

I. O. МАКАРЕНКО  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України», м. Суми

## РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ: ОРГАНІЗАЦІЙНИЙ АСПЕКТ

*У статті розроблено рекомендації з удосконалення регулювання ринку похідних фінансових інструментів України у контексті розбудови цього ринку з урахуванням посткризових світових тенденцій та забезпечення його стійкого розвитку.*

*The article proposes recommendations to improve regulation of the derivatives market in Ukraine in the context of the development of this market in view of post-crisis global trends and ensure its sustainable development.*

*Ключові слова: ринок похідних фінансових інструментів, стійкий розвиток, регулювання ринку похідних фінансових інструментів, нормативне забезпечення, стійкість фінансової системи.*

**Вступ.** З урахуванням деструктивної ролі ринку похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ) у світовій фінансовій кризі, його регулювання та механізм функціонування потребують суттєвих удосконалень з метою запобігання майбутнім кризовим явищам на ньому та реалізації його основоположної функції – хеджування ризиків. В Україні проблема забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ актуалізується через нерозвиненість цього ринку, який в силу проблем нормативного, методологічного, інфраструктурного характеру і недостатнього регулювання не виконує своїх функцій та може стати джерелом шоків для усєї фінансової системи.

**Аналіз досліджень та публікацій.** Питанням розвитку ринку ПФІ України присвячені праці таких науковців як А. Безп'ятова [1], В. Гордона [2], В. Гоффе [3], О. Сохаської [4] та ін., проте подальшого розгляду потребує забезпечення саме стійкого розвитку ринку ПФІ України у контексті підвищення стійкості фінансової системи, формування необхідної організаційної структури регулювання цього ринку як основи його становлення.

**Постановка завдання.** Мета статті полягає у розробці рекомендацій щодо удосконалення регулювання ринку ПФІ України в організаційному аспекті для отримання переваг його учасниками та безпечному його функціонуванні.

**Вклад основного матеріалу.** Основні проблеми розвитку ринку ПФІ України зумовлені недосконалістю його регулювання і носять нормативний, методологічний та інфраструктурний характер. Їх вирішення, потребує комплексного, системного підходу та конкретизується в наступних аспектах:

– налагодження дієвої та ефективної взаємодії, побудови чіткої організаційної структури органів нагляду та регулювання, у т.ч. й саморегулювних та професійних організацій як ознаки його цивілізованого розвитку (керуючої суб'єктної підсистеми ринку ПФІ);

– створення відповідного нормативного, методологічного та інфраструктурного забезпечення функціонування ринку: оподаткування, ліцензування, документальне оформлення та врегулювання угод з ПФІ та узгодження з міжнародними нормами, методологія обліку і оцінки, депозитарій і кліринг (центральный контрагент), гарантійні вимоги, вимоги до капіталу учасників ринку, їх професіоналізму (підсистема забезпечення);

– створення системи оцінювання ринку ПФІ, забезпечення прозорості та розкриття інформації на ньому, що у сукупності з підсистемою забезпечення складають основу впливу на учасників ринку (керована підсистема ринку ПФІ).

Розгляд питання взаємодії регулятивних органів – керуючих суб'єктів регулювання ринку ПФІ є ключовим для розбудови ринку ПФІ, тому що створення Концептуальних засад його стійкого розвитку має бути здійснено певною суб'єктною підсистемою. У цьому контексті з урахуванням посткризових тенденцій у регулюванні ринків ПФІ у провідних державах світу дане питання перетинається з питанням щодо доцільності перегляду моделі регулювання фінансового ринку України в цілому і визначення повноважень регулятивних органів у відношенні до ринку ПФІ зокрема.

