

Анастасія Петрук

аспірант кафедри фінансів і кредиту,
Державний університет «Житомирська політехніка»
Житомир, Україна
nastyapetruk@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-5648-656X

УДОСКОНАЛЕННЯ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ

Анотація. За останні десятиліття використання деривативів як інструментів хеджування ризиків набуло більших масштабів через посилення їх ролі на світових фінансових ринках. Ринок похідних фінансових інструментів виконує ряд функцій, притаманних тільки йому: хеджування, стимуляційну, інформування щодо майбутньої зміни ціни та забезпечення ліквідності базових активів. Діяльність банківських установ як найбільших учасників ринку деривативів піддається негативному впливу великої кількості зовнішніх загроз, які, трансформуючись в ризики, знижують рівень їх фінансової стійкості. Український ринок є неефективним та нетранспарентним, що викликає ризик асиметрії інформації, шахрайства, моральний ризик, використання інсайдерської інформації та підсилює системні ризики, що викликано фактичною відсутністю нормативно-правової бази та ефективних правил функціонування ринку ПФІ, недосконалістю інфраструктури та слабким регулюванням ринку деривативів. Управління індивідуальними ризиками комерційних банків операцій з похідними фінансовими інструментами доцільно здійснювати на рівні ризик-менеджменту відповідної установи. Однак, враховуючи ймовірність настання макроекономічних шоків подій, необхідно мінімізувати вплив таких ризиків шляхом удосконалення макроекономічного регулювання ринку ПФІ та його учасників.

Підвищення рівня транспарентності, ліквідності та ефективності українського ринку деривативів, а також гарантування безпеки його учасників можливо через вибір відповідної моделі державного регулювання та створення державою необхідних умов для належного виконання ринком його функцій. Порівняння моделей державного регулювання ринку ПФІ за можливостями зниження впливу зовнішніх загроз вказує на необхідність переходу до моделі перехресного регулювання в Україні. Незважаючи на впровадження реформ, розроблених на основі законодавства Європейського Союзу, результати дослідження правового регулювання українського ринку деривативів вказують на його фрагментарність і недосконалість. Враховуючи цей факт, у статті викладено пропозиції щодо удосконалення регулювання ринку похідних фінансових інструментів в Україні на основі законодавства Європейського Союзу.

Ключові слова: похідні фінансові інструменти, деривативи, транспарентність, макроекономічне регулювання, регулювання ринків капіталу, системний ризик

Формул: 0, рис.: 1, табл.: 3, бібл.: 45
JEL класифікація: G14, G18, G21, G28

Anastasiia Petruk

PhD student, Department of Finance and Crediting
Zhytomyr Polytechnic State University
Zhytomyr, Ukraine
nastyapetruk@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-5648-656X

PROPOSALS FOR IMPROVING UKRAINIAN DERIVATIVES MARKET REGULATION

Abstract. Over the past decades, the use of derivatives as risk hedging instruments has grown in scope due to the strengthening of their role in global financial markets. The market of derivative financial instruments performs a number of functions inherent only to it: hedging, stimulating, informing about future price changes and ensuring the liquidity of the underlying assets. The activity of banking institutions as the largest participants in the derivatives market is exposed to the negative influence of a large number of external threats, which, transforming into risks, reduce the level of their financial stability. The Ukrainian market is inefficient and non-transparent, which causes the risk of information asymmetry, fraud, moral hazard, the use of private information and increases systemic risks – all of these problems are caused by the lack of an effective legal framework and rules for the functioning of the derivatives market, imperfect infrastructure and weak state regulation. It is expedient to manage the individual risks of commercial banks in operations with derivative financial instruments at the level of risk management of the relevant institution. However, considering the probability of macroeconomic shock events, it is necessary to minimize the impact of such risks by improving the macroeconomic regulation of the derivatives market and its participants.

Increasing the level of transparency, liquidity and efficiency of the Ukrainian derivatives market, as well as guaranteeing the safety of its participants, is possible due to the implementation of an appropriate state regulation model and the necessary conditions for the proper performance of its functions by the market. Comparative analysis of the state regulation models by the possibilities of reducing the impact of external threats indicates the need to use a cross-regulation model in Ukraine. Despite the introduction of the reforms developed on the basis of the European legislation, the study of the legal regulation of the Ukrainian derivatives market indicate its fragmentation and imperfection. Owing to this fact, the article presents proposals for improving the regulation of the derivative financial instruments market in Ukraine based on the legislation of the European Union.

