

## РОЗДІЛ 4

# ГОСПОДАРСЬКЕ ПРАВО, ГОСПОДАРСЬКО-ПРОЦЕСУАЛЬНЕ ПРАВО

УДК 336.763.54

### ПРАВОВІ АСПЕКТИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

### LEGAL ASPECTS OF FUNCTIONING OF DERIVATIVES

**Згама А.О.,**

*кандидат юридичних наук,*

*доцент кафедри цивільного та господарського права і процесу  
Міжнародного гуманітарного університету*

У статті досліджуються проблеми, пов'язані з визначенням правової сутності похідних фінансових інструментів. Критиці піддане законодавче закріплення поняття «похідні цінні папери», що суперечить основним засадам сучасного фінансового ринку. Запропоновано шляхи подальшого правового регулювання похідних фінансових інструментів.

**Ключові слова:** похідні фінансові інструменти, цінні папери, договір, ринок похідних фінансових інструментів, фінансовий ринок.

В статье исследуются проблемы относительно определения правовой сущности производных финансовых инструментов. Критике подвергнуто законодательное закрепление понятия «производные ценные бумаги», что противоречит основам современного финансового рынка. Предложено пути дальнейшего правового регулирования производных финансовых инструментов.

**Ключевые слова:** производные финансовые инструменты, ценные бумаги, договор, рынок производных финансовых инструментов, финансовый рынок.

The problems, which are connected with determinations of legal nature of derivatives are investigated in this article. The legislative fixing of concept "securities" is exposed to criticism, that conflicts with basic principles of modern financial market. The ways of the further legal adjusting of derivatives was proposed.

**Key words:** derivatives, securities, agreement, derivatives market, financial market.

**Постановка проблеми.** Сьогодні для України як ніколи гостро стоїть завдання щодо швидкої інтеграції у світовий економічний простір, зокрема, вступ до Європейського Союзу. Актуальним залишається продовження розбудови фінансового ринку та безпосередньо його строкового сегменту – ринку похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ). Адже розвиток ринку ПФІ є одним із факторів ефективного функціонування фінансового ринку та відображає свій вплив на функціонування реального сектору економіки.

Похідні фінансові інструменти використовуються вже більше двох тисяч років. У стародавні часи греки, вироснувши маслини, не бажали ризикувати у випадку, коли ціна буде низькою під час збирання врожаю, а тому укладали форвардні договори, в яких зазначалась ціна на час поставки товару. У Середньовіччя форвардними договорами торгували на схожому зі вторинним ринком, особливо актуальними були угоди на поставку пшениці в Європі. Якщо в XVII столітті в Японії вже була створена ф'ючерсна біржа на рисовому ринку в Осакі, то тим часом в Амстердамі продавали й купували опціони на цибулини тюльпанів. Хоча по-справжньому свого розквіту знала ф'ючерсна біржова торгівля лише в XIX столітті після заснування Чикагської торгової палати, яка спеціалізувалась на торгівлі зерном та іншими ф'ючерсами й опціонами, та Лондонської біржі ме-

талів. Тому ПФІ не можемо вважати чимось новим і невідомим світовій практиці. Проте незважаючи на, здавалось би, вікові напрацювання на цьому ринку, і нині виявляються певні неузгодженості у визначенні цього правового явища в системі вітчизняного законодавства та складності правового характеру застосування. Зокрема, в сучасних умовах постає питання, чи правильно законодавець застосовує термін «похідні цінні папери», чи доречно застосовувати поняття «похідні фінансові інструменти», «деривативи», «похідний фінансовий продукт» тощо.

**Аналіз останніх досліджень.** Дослідження деривативів, похідних фінансових інструментів, похідних цінних паперів та близьких за їх змістом категорій здійснювали І.М. Бурденко, В.В. Гоффе, Ю.В. Мица, Ю.В. Параніч, О.М. Сохацька, російські науковці К.В. Іванова, І.Г. Сергеева, О.Б. Фельдман та інші дослідники. Однак переважна більшість праць учених стосується економічних аспектів цього явища, при чому залишається невирішеною термінологічна неузгодженість понять для одного процесу як на законодавчому рівні, так і на рівні наукових розробок.

**Метою даної публікації** є виявлення й вирішення комплексу проблем, пов'язаних із визначенням правової сутності ПФІ, виявлення недоліків і прогалин у правовому регулюванні цього інституту та напрямків подальшого його розвитку.

**Виклад основного матеріалу.** На вітчизняному ринку ПФІ є відносно новими фінансовими інструментами, які з'явилися внаслідок закономірних змін на фінансовому ринку. Останнім часом спостерігається зростання обсягу випуску деривативів, що свідчить про інтерес учасників ринку до фінансових інструментів, які створюють можливість для хеджування ризиків, являючи собою елементи «квазі»-страхування.

