

УДК 336.76

## ЕКОНОМІКО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ ДЕРИВАТИВІВ

**Ігор Святославович КРАВЧУК**

*к.е.н., доцент кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського національного економічного університету,  
e-mail: igskrav@gmail.com*

*Анотація. У статті згідно sensu stricto визначено зміст поняття «деривативи» як оборотних інструментів у вигляді алеаторних білатеральних контрактів на базові активи, а також запропоновані напрями вдосконалення законодавства України щодо правового визначення інструментів відновлення вартості як державних варрантів та прийняття правових актів, що визначатимуть зміст та морфологію деривативів у відповідності до європейського формального права.*

*Аннотация. В статье в соответствии с sensu stricto определено сущность понятия «деривативы» как оборотных инструментов в виде алеаторных билатеральных контрактов на базисные активы, а также предложены направления совершенствования законодательства Украины относительно правового определения инструментов восстановления стоимости как государственных варрантов и принятия правовых актов, которые будут определять сущность и морфологию деривативов в соответствии с европейским формальным правом.*

**Ключові слова:** дериватив, похідний фінансовий інструмент, базовий актив, варрант, оборотність.

**Ключевые слова:** дериватив, производный финансовый инструмент, базовый актив, оборотность.

**Постановка проблеми.** На сучасному етапі розвитку економічних відносин як на міжнародному, так і на національному рівні актуалізується питання формування комплексного правового підґрунтя здійснення операцій з фінансовими інструментами. Фінансовий ринок на протязі останніх десятиліть характеризується високим темпом впровадження фінансових інновацій, що зокрема призвело до дифузії видів фінансових інструментів, зокрема деривативів, конструкції яких в деяких випадках доволі важко ідентифікувати як певний вид фінансового інструменту і неповна урегульованість їх обігу призводить до ініціації або каталізації нестабільності на фінансових ринках. Крім того, наявні синтетичні конструкції деривативів збільшують взаємопов'язаність фінансових інституцій, що може призвести до актуалізації ефекту зараження та спричинити фінансову кризу.

Наявність зовнішніх екстерналій деривативних інструментів вимагає розробки ефективних засобів нівелювання їх негативного впливу, в тому числі на основі *expressis verbis* економіко-правової ідентифікації поняття «деривативів» як щодо їх змісту, так і обсягу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** У працях Г. Райнера [6], Є. Іванової [2], М. Лемонньєр [12] на високому науковому рівні розкрито правові аспекти сутності деривативів, однак їх деякі твердження не повністю узгоджуються з формальними правовими нормами щодо обігу похідних фінансових інструментів. Наприклад, Г. Райнер [6] не вважає деривативами договори з поставкою базових активів, оскільки вони не забезпечують стохастичні грошові потоки, які на його погляд є головною ознакою деривативів. Український дослідник Ю. Мица [4] наводить дискусійні твердження щодо віднесення ф'ючерсів до цінних паперів. Крім того, вітчизняне законодавство містить суперечливі норми, зокрема щодо державних деривативів.

Критичний аналіз цих праць, а також європейського та вітчизняного профільного права, дозволить окреслити основні ознаки деривативів та запропонувати напрями вдосконалення їх економіко-правового режиму в Україні.

**Метою статті** є визначення змісту та обсягу поняття «деривативи» для чіткої ідентифікації фінансових інструментів у якості деривативів, що створить основу для застосування стабіліза-

ційних регуляторних механізмів економічного та адміністративного характеру.

**Обґрунтування отриманих наукових результатів.** З нашого погляду, термін «деривативи» (з англ. *derivative* – похідний), або похідні фінансові інструменти слід трактувати як збірне поняття, яке *sensu lato* включає похідні цінні папери, які є емісійними інструментами, та похідні контракти, які є білатеральними договорами (*sensu stricto* похідні фінансові інструменти). Надалі у роботі буде застосовувати підхід *stricte* деривативів.

Історичні аспекти виникнення деривативів можна окреслити на підставі аналізу праці К. Park і S. Schoenfeld [13]. Перші торги ф'ючерсами відбувалися ще в 1730 році в період Едо (1600-1867) у Японії. У цей час феодали створювали склади для зберігання та продажу рису, яким їм сплачували земельний податок. Першою організованою біржою був Рисовий Ринок Доджма (Dojima Rice Market), який заснували феодали для свого захисту від цінових флуктуацій між врожайми. У 1848 році в США започатковано сучасні біржі товарних ф'ючерсів та опціонів створенням Чиказької торгової біржі (Chicago Board of Trade, CBOT). CBOT заснувала група з 82 чоловік, які репрезентували широкі бізнес-інтереси, для полегшення торгівлі зерном. Це відбувалося лише до 1865 року, однак на CBOT було розроблено стандартизовані договори, які назвали ф'ючерсними контрактами, та створено маржинальну систему для елімінування ризиків покупців та продавців. Фінансові ф'ючерси та опціони вперше котувалися в 1970-х рр., коли колапс Бреттон-Вудської системи призвів до безпрецедентного зростання волатильності фінансових ринків.