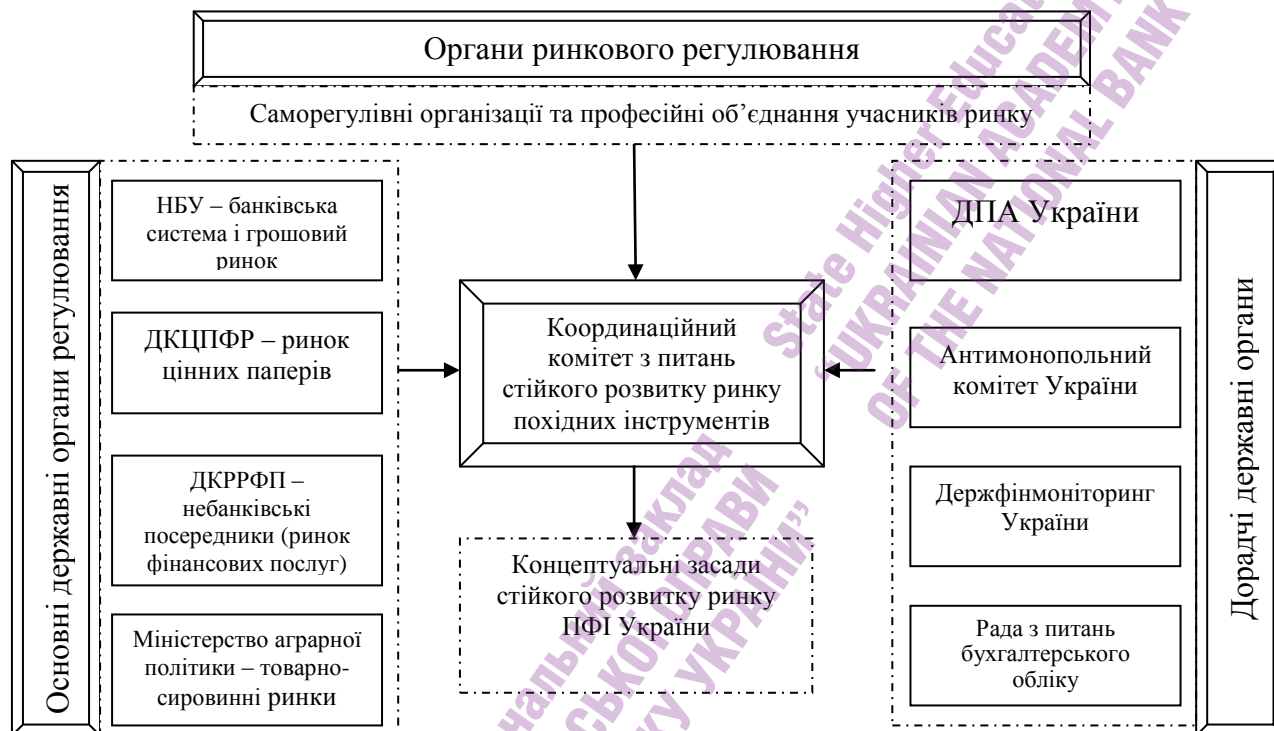
У ході підготовки проекту рекомендацій з підвищення регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні визначено чотири варіанти таких рекомендацій, а саме: подальша розбудова існуючих регуляторів (НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП) шляхом посилення їх незалежності; створення окремого мегарегулятора; створення мегарегулятора при НБУ; запровадження діяльності двох окремих органів регулювання та нагляду (Служби фінансового нагляду при Національному банку, Регулятора фінансового ринку) [5]. Варто відмітити, що у світовій практиці подібні ініціативи також мають місце. Так, восени 2010 за поданням Ради міністрів фінансів ЄС відбулося створення чотирьох нових наднаціональних регулятивних органів, зокрема Європейської банківської організації (European Banking Authority, EBA), Європейської організації страхування і пенсійного забезпечення (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), Європейської організації з цінних паперів і ринків (European Securities and Markets Authority, ESMA) – об'єднані Європейською системою фінансового спостереження (European System of Financial Supervisors, ESFS) а також Європейської ради з системних ризиків (European Systemic Risk Council, ESRC) під егідою Європейського центрального банку (ECB).