Ринок ПФІ характеризується постійним зростанням обсягів операцій із похідними інструментами. Протягом 2008–2012 рр. сума контрактів із похідними помітно зросла: з 3,75 млрд грн у 2010 р. до 24,91 млрд грн у 2012 р., тобто в 6,5 разів. Обсяг торгів деривативами на ринку цінних паперів збільшився на 0,92 млрд грн порівняно з 2011 р., що складає 0,98% від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів [1, с. 34-36].

Незважаючи на досить оптимістичні показники, наведені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, розвиток ринку деривативів відбувається в недосконалому й несистематизованому правому полі з відсутністю ефективного механізму його регулювання.

Наприклад, п. 3 ч. 1 ст. 195 Цивільного кодексу України (далі – ЦК України) серед груп та видів цінних паперів виділяє похідні цінні папери, механізм розміщення та обліку яких пов'язаний із правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів [2].

Таке звужене трактування міститься і в ряді інших нормативно-правових актів. Зокрема, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», який є основоположним у сфері обігу цінних паперів, обмежується формулюванням, що особливості емісії (видачі) похідних цінних паперів та порядок розкриття інформації щодо них визначаються законодавством (ст. 15), хоча серед фінансових інструментів називаються цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у випадку залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони) [3].

Крім того, такий основний нормативно-правовий акт у сфері регулювання ринку фінансових послуг як Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [4] розкриває лише поняття похідних цінних паперів, а Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [5] ще й розподіляє компетенцію державних органів у питанні регулювання ринку фінансових послуг, використовуючи у п. 2 ч. 1 ст. 21 термін «похідні цінні папери (деривативи)».

Отже, базові закони не розкривають поняття та сутність ПФІ, замінюючи, по суті, його поняттям «по-

хідні цінні папери». І це не дивно, адже такої ж позиції дотримуються й досить широке коло науковців, погляди деяких із них спробуємо проаналізувати.

Наприклад, С.О. Маслова визначає похідні інструменти як особливу групу цінних паперів, які мають встановлені законодавством реквізити і засвідчують зобов'язання, внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив або проводяться розрахунки на підставі ціни величини базового активу [6, с. 164]. О.І. Дегтярьова застосовує теж поняття похідних цінних паперів як будь-яких цінних паперів, що засвідчують право власника на купівлю-продаж цінних паперів: акцій, облігацій, державних боргових зобов'язань [7, с. 56]. Такі думки поділяють М.В. Жуковська [8], В.А. Мельник [9, с. 101], В.П. Ходаківська [10, с. 56] та інші.

У своєму дисертаційному дослідженні «Правова природа похідних цінних паперів» Ю.В. Мица за мету ставить з'ясування правової природи похідних фінансових інструментів в аспекті їх приватноправової сутності, формування цілісної концепції похідних цінних паперів як об'єктів цивільних прав, придатної для теоретичних досліджень та практичного застосування [11], проте фактично ототожнює ці правові категорії. Крім того, Ю.В. Мица вказав на відсутність єдності поглядів щодо теоретичного визначення юридичної форми існування похідних фінансових інструментів, при цьому позиції вчених зводять до двох теорій – договірної та ціннопаперової.

Суть договірної теорії полягає в тому, що юридичною формою економічної конструкції похідних фінансових інструментів є договір. Ця теорія, у свою чергу, поділяється на два напрямки:

- суто договірна теорія, відповідно до якої похідних цінних паперів як таких не існує, а юридичною формою існування економічної конструкції похідних фінансових інструментів є виключно цивільно-правовий договір (певного типу чи змішаний);

- відносна договірна теорія, відповідно до якої похідний фінансовий інструмент юридично є договором, проте окремі елементи складу відповідних договірних відносин (права) можуть втілюватись у цінних паперах, що є самостійними щодо цих договорів.

Прихильники ціннопаперової теорії обстоюють погляд на похідні фінансові інструменти як на особливий різновид цінних паперів. Проте з низки питань (зокрема, в чому полягає похідний характер цього різновиду цінних паперів, які саме похідні є цінними паперами) єдність поглядів науковців відсутня [11].

Нами не робиться спроба знизити певною мірою значення цінних паперів як інструмента в комерційній діяльності суб'єктів підприємництва. Принагідно пригадується відомий вислів Г.Ф. Шершеневича, актуальний і нині: «Поняття про цінні папери досі не прояснилося ні в житті, ані в науці, ані в законодавстві».