Наступний розвиток ринку деривативів стимулював фінансові інновації, які призвели до урізноманітнення видів похідних інструментів, і на даний час доволі важко у певних випадках визначити чітку різницю між цінними паперами та деривативами, що підтверджується зокрема і в документах ЄС [11]. Український дослідник Ю. Мица вважає, що деякі види деривативів є похідними цінними паперами, зокрема опціони та ф'ючерси. Він визначає похідні цінні папери як особливу юридичну конструкцію, яка еволюціонувала на ґрунті цивільно-правового договору, але згодом втратила договірний характер через напластування невластивих класичному договору ознак – особливого типу строковості й стандартизації умов, спеціальних гарантій виконання, знеособлення, особливої ролі органі-

заційного елемента, що мало наслідком надання їй правового режиму цінних паперів [4, с. 5]. З його точкою зору можна погодитися лише щодо варрантів як похідних цінних паперів, які є емісійним інструментом щодо права купівлі цінних паперів. Щодо решти тверджень, то його підхід суперечить правовим визначенням деривативів у європейській практиці та інших країн світу, а також результатам наукових досліджень [2; 6; 12], де чітко аргументується, що деривативи є договорами.

Усі *stricte* деривативні інструменти об'єднує їх договірна правова основа, однак їх видові характеристики є різними. Згідно Г. Райнера в залежності від типу договору деривативи подіються на просту купівлю на строк (прямі строкові угоди), підвидами якої є позабіржовий «форвард» і біржовий «ф'ючерс», на свопи і на опціони [6, с. 1-2]. Є. Іванова вважає деривативи угодами на різницю, які є алеаторними [2, с. 32]. Ризиковий (алеаторний) договір – орієнтована на вдачу, збіг обставин, випадок тощо угода, в якій загальний розмір чи можливість самого існування зустрічного надання на момент укладення невідомий, що поставлено в залежність від включеного до юридичних умов цього правочину випадкового юридичного факту (дія або подія) і може викликати негативний (програші, збитки, шкода), позитивний (виграш, вигода, прибуток) або нульовий економічний результат [3, с. 240]. Визначення алеаторного договору *expressis verbis* відповідає економіко-правовій сутності деривативів.

Прості угоди купівлі на строк (ф'ючерси, форварди) відображають двостороннє зобов'язання покупця купити, а продавця продати певний актив (базовий актив) у майбутньому. Угоди своп передбачають двостороннє зобов'язання про періодичний обмін платежами (умовними сумами) у майбутньому. На думку D. Krzywdy їх можна розглядати як серію форвардних контрактів [10, с. 29]. Угоди своп стали результатом розвитку кредитного договору з умовою про попереднє депонування грошових коштів (back-to-back) і паралельної позики (parallel loans) [2, с. 148].

Двосторонність зобов'язань у договорах ф'ючерсів, форвардів та своп (які можна об'єднати поняттям «тверді угоди» або «угоди форвардного типу») свідчить про симетричність ризиків, тобто відбувається так звана «гра з нульовою сумою» – сума прибутків однієї сторони договору є збитками для іншої сторони.

Опціонні договори є несиметричними щодо ризику угодами, тобто одна сторона (покупець)

має право купити або продати базовий актив у майбутньому, сплачуючи за це право незначну премію, а продавець зобов'язаний виконати умови угоди при пред'явленні вимоги покупцем. Несиметричність проявляється через обмеження втрат покупця опціонною премією, і необмеженими ймовірними втратами продавця в опціонному контракті. Є. Іванова визначає опціони як договори купівлі майнового права [2, с. 56].

Г. Райнер [6, с. 14-15] описує можливість різної кількості договорів у залежності від того, чи опціон є розрахунковим (один договір), чи передбачає поставку базового активу (один або два договори). У другому випадку опціон може бути одним договором купівлі-продажу базового активу або міни, який відрізняється від твердої угоди тим, що стає дійсним лише в момент пред'явлення опціону до виконання (теорія єдиного договору) або опціон на поставку є сукупністю двох договорів – одного синалагматичного договору, предметом якого є купівля-продаж права, і при реалізації даного опціонного права – другого договору власне купівлі-продажу або міни. У практиці реалізується теорія єдиного договору.