Keywords: derivative financial instruments, derivatives, transparency, macroeconomic regulation, regulation of capital markets, systemic risk

Formulas: 0, fig.: 1, tabl.: 3, bibl.: 39

JEL Classification: G14, G18, G21, G28

Вступ. Деривативи є ефективним засобом, який використовується для розвитку ринків капіталу, незалежно від того, чи призначені вони для хеджування ризиків, у спекулятивних цілях чи для підвищення ефективності функціонування ринків. Їх доступність є стимулом для інвестиційної діяльності, підвищення рівня пропозиції та попиту, а також для захисту активів підвищеного ступеня вразливості в умовах волатильності ринкової кон'юнктури. В результаті нарощування масштабів діяльності, що стимулюється застосуванням деривативів, ринки капіталу отримують можливість надавати суб'єктам господарювання додаткові джерела залучення коштів, таким чином, сприяючи підвищенню показників економічного зростання та забезпеченню більшої стійкості фінансового сектора.

Вітчизняний ринок похідних фінансових інструментів характеризується низкою проблем та не виконує дві свої найважливіші функції – хеджування ризиків та залучення інвестицій в економіку України. Український ринок деривативів можна описати як неефективний та нетранспарентний, що викликає ризик асиметрії інформації, шахрайства, моральний ризик, використання інсайдерської інформації та підсилює системні ризики, а також впливає на фінансову стійкість комерційних банків як найбільших учасників ринку. Наявність зазначених проблем та ризиків викликана фактичною відсутністю нормативно-правової бази та ефективних правил функціонування ринку ПФІ, недосконалістю інфраструктури та слабким регулюванням ринку деривативів, що й не дозволяє сформуватися адекватному інформаційно-аналітичному середовищу.

Аналіз досліджень та постановка завдання. Дослідженням стану та проблем функціонування світового та українського ринків похідних фінансових інструментів займалися багато вітчизняних та закордонних науковців [Bergh, Ketchen, Orlandi, Heugens, Boyd 2019; Huchet, Fam 2016; Mixon, Onur, Riggs 2018; Novak, Osadcha, Petruk 2019; Oliinyk, Burdenko, Volynets, Yatsenko 2019; Petruk 2020; Riggs, Onur, Reiffen, Zhu 2020]. Однак, питання пошуку дієвих інструментів регулювання ринку деривативів та діяльності його учасників для нівелювання негативного впливу зовнішніх загроз та недопущення реалізації ризиків, залишається актуальним.

Метою статті є виявлення основних зовнішніх загроз, які трансформуються в індивідуальні ризики для комерційного банку як учасника ринку похідних фінансових інструментів, а також шляхів їх усунення. Надання рекомендацій щодо удосконалення нормативно-правової бази, що стосується функціонування ринку ПФІ в Україні, а також діяльності його учасників на основі закордонної практики.

Завдяки інформаційній функції забезпечується ефективність ринку ПФІ, яка дозволяє в режимі реального часу отримувати інформацію про реальні ціни (коли ціна фінансового інструменту дорівнює його справедливій вартості). Транспарентна інформація дозволяє комерційним банкам спрогнозувати та оцінити майбутні зміни ринкової вартості фінансових інструментів, дохідність від операцій з ними та доцільність їх здійснення (Рис. 1). Ефективність та транспарентність ринку ПФІ надає можливість ризик-менеджменту банку врахувати систематичний ризик при формуванні портфелів цінних паперів, а

також обрати відповідний метод управління ним [Boyarchenko 2012; Burdenko, Dudko 2016]. Однак, вітчизняний ринок ПФІ через свої незначні об'єми і наявність інсайдерської інформації є неефективним, що не дозволяє достовірно оцінити вплив зовнішніх загроз та зводить нанівець доцільність застосування деяких методів управління систематичним ризиком, вже не кажучи про системний, який взагалі практично неможливо передбачити [Li, Perez-Saiz 2018]. Також, слід враховувати, що абсолютна ефективність ринку – це ідеальний стан, який існує лише в теорії, а на практиці інвестиційний менеджмент, не завжди є раціональним та добросовісним, вбачаючи свою основну мету в отриманні надприбутків від спекулятивних операцій, а не в хеджуванні ризиків, що теж значною мірою впливає на стан ринку [Baker, Hollifield, Osambela 2016; Izhakian, Yermack 2017].