Однак якщо зводити ПФІ до цінних паперів, то спрощується підхід до об'єкта, й останній розглядається в якості бездокументарного цінного паперу. Не

можна ототожнювати ці два поняття, оскільки ПФІ не відповідають характеристикам цінних паперів, не надають своєму власнику тих прав і можливостей, які дають цінні папери. Вбачається, що ПФІ слід вважати формою вираження правових відносин, яка реалізується через специфічні договори (контракти). Тому ПФІ у правовому розумінні має розглядатися як договір, за яким виникає право та/або зобов'язання придбати або продати базовий фінансовий інструмент за цінами та курсами, погодженими в момент укладення цих договорів, як правило, без реальної поставки цих фінансових інструментів.

Ще одна група нормативно-правових актів у сфері регулювання відносин, пов'язаних з обігом ПФІ, застосовує категорію «дериватив» і представлена Податковим кодексом України та підзаконними нормативними актами, наприклад, Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів» [12].

Відповідно до п. 14.1.45 Податкового кодексу України деривативом є стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати в майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах [13]. У свою чергу до деривативів законодавець відніс ф'ючерсний, форвардний контракт, опціони та своп. Хоча ні для Цивільного, ні для Господарського кодексів України термін «контракт» не є характерним.

Зазначимо, що поняття «деривативи» походить від англійського слова «derivatives», яке використовується для характеристики похідних фінансових інструментів. Своєю чергою слово «security» означає «цінні папери». У США та Великобританії не існує законодавчого визначення цінних паперів, проте строкові інструменти й ф'ючерсні та опціонні контракти пов'язують із термінами «security», виділяючи їх на практиці та в економічній літературі вживанням терміна «derivatives». Може, тому маємо переклад іноземного терміна «деривативи» як «похідного цінного паперу». У країнах континентальної Європи строкові контракти не належать до цінних паперів, де суть останніх формалізовано в законодавчих актах [14]. Відповідно, похідні фінансові інструменти (derivatives) купують і продають на ринку похідних фінансових інструментів (derivatives market), а не на ринку цінних паперів (security market) [15, с. 155].

Водночас розбудова механізму державного регулювання ринку ПФІ в Україні повинна відбуватися в загальносвітовому руслі посилення регулятивних вимог до нього. Тому слід виділити третю групу нормативних джерел, що регламентують сутність ПФІ, котру складають міжнародні стандарти фінансової звітності, зокрема, МСБО 39 [16] та МСБО 32 [17]. При цьому ПФІ – контракт, що не вимагає початкових інвестицій, або початкові інвестиції є мінімальними. Він виконується в майбутньому, вартість його ґрунтується на основі вартості певного базового

активу. Базовим активом може бути ставка відсотка, валютний курс, індекс цін, показник кредитного рейтингу, товарна ціна, ціна фінансового інструменту тощо.

Таким чином, аналіз вищезазначених нормативних джерел свідчить про різні підходи й напрями у визначенні поняття й сутності похідних фінансових інструментів. На сьогодні в українському законодавстві відсутній єдиний спеціальний законодавчий акт, який би регулював систему відносин, що виникають у процесі створення й використання похідних фінансових інструментів, хоча спроби розробити окремий нормативно-правовий акт щодо вирішення окресленого питання були неодноразовими. Наприклад, у січні 2014 р. на порядок денний роботи Кабінету Міністрів України було представлено проект Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» [18], підготовлений Мінекономрозвитку (МЕРТ) за підтримки Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), рішення за яким члени Уряду так і не ухвалили. Документ встановлював перелік базових активів, вартість яких буде визначати ціну для похідних фінансових інструментів. Ними планувалося зробити товари, фінансові інструменти, банківські метали, емісійні цінні папери (в тому числі іноземні), гривню й валюту інших країн, і навіть права вимоги. Наразі це не перша спроба прийняти закон, що регламентує обіг деривативів. У 2011 р. нинішній глава МЕРТ І.М. Прасолов зареєстрував у парламенті документ з аналогічною назвою, проте згодом відкликав його. Напередодні в Національному банку України планували подати до парламенту законопроект про деривативи, однак перенесли ці плани у зв'язку з необхідністю прийняття закону «Про депозитарну систему».

Отже, насамперед спостерігаємо непослідовність у діях державних органів щодо напрямів розвитку ринку ПФІ. Досі не сформовано повноцінного, цілісного правового поля функціонування даного сегменту фінансового ринку, єдиної концепції щодо його запровадження й регулювання, а тому має бути вироблена відповідна стратегія розвитку ринку деривативів в Україні.

