду		+	+	+
Покращення управління ризиками	+	+		+
Підвищення прозорості (транспарентності)	+	+	+	+
Сприяння цілісності ринку	+	+		+
Захист від зловживань на ринку	+			+
Зниження системних ризиків		+	+	
Зміцнення міжнародного співробітництва		+		+

Джерело: складено авторами на основі [3; 5].

**Висновки.** Ключові заходи реформування інфраструктури вітчизняного ринку ПФІ, які дозволять забезпечити виконання вимог G20 та потреби учасників ринку ПФІ, полягають:

– у визначенні ринкових характеристик і ознак, які дозволять класифікувати похідні інструменти, з якими необхідно здійснювати операції тільки на організованій біржі через центрального клірингового контрагента, і звітність за якими підлягає відображенню в депозитарії;

– вітчизняні заходи щодо регулювання як біржового, так і позабіржового ринку ПФІ повинні узгоджуватися з міжнародними вимогами для забезпечення відповідного рівня регулювання між національними та світовими ринками ПФІ й запобігання регулятивного арбітражу;

– національні правила та вимоги до капіталу й бухгалтерського обліку необхідно довести до відповідності з вимогами до капіталу і міжнародних стандартів фінансової звітності.

#### Список використаних джерел

1. Соловьев П. Новый этап развития внебиржевого рынка деривативов: необходимость или обязанность [Электронный ресурс] / П. Соловьев // Развитие рынка. – 2012. – № 4 (110). – С. 12–16. – Режим доступа : [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/110/12-16\\_solovyov.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/110/12-16_solovyov.pdf).
2. Harris, L. Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners / Larry Harris // New York : Oxford University Press, USA, 2003. – 643 p.
3. TMX. Transparency, Market Integrity & Risk Management: The Role of the Regulated Exchange [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.tmx.com/en/pdf/RoleOfRegulatedExchange.pdf>.
4. Cecchetti, S. G., J. Gyntelberg and M. Hollanders (2009) Central Counterparties for Over the Counter Derivatives [Electronic resource] // BIS Quarterly Review, September. – P. 45-58. – Access mode : [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0909f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf).
5. Шелепов А. В. Новые инструменты глобального регулирования в небанковском сегменте финансового сектора мировой экономики / А. В. Шелепов // Вестник международных организаций. – 2011. – № 4 (35). – С. 40–60.