У США 22 липня 2010 р. був підписаний один з найбільш визначних фінансовий закон з часів Великої Депресії та прийняття закону Гласа-Стігала – закон Дода-Френка (Dodd-Frank financial bill). Крім формального підходу, в межах його сутнісного аспекту регламентовано створення мегарегулятора фінансового ринку США на базі Інвестиційного консультативного комітету Комісії з цінних паперів, до відома якої додано нагляд за хедж-фондами, активи яких перевищують 100 млн. дол., Ради з контролю фінансової стабільності (міжвідомчий орган), Агентство із захисту споживачів фінансових послуг – (незалежний орган при Федеральній резервній системі).

Загалом ми підтримуємо ідею створення мегарегулятора фінансового сектору України як єдиного органу, що визначатиме політику розвитку фінансового сектору і здійснюватиме його ефективний макропруденційний нагляд та регулювання. Проте серед основних причин недоцільності створення мегарегулятора на фінансовому ринку України і на ринку ПФІ у т.ч. в даний момент, на нашу думку, варто назвати наступні: розрізненість структури ринкових сегментів, капіталу та фінансових потоків, фінансових продуктів. Таким чином, створення мегарегулятора не просто передчасне, але і шкідливе в умовах нерозвинутого фінансового ринку України та ринку ПФІ. Проте, існує нагальна потреба в розмежуванні повноважень окремих органів регулювання. Варто зазначити, що згідно зі ст. 21 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» повноваження щодо регулювання ринків цінних паперів та похідних цінних паперів надані ДКЦПФР. У той же час з прийняттям Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» зі сфери регулювання ДКЦПФР було виключено весь перелік фондових деривативів, натомість запроваджено більш жорсткий контроль за випуском опціонних сертифікатів як превалюючих інструментів на ринку. За допомогою зазначеного рішення комісія частково підміняє функції інших регуляторів, адже суперечливими нормами названих правил встановлено, що базовим активом для ПФІ – можуть бути цінні папери, товари або кошти, хоча валютні ПФІ знаходяться у сфері впливу НБУ, товарні – Міністерства аграрної політики.

Для забезпечення чіткої взаємодії між органами, що у той чи інший спосіб займаються регулюванням ринку ПФІ і фінансового ринку України, варто створити Координаційний комітет з питань стійкого розвитку ринку похідних інструментів України за участю основних суб'єктів – регуляторів цього ринку НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП, Міністерства аграрної політики, ринкових регуляторів – саморегулювальних організацій, та ряду дорадчих органів: Методологічної ради з питань бухгалтерського обліку при Міністерстві фінансів, Державної

податкової адміністрації, Держфінмоніторингу, Антимонопольного комітету України (рис.1). Новостворений Комітет функціонуватиме за інституціональним принципом – за основними учасниками ринку ПФІ, що підзвітні окремим органам регулювання, доки ринок не набере чітких організаційних та функціональних обрисів і ідея впровадження чи не впровадження мегарегулятора не буде випробувана часом і практикою та підкріплена вагомих економічних обґрунтуванням.



**Рис. 1. Координаційний комітет з питань стійкого розвитку ринку похідних інструментів України, розробка автора**

Правовою основою функціонування такого Координаційного комітету може виступати Меморандум про співпрацю та комунікації державних органів з питань стійкого розвитку ринку похідних інструментів в Україні, який визначатиме його склад, порядок створення, особливості діяльності, повноваження, тощо. Меморандум про співпрацю та комунікації є одним з найбільш поширених у світовій практиці способом досягнення необхідного рівня обміну інформацією поряд з взаємним представництвом керівництва регуляторів у колективних органах, створенням робочих груп та неформальних контактів.

Організаційна структура Координаційного комітету визначатиметься за функціональним принципом – ключові члени ради – НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП, Міністерство економіки представники саморегулівної організації, члени ради з дорадчими правами (решта органів). Статус цього комітету визначатиметься як тимчасовий до набуття зрілості національним фінансовим ринком і ринком похідних інструментів зокрема, і вирішення питання на користь його мегарегулятора. Безпосередньо сама робота Координаційного комітету буде організована за принципом міжвідомчих консультацій та інформаційно-статистичної діяльності. Варто відзначити необхідність впровадження елементів підзвітності і контролю у діяльність комітету – таким чином, обов'язковість періодичного звітування уряду має стати основою його роботи.