**Висновки.** Нині існує фрагментарне правове регулювання ринку похідних фінансових інструментів, яке ґрунтується на суперечливих концептуальних підходах щодо визначення їх місця в системі економічних відносин. У цьому контексті вирішення окресленої проблеми може бути здійснене двома шляхами: шляхом внесення змін до ЦК та ГК України або прийняттям окремого закону, який визначав би види цих фінансових інструментів та регулював би ринок похідних фінансових інструментів. При цьому маємо переконання, що в даному випадку обрання одного з вищезазначених напрямів модернізації українського законодавства не виключає можливості застосування іншого, проте лише створює надійне підґрунтя для розвитку ринку похідних фінансових інструментів.

**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:**

1. Річний звіт НКЦПФР за 2012 р.: інновації для розвитку. – К., 2013. – 88 с.
2. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 40-44. – Ст. 356.
3. Про цінні папери і фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
4. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.
5. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.
6. Маслова С.О. Фінансовий ринок : навч. посібник / С.О. Маслова, О.А. Опалов. – К. : Каравела, 2004. – 344 с.
7. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебник для вузов / под ред. проф. О.И. Дегтяревой, проф. Н.М. Коршунова, проф. Е.Ф. Жукова. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 501 с.
8. Жуковская М.В. Рынок производных ценных бумаг : учеб. пособие / М.В. Жуковская // [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://femp.tsure.ru/liter/rpcb\\_zhu.pdf](http://femp.tsure.ru/liter/rpcb_zhu.pdf).
9. Мельник В.А. Ринк цінних паперів в запитаннях та відповідях / В.А. Мельник. – Х. : Консул, 1999. – 375 с.
10. Ходаківська В.П. Ринк фінансових послуг : навч. посібник / В.П. Ходаківська, О.Д. Данілов. – Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
11. Мица Ю.В. Правова природа похідних цінних паперів : автореф. дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / Ю.В. Мица // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://mydisser.com/files/95474784.doc>.
12. Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів : Постанова Кабінету Міністрів України від 19 квітня 1999 р. № 632 // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF>.
13. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 13-14, 15-16, 17. – Ст. 112.
14. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. д-ра екон. наук : 08.05.01 – «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / О.М. Сохацька. – Тернопіль, 2003. – 37 с.
15. Бурденко І.М. Правова сутність похідних фінансових інструментів / І.М. Бурденко // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 3 (12). – С. 154–159.
16. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39. Фінансові інструменти : визнання та оцінка від 1 січня 2012 р. // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/929\\_015/page](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/929_015/page).
17. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 (МСБО 39). Фінансові інструменти : подання від 1 січня 2012 р. // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/929\\_029](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/929_029).
18. Про похідні фінансові інструменти : проект Закону України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=210459&cat\\_id=32862](http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=210459&cat_id=32862).

УДК 346.11:346.34

**ПРИНЦИП ДОБРОСОВІСНОСТІ ПІД ЧАС УКЛАДЕННЯ ТА ВИКОНАННЯ  
ДОГОВОРІВ ФРАНЧАЙЗИНГУ: ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВИЙ ПІДХІД**

**THE PRINCIPLE OF GOOD FAITH IN THE CONCLUSION AND IMPLEMENTATION  
OF THE FRANCHISING AGREEMENT: ECONOMIC AND LEGAL APPROACH**

**Карякіна О.Ю.,**

*здобувач кафедри цивільного та трудового права  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»*

Статтю присвячено дослідженню господарсько-правових підходів у використанні принципу добросовісності під час укладення та виконання договорів франчайзингу. У статті доведено, що добросовісність є критерієм правомірності дій суб'єктів господарювання і гарантує належний судовий захист їх прав. Вивчено світовий досвід регулювання франчайзингових правовідносин на переддоговірному етапі, зокрема, щодо обов'язку франчайзера щодо попереднього розкриття інформації. На основі зроблених висновків сформульовано й обґрунтовано практичні пропозиції щодо внесення змін до Господарського кодексу України.

**Ключові слова:** договір франчайзингу, принцип добросовісності, господарський кодекс, переддоговірні відносини, Європейський кодекс етики франчайзингу.

Статья посвящена исследованию хозяйственно-правовых подходов в использовании принципа добросовестности при заключении и исполнении договоров франчайзинга. В статье доказано, что добросовестность является критерием правомерности действий субъектов хозяйствования и гарантирует надлежащую судебную защиту их прав. Изучен мировой опыт регулирования франчайзинговых правоотношений на преддоговорном этапе, в том числе касательно обязанности франчайзера по предварительному раскрытию информации. На основе сделанных выводов сформулированы и обоснованы практические предложения по внесению изменений в Хозяйственный кодекс Украины.

**Ключевые слова:** договор франчайзинга, принцип добросовестности, хозяйственный кодекс, преддоговорные отношения, Европейский кодекс этики франчайзинга.

The article is devoted to the analysis of economic and legal approaches to the use of the principle of good faith in the award and administration of contracts franchising. In this paper we have proved that integrity is the criterion of the legal actions