Рисунок 1 – Вплив транспарентності ринку ПФІ на прийняття рішень учасниками ринку при проведенні операцій з деривативами

Джерело: складено автором

Управління індивідуальними ризиками комерційних банків операцій з похідними фінансовими інструментами доцільно здійснювати на рівні ризик-менеджменту відповідної установи. Однак, враховуючи ймовірність настання макроекономічних шоків подій, а також значну кількість зовнішніх загроз, які виникають на світовому чи вітчизняному ринку ПФІ та економіці, а в результаті трансформуються в ризики та впливають на фінансову стійкість банківської установи, необхідно мінімізувати ймовірність впливу таких ризиків шляхом удосконалення макроекономічного регулювання ринку ПФІ та його учасників [Loon, Zhong 2016; Verona, Martins, Drumond 2017]. Підвищення рівня транспарентності, ліквідності та ефективності вітчизняного ринку ПФІ, а також гарантування безпеки його учасників можливо через вибір відповідної моделі державного регулювання та створення регуляторами необхідних умов для належного виконання ринком його функцій [Schuknecht, Siegerink 2020; Stephens, Thompson 2017].

Результати дослідження. Насьогодні до найпопулярніших моделей державного регулювання у світі належать такі: модель єдиного регулятора (мегарегулятора), за якої один орган здійснює регулювання та нагляд за банківськими та небанківськими установами (за усім фінансовим сектором); секторальна, яка передбачає розподіл функцій між декількома органами щодо нагляду за кожним з основних сегментів фінансового ринку (банківським, страховим, ринком цінних паперів) та модель перехресного регулювання, яка передбачає здійснення пруденційного нагляду одним органом, а регулювання операцій на фінансовому ринку – іншим [Vasache-Beauvalleta, Perrotb 2017; Kryvenko, Isaeva 2015]. Кожній моделі притаманні свої переваги та недоліки, а також можливість вирішення тих чи інших зовнішніх загроз для забезпечення безпеки учасників ринку (Таблиця 1). Жодну з моделей державного регулювання не можна назвати ідеальною, однак найпоширенішими є модель мегарегулятора та секторальна.

Таблиця 1 – Можливість зниження ризиків операцій ПФІ, що формуються під впливом зовнішніх загроз, через вибір відповідної моделі регулювання ринку ПФІ

Можливість вирішення зовнішніх загроз для банку при здійсненні операцій з ПФІ	Модель регулювання ринку деривативів		
	Єдиного регулятора	Секторальна	Перехресна
ТЕХНОЛОГІЧНІ/МЕТОДОЛОГІЧНІ			
Модифікація технічного забезпечення ринків ПФІ; введення електронних торгових майданчиків; наявність торгових репозиторіїв	+	+/-	+

Забезпечення безпеки торгових сховищ інформації та звітності; роботи програмного забезпечення від зовнішніх кібер-атак	+	-	+
Забезпечення ефективного функціонування систем розрахунків, перерахувань; контроль за кліринговою діяльністю, роботою депозитаріїв, фондових бірж та інших установ на ринку	+	-	+/-
Запровадження зрозумілих моделей оцінки фінансових інструментів	-	-	+/-
Побудова зрозумілої для всіх системи ризик-менеджменту для операцій з ПФІ	-	-	+/-
ІНФРАСТРУКТУРНІ			
Забезпечення прозорості ринку ПФІ	-	-	+
Підвищення рівня ліквідності ринку ПФІ	+	+	+
Ефективні законодавче регулювання ринку ПФІ, нормативні вимоги та обмеження щодо операцій з ПФІ	-	-	+
Підвищенні стандарти діяльності учасників ринку ПФІ	+	-	+
Забезпечення дієвого механізму захисту учасників ринку ПФІ	-	-	+/-
Вимоги до проведення уніфікації стандартизації ПФІ	+	-	+
Вимоги реєстрації та контроль рівня фінансової стійкості центральних контрагентів, клірингових центрів, учасників ринку ПФІ	+	-	+/-