У зв'язку з цим, важливими аспектами створення такого Комітету варто назвати збалансованість його незалежного/підзвітного статусу, що визначається передусім його фінансовою незалежністю. Передбачається, що фінансування поточної діяльності комітету відбуватиметься за рахунок основних державних органів та саморегулівних організацій: відповідно з операційних доходів НБУ, зборів з учасників відповідних ринків, що контролюються ДКЦПФР, ДКРРФП, Міністерства аграрної політики, внесків саморегулівних організацій.

Основоположним завданням Координаційного комітету має бути впровадження Концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних інструментів, зокрема фінансових в Україні.

До повноважень Координаційного комітету з питань стійкого розвитку ринку похідних інструментів в Україні слід віднести:

- розробку цілісного нормативного забезпечення у вигляді проектів законів та підзаконних актів, що регулюють діяльність ринку ПФІ у його ключових сферах, що становлять концептуальне підґрунтя політики щодо ринку похідних інструментів в Україні;
- створення рамкових умов для функціонування керованої суб'єктної підсистеми ринку – учасників та методів взаємодії між ними з метою недопущення диспропорцій у розвитку ринку похідних та безпечного використання його переваг;
- комплексне регулювання та нагляд за взаємопов'язаними спот- та строковими ринками – ринками базових активів і ринків похідних інструментів;
- узгодження дій регуляторів в межах здійснення макро- та мікропруденційного нагляду на ринку ПФІ, його контр циклічного регулювання та в цьому контексті:
  - 1) побудови системи оцінювання ринку ПФІ України;
  - 2) створення єдиної бази даних щодо стану та ключових параметрів ринку ПФІ, та інформації про її учасників;
  - 3) публікація систематичних інформаційних матеріалів щодо розвитку ринку ПФІ, у вигляді звіту в межах поліпшення інформованості пересічних інвесторів та потенційних хеджерів про можливості ринку ПФІ та забезпечення прозорості діяльності самого органу в межах загальних звітів про стан фінансового ринку;
  - 4) проведення навчання, підвищення кваліфікації фахівців, що працюють на ринку ПФІ.

Варто наголосити, що безпосередні регулятивні і наглядові повноваження в межах ринків товарних та фінансових похідних інструментів здійснюватимуться за інституційним принципом кожним із регуляторів – банківських установ – НБУ, емітентів цінних паперів, у т.ч. компаній реального сектору, організаторів торгів, інфраструктурних інститутів – ДКЦПФР, небанківських фінансових посередників – ДКРРФП, учасників товарно-сировинних ринків, аграрних бірж – Міністерство економіки. Повноваження інших дорадчих органів носитимуть консультативний характер для забезпечення належного узгодження з основними регулятивними органами суміжних питань оподаткування, обліку, моніторингу учасників ринку та операцій на ньому, сприяння розвитку конкуренції.

Серед переваг створення такого Координаційного комітету, які обґрунтовують доцільність такого кроку, можемо назвати наступні:

- здійснення більш якісного нагляду та регулювання окремих сегментів ринку похідних інструментів України, що є основоположним для його розбудови;
- можливість одночасного регулювального впливу і на ринки базових активів, що є підґрунтям для розвитку ринків похідних;
- відсутність потреби у додатковому фінансуванні з Державного бюджету;
- відсутність необхідності внесення змін до базових Законів з питань регулювання фінансового сектору у частині перерозподілу повноважень органів;
- сприяння розбудові ринку похідних інструментів України та його складових через наближення регуляторів до окремих його сегментів;
- створення прозорого інформаційного поля шляхом подання звітів про розвиток ринку ПФІ в Україні, інформаційно-аналітичних матеріалів, що стане важливою частиною Загального звіту про стійкість фінансового сектору в Україні і основою для формування очікувань учасників ринку щодо його подальшого вектору розбудови.

Особлива роль у межах Координаційного комітету відводиться ринковому регулюванню ринку

похідних через задіяння саморегульвних організацій (СРО) та професійних об'єднань учасників ринку, що є ознакою цивілізованості та зрілості ринку. У зв'язку з цим, ми наголошуємо на необхідності збалансування ринкового саморегулювання як можливого дестабілізуючого фактора в силу виявленої нами ринкової нездатності до запобігання кризових явищ та належним захистом прав та інтересів учасників ринку. Досвід розвинених фінансових ринків свідчить, що державні регуляторні органи повинні розглядати СРО як додатковий регулятивний механізм, наявність якого сприяє стабілізації ринку та більш повне врахування потреб учасників ринку [6]. Більше того, на думку М. І. Галочкина, ефективність регулювання ринку ПФІ тісно пов'язана з наявністю СРО на ньому, що підтверджено світовою практикою, де складається дворівнева система регулювання ринків ПФІ: перший рівень – державне регулювання ринку ПФІ, другий рівень – ринкове саморегулювання [7]. Утім, на даний момент на ринку ПФІ України не існує жодної саморегульвної організації чи професійного об'єднання учасників ринку, що є закономірним у зв'язку з його нерозвиненістю і відсутністю зацікавлення потенційних учасників у ньому у зв'язку з регулятивною невизначеністю. Дієвість саморегулювання на ринку ПФІ забезпечуватиметься представництвом СРО у Координаційному Комітеті з метою захисту інтересів учасників ринку. Співвідношення між регулятивними повноваженнями основних і дорадчих державних органів регулювання ринку ПФІ повинні встановлюватися на принципах компліментарності та взаємоузгодженості і запобігати можливостям регулятивного арбітражу. Важливим застереженням у роботі цих організацій є забезпечення стійкого розвитку ринку через контроль за основними їх факторами – рівнем левериджу учасників, мінімальними вимогами щодо капіталу, розкриття інформації.

**Висновки.** Таким чином, вирішення проблем нормативного, методологічного та інфраструктурного характеру на ринку ПФІ є основою його розбудови в Україні з урахуванням світових посткризових тенденцій. З цією метою нами розроблені пропозиції з удосконалення регулювання ринку ПФІ України, які конкретизуються у створенні Координаційного комітету з питань стійкого розвитку ринку похідних на основі державних та саморегульвних органів. Заходи з реформування регулювання ринку ПФІ передбачені в межах завдань цього комітету, покликані сприяти становленню ефективного та безпечного ринку ПФІ для його учасників і для стійкості усієї фінансової системи.

#### Література

1. Безп'ятов А. В. Розвиток похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою: автореф. дис. на здобуття наук. ступ. канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Безп'ятов Андрій Валерійович. – Київ, 2004. – 15 с.
2. Гордон В. Б. Роль деривативів на ринках, що розвиваються / В. Б. Гордон // Фінанси України. – 2005. – № 1. – С. 70-77.
3. Гоффе В. В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступ. канд. екон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Гоффе Валерія Вікторівна. – Київ, 2005. – 23 с.
4. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. на здобуття наук ступеня док. екон. наук: Спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Сохацька Олена Миколаївна. – Тернопіль, 2003. – 37с.
5. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором України : Зелена книга [Електронний ресурс]. – К.: 2010. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena\\_kniga.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena_kniga.pdf).
6. Міщенко С.В. Проблеми вдосконалення саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С.43-52
7. Галочкин М.И. Рынок производных ценных бумаг: регулирование и развитие в России : автореферат на соиск. науч. степени канд. экон. наук. по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит / Галочкин Михаил Иванович. – Йошкар-Ола. – 2010. – 20 с.

Макаренко, І.О. Регулювання ринку похідних фінансових інструментів України: організаційний аспект / І.О. Макаренко // Вісник Хмельницького національного університету. Серія Економічні науки. – 2011. – № 5. – Т. 2. – С. 221-225.