Деривативи на регульованому ринку (біржах) є стандартизованими договорами, а на позабіржовому ринку (*over-the-counter*) можуть мати індивідуальний характер, однак основні елементи в більшості стандартизовані на основі модельного договору (*master agreement*), запропонованого ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*).

Крім того, Г. Райнер визначає стохастичність грошових потоків як головну ознаку деривативів, проте на наш погляд ознаками, які чітко ідентифікують цю групу фінансових інструментів, є нерозривна єдність таких ознак як договірна основа, наявність базового активу та оборотність.

Таким чином, деривативи є алеаторними договірними інструментами на базові активи, які здійснюють обіг на ринку, і це відрізняє їх від цінних паперів, які є емісійними інструментами. Згідно документу IOSCO [9, с. 2] емітентом деривативів є ринок.

Оборотність, як головна ознака всіх ринкових фінансових інструментів (відображено в ISA2010) [14], для деривативів визначається наявністю кореляції з базовим активом, можливістю у будь-який час встановити ціну деривативу та закрити деривативний контракт на основі укладення протилежної угоди.

Використовуючи підхід Європейської Комісії можна визначити типи і класи деривативів, що

становитиме обсяг поняття похідного фінансового інструмента.

У директиві MiFID II [8] визначено одинадцять пунктів щодо груп фінансових інструментів і вісім груп відносяться до деривативів (ідентифікуються на підставі таких ознак як базові активи, розрахункові чи поставочні, можливість обігу на регульованому ринку тощо).

Згідно розпорядження ЄС EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) [15] клас похідних інструментів означає підбір інструментів, які мають спільні засадничі характеристичні риси і включають як мінімум зв'язок з базовими активами, вид базових активів та валюту, в якій визначено референційну суму. Розпорядження ЄС [16] визначає такі класи деривативів як товарні, кредитні, валютні, на акції, на процентну ставку та інші.

Тип деривативу ідентифікується на підставі головних відмінних рис договорів щодо права чи зобов'язання купівлі (продажу), обміну базовими активами тощо. Основними типами деривативів згідно розпорядження ЄС [16] є контракти курсових різниць (*contract for difference, CFD*), строкові контракти на процентну ставку (*forward rate agreement, FRA*), строкові контракти типу форвард, строкові контракти типу ф'ючерс, опціони, свопи та інші.

В Україні у цивільному законодавстві впроваджено групу похідних цінних паперів, механізм розміщення та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів [7]. Однак на відміну від інших груп цінних паперів, у профільному законі «Про цінні папери та фондовий ринок» (2006) не визначено чіткого переліку видів похідних цінних паперів. Дана група є елементом *sensu lato* деривативів, а дефініція і види *stricto* деривативів (своп, опціон, форвардний контракт та ф'ючерсний контракт) розкрито у податковому законодавстві.

У зв'язку з проведенням реструктуризації державних запозичень України та зобов'язанням випустити інструмент відновлення вартості (*Value Recovery Instrument – VRI*) у 2015 році у Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (Закон) введено поняття «дериватив», однак впроваджені правові норми містять цілий ряд суперечностей, що тільки ускладнює існуюче фрагментарне економіко-правове забезпечення обігу похідних фінансових інструментів. Зокрема, у статті 2 Закону [1] встановлено, що фон-

довий ринок відображає правовідносини щодо цінних паперів і похідних (деривативів), тобто відокремлюючи ці поняття. Однак, у статті 15-1 визначено, що державний дериватив – це цінний папір, тобто є складовим елементом обсягу поняття «цінний папір», що суперечить ст. 2.

Крім того, визначення державних деривативів як цінних паперів суперечить існуючому правовому режиму деривативів згідно Податкового кодексу, де є закритий перелік (*numerus clausus*) деривативів, і всі вони є договорами на відміну від цінних паперів.

На наш погляд, у питанні правового визначення державних деривативів необхідно здійснити зміни у законодавстві, виходячи зі змісту цих інструментів. Державний дериватив визначено як цінний папір, що розміщується державою на міжнародних фондових ринках і підтверджує зобов'язання України відповідно до умов розміщення цього цінного папера здійснити виплати власнику цього цінного папера в разі досягнення певних показників валового внутрішнього продукту України, а також здійснити інші виплати [1]. Дана дефініція дозволяє чітко ідентифікувати ці фінансові інструменти як похідні цінні папери (на основі ознаки емісійності), що входять до складу *sensu lato* деривативів. Підтвердженням їх ідентифікації як похідних цінних паперів є їх компатильність із однією з груп цінних паперів визначених згідно директиви MiFID II [8]: цінні папери, які дають право придбання або продажу будь-яких оборотних цінних паперів, або призводять до грошових розрахунків щодо оборотних цінних паперів, валют, процентних ставок або дохідностей, товарів або інших індексів чи показників. Дану групу цінних паперів у законодавстві окремих країн ЄС визначають як похідні права, зокрема у Польщі [17].

Станом на жовтень 2015 року розроблено проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо ринків похідних фінансових інструментів (деривативів)), який ще не опубліковано у вільному доступі. Однак, зважаючи, що за основу було взято проект Закону «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)», опублікований на сайті Міністерства економічного розвитку і торгівлі (МЕРТ) у червні 2013 року, перспективи розвитку правового режиму деривативів можна проаналізувати на основі доступного проекту.

Проект МЕРТ визначає сутність та види деривативів на основі *stricte* підходу, а тому необхідні правові зміни щодо визначення в українському

законодавстві VRI як похідних цінних паперів, а не деривативів, які *expressis verbis* у проекті закону окреслено як договори.

На основі міжнародної практики вид цінних паперів, який визначено в Україні як державний дериватив, можна описати терміном «варрант». Для здійснення правової регламентації варранту можна скористатися досвідом Польщі. Так, згідно Кодексу про торговельні товариства (*Kodeks spółek handlowych*) перебачено випуск варрантів на підписку (*warranty subskrypcyjne*), які дають право їх власнику на отримання акцій нового випуску компанії-емітента. На Варшавській фондовій біржі здійснюють також обіг опціонні варранти (дефініції яких не має у законодавстві Польщі), які є цінними паперами, що дають право на купівлю базового активу (не тільки акцій нового випуску емітента). Опціонний варрант є фінансовим інструментом, ціна якого та розрахунки за ним залежать від вартості базового активу, яким можуть бути цінні папери, індекси, процентні ставки та інші показники. На нашу думку, VRI можна віднести до опціонних варрантів, оскільки VRI передбачають виплати в залежності від темпів росту ВВП (економічний показник). Однак, назва «опціонний варрант» є дискусійною, оскільки і варрант на підписку з економічної точки зору має ознаки опціону, даючи *право* на купівлю акцій нового випуску емітента в майбутньому.

У проекті закону про деривативи (варіант МЕРТ) передбачено віднести до похідних цінних паперів зокрема «фондові варранти», що відповідає польському поняттю «варрантів на підписку», а також «опціонні сертифікати», які подібні до «опціонних варрантів» згідно польського досвіду. Пропонуємо при прийнятті змін до законодавства щодо похідних цінних паперів в Україні об'єднати фондові варранти та опціонні сертифікати в один вид похідних цінних паперів – «варранти» (розширивши зміст даного інструмента), а також замінити термін «державний дериватив» на «державний варрант».

Крім того, проектом закону в редакції МЕРТ до похідних цінних паперів віднесено кредитні ноти, які виникають у результаті сек'юритизації. Для забезпечення компатильності українського права з нормативно-правовими документами ЄС пропонуємо ввести поняття «структурні фінансові інструменти (продукти)», які відобразать окрему групу цінних паперів, які створені в результаті сек'юритизації, у тому числі кредитні ноти, цінні папери, забезпечені активами (ABS)



та інші. Обсяг поняття (морфологія) *stricte* деривативів згідно проекту МЕРТ також у певній мірі суперечить європейському підходу, а тому враховуючи вектор розвитку України на адаптацію права ЄС у відповідності з прийнятими зобов'язаннями згідно угоди про асоціацію з ЄС

доцільно здійснити визначення типів та класів деривативів у відповідності з класифікацією у нормативно-правових документах ЄС (рис. 1). Наприклад, поняття «вид» в проекті українського закону відповідає поняттю «тип» в європейському праві.

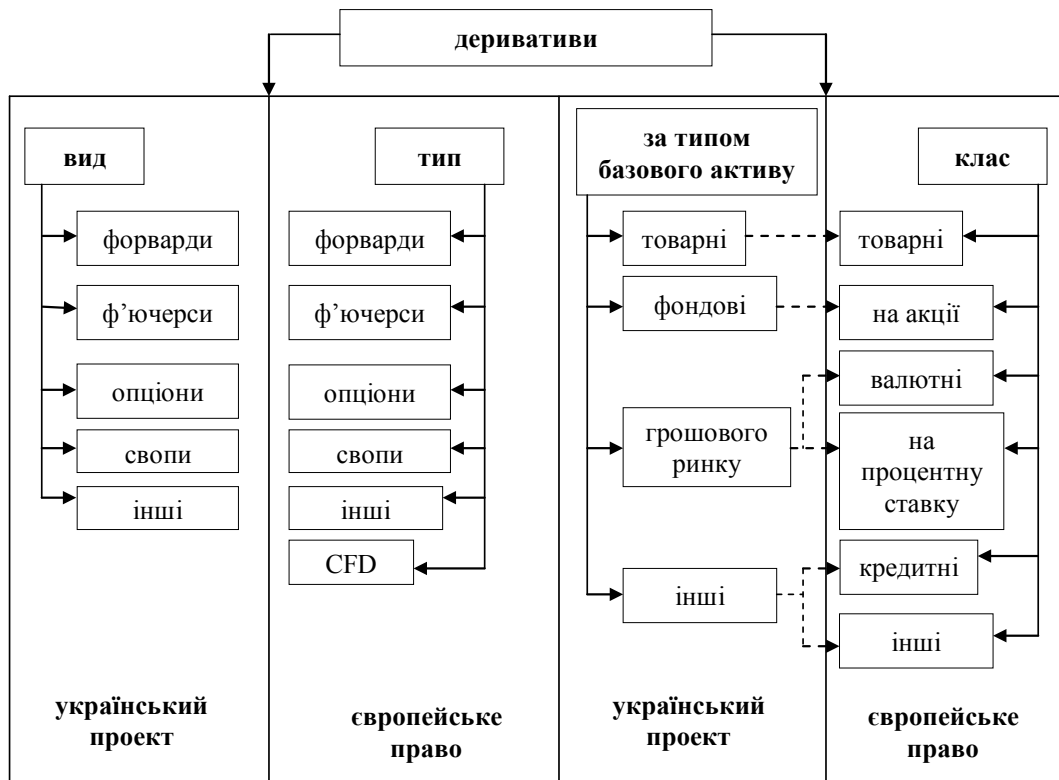


Рис. 1. Порівняльна морфологія деривативів згідно європейського права та проекту закону України (варіант МЕРТ)

**Висновки.** Проведене дослідження дозволяє визначити деривативи як збірне поняття, яке *sensu lato* включає похідні цінні папери, які є емісійними інструментами, та похідні контракти, які є білатеральними договорами (*sensu stricto* похідні фінансові інструменти). Спільною ознакою похідних цінних паперів та *stricte* деривативів є наявність базового активу, який має вплив на формування ціни за *sensu lato* деривативів.

Для забезпечення обігу деривативів в Україні пропонується вдосконалити існуючу систему їх правового регулювання, зокрема щодо зміни правового статусу інструменту відновлення вартості (VRI) з державного деривативу на державний варіант, ввести поняття структурних фінансових продуктів для інструментів сек'юритизації, а також прийняти профільне законодавство щодо деривативів, враховуючи їх морфологію згідно європейського права.

Список використаних джерел:

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-I  
 2. Иванова Е.В. Правовая квалификация деривативов: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.01

/ Е. Иванова; Государственный университет – Высша Школа Экономики. – М., 2006. – 196 с.  
 3. Кузьмич О. Правова природа та місце алеаторних договорів у системі цивільно-правових

зобов'язань / О. Кузьмич // Актуальні питання державотворення в Україні: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції. – К., 2013. – С. 239-240.

4. Мица Ю. Правова природа похідних цінних паперів: автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Ю. Мица; Національна юридична академія України імені Ярослава Мудрого. – Х., 2006. – 20 с.

5. Податковий кодекс України від 02 грудня 2010 року № 2755-VI.

6. Райнер Г. Деривативы и право / Г. Райнер. – М.: Волтерс Клувер, 2005. – 496 с.

7. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV.

8. Директива Парламенту Європейського і Ради 2014/65/UE в справі ринків інструментів фінансових oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (MiFID II).

9. IOSCO. Report on the International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, 1996.

10. Krzywda D. Istota i klasyfikacja instrumentów finansowych / D. Krzywda // Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie. – 2005. – № 674. – S. 15-31.

11. Legal Certainty Group. Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, 2008.

12. Lemonnier M. Europejskie modele instrumentów finansowych / M. Lemonnier. – Warszawa: LEX a Wolters Kluwer business, 2011. – 426 s.

13. Park K. The Pacific Rim Futures and Options Markets / K. Park, S. Schoenfeld. – Chicago: Probus Pub, 1992.

14. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej.

15. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady NR 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji

16. Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) nr 1247/2012 ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i częstotliwości dokonywania zgłoszeń dotyczących transakcji do repozytoriów transakcji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego.

17. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.