Недопущення появи монопольних переваг окремих інститутів	-	+/-	+
ПРАВОВІ			
Підвищення вимог до звітності учасників ринку	+	-	+
Забезпечення повноти нормативно-правової бази	+	-	+
КРИМІНОГЕННІ			
Розробка та впровадження дієвих заходів викривання шахрайських дій учасників ринку та адміністративної/кримінальної відповідальності за правопорушення	-	-	+/-
Співпраця з міжнародними органами та установами з метою недопущення злочинних дій у сфері фінансових послуг	+	-	+
ОРГАНІЗАЦІЙНІ			
Ефективна координація та взаємодія органів регулювання та нагляду	+	-	+
Ефективна співпраця державних органів регулювання та нагляду з саморегулювальними організаціями	+	+	+
Недопущення створення регуляторної монополії	-	+	+
Розробка ефективної системи реагування та зниження дії ризиків у випадку форс-мажорів	-	-	+

Джерело: складено автором

В Україні діяла секторальна модель регулювання ринку деривативів, однак через ряд недоліків, а саме: недосконалість правової бази, складнощі при оцінці ризиків фінансових інструментів, низьку координацію та взаємодію між органами регулювання та нагляду, фрагментарність нормативної бази,

дана модель довела свою неефективність. Проведений аналіз можливостей вирішення зовнішніх загроз для банку при здійсненні операцій з ПФІ при застосуванні різних моделей державного регулювання доводить, що перехресна модель є найбільш доцільною (Таблиця 1). З 2020 року НБУ став регулятором не тільки банківського сектору, а й ринків небанківських послуг, однак повноваження щодо регулювання ринку цінних паперів залишається за НКЦПФР – це рішення фактично є першим кроком до наближення діючої моделі регулювання до перехресної, що є позитивною тенденцією щодо вирішення існуючих проблем функціонування ринку ПФІ в Україні та дозволить врахувати такі вимоги при новому регулюванні:

- посилить співпрацю регуляторів та учасників ринку;
- забезпечить єдині стандарти та процедури нагляду, контролю та прозорості, що дозволить знизити рівень системних ризиків, які виникають через моральний ризик та асиметрію інформації на ринку ПФІ;
- здійснення ефективного контролю за ризик-менеджментом та методиками оцінки деривативів учасників ринку (особливо банківських установ);
- підвищення рівня прозорості ринку ПФІ через впровадження підвищених вимог щодо звітування учасниками ринку та розкриття інформації, а також забезпечення безперешкодного доступу органів регулювання та нагляду до необхідних даних щодо операцій з деривативами;
- стандартизація деривативних контрактів, уніфікація, розробка супровідної документації за міжнародними стандартами, удосконалення інфраструктури та ІТ-технологій;
- недопущення монополії окремих органів регулювання чи нагляду;
- контроль за розкриттям інформації щодо операцій з ПФІ у звітності (враховуючи неможливість достовірної оцінки гнучких ПФІ та позабалансового обліку) [Hairston, Brooks 2019].

Завдяки прийняттю Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» був закладений фундамент, що повинен запустити український ринок ПФІ. Однак, нормативно-правові акти, розроблені на основі законодавства ЄС, не враховують низку питань та інструментів регулювання, особливо не дозволяють зменшити рівень ризиків, пов'язаних з позабіржовими деривативами, що залишає проблему фрагментарності нормативної бази невирішеною [Закон України Про ринок капіталів та організовані товарні ринки]. Тим паче, що перехід до більшості положень нового регулювання мають довготривалий перехідний період.

Торгівля позабіржовими деривативами проводиться за межами регульованих бірж, що часто є причиною катастрофічних наслідків для комерційних банків, адже коли ціни рухаються в негативному для учасників ринку напрямку, то через надмірне кредитне плече уникнути величезних втрат практично неможливо [Petruk, Stadniichuk 2020]. Тому окрім готовності системи ризик-менеджменту банку до шоків подій та реалізації системного ризику через дотримання вимог виконання нормативів НБУ щодо достатності капіталу, ліквідності та лімітів ризиків окремих активних операцій банку, необхідно впроваджувати дієві макропруденційні положення функціонування самого ринку ПФІ та превентивні інструменти зменшення ризиків та поглинання втрат у випадку

їх реалізації [Babenko, Nazarenko, Nazarenko, Mandych 2018; Bakoush, Gerding, Wolfe 2019; Berger, Bouwman 2013; Driouchi, So, Trigeorgis 2020; Borochin, Yang 2017; Köhl 2017; Lanets 2016; Radova, Garkyscha 2018]. Таким чином, існуюче законодавство потребує доповнення та розробки додаткових положень для зниження рівня наявних загроз та ризиків ринку ПФІ (Таблиця 2).

Таблиця 2 – Ризики банку, що трансформуються із зовнішніх загроз, які виникають на ринку похідних фінансових інструментів, а також можливі шляхи зменшення їх впливу шляхом удосконалення регулювання ринку

№ з/п	Ризик, що формується на ринку ПФІ	Шляхи нівелювання/ зменшення дії ризику	Назва нормативних актів, які необхідно удосконалити
1.	Кредитний ризик – ризик невиконання зобов'язань контрагентом	Проведення операцій через Центрального контрагента (в т.ч. й позабіржових), вимоги до маржі та забезпечення, пруденційні вимоги до Центрального контрагента	Закон «Про ринок капіталів та організовані товарні ринки»; Положення про клірингову діяльність; Положення про підтримання ліквідності центрального контрагента
2.	Ризик ліквідності		
3.	Ризик банкрутства контрагента	Ліквідаційний неттінг	Закон «Про ринок капіталів та організовані товарні ринки»; Положення про клірингову діяльність
4.	Системний ризик, моральний ризик, асиметрія інформації	Проведення операцій через Центрального контрагента (в тому числі й позабіржових), вимоги до маржі та забезпечення, вимоги до капіталу учасників ринку, пруденційні вимоги до Центрального контрагента, вимоги до звітності; стандартизація ПФІ; додаткові вимоги до учасників клірингу, які домовились про операційну сумісність	Закон «Про регулювання ринку капіталів та організовані товарні ринки»; Положення про клірингову діяльність; Положення про підтримання ліквідності центрального контрагента; Положення щодо пруденційних нормативів
5.	Операційний ризик, ризик розрахунків, кібератаки, ризик витоку інформації	Удосконалення депозитарної системи; стандартизація ПФІ; торгівля через електронні торгові майданчики; удосконалення системи захисту даних	Закон України «Про ринок капіталів та організовані товарні ринки»; Закон України «Про депозитарну систему України»

6.	Недостатній рівень транспарентності; інформаційний ризик	Підвищені вимоги до звітності учасників ринку; детальна звітність щодо позабіржових ПФІ до торгового репозиторію; розробка законодавства, що регулює діяльність торгових репозиторіїв; торгівля через електронні торгові майданчики; уніфікація та стандартизація ПФІ	Розробка положення/ нормативних актів, що містять правила регулювання діяльності торгових репозиторіїв, а також затвердити процедуру подання інформації щодо операцій з деривативами до торгового репозиторію та правила розкриття такої інформації торговим репозиторієм
7.	Ризик шахрайства	Запровадження системи викривачів шахрайських дій; дієва система покарання, штрафні санкції.	Закон «Про регулювання ринку капіталів та організовані товарні ринки»
8.	Ризик інсайдерської інформації		
9.	Ризик монополії певних регулюючих органів; установ на ринку ПФІ	Впровадження перехресної моделі регулювання ринку ПФІ; передбачене законодавством необмежена кількість центральних контрагентів	Закон «Про регулювання ринку капіталів та організовані товарні ринки»; Положення про клірингову діяльність
10.	Проциклічність	Ризик-орієнтовані маржинальні вимоги	Положення про клірингову діяльність

Джерело: складено автором

Низка реформ щодо цінних паперів та деривативних контрактів, яка здійснювалася за рекомендаціями Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), а також Міжнародної асоціації свопів і деривативів (ISDA), призначена для спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів. До переліку важливих нововведень, покликаних зменшити ризики українського ринку ПФІ, належать такі:

- уточнено поняття «деривативні цінні папери» та «деривативні контракти», надано суттєвий перелік їх видів та визначення понять, а також наділення НКЦПФР повноваженням розширювати їх класифікацію за потреби;
- введено поняття «ліквідаційного неттінгу», яке полягає у визначенні вартості кожної деривативної операції, припиненні деривативної операції та зарахуванні зустрічних однорідних вимог між сторонами, під час якого сума вартостей, яка підлягає сплаті одній стороні, зараховується проти суми вартостей, яка підлягає сплаті іншій стороні. Визначено, що ліквідаційний неттінг повинен бути передбачений Генеральною угодою або правилами клірингу, прийнятих центральним контрагентом;
- встановлено правила визнання недійсними деривативних контрактів, що були укладені неплатоспроможними учасниками ринку;

- визначено процедуру забезпечення виконання зобов'язань за деривативами (маржа та забезпечення);
- введено нові правила звітування та клірингу ПФІ;
- встановлено вимоги щодо створення торгових репозиторіїв, які будуть забезпечувати централізовану базу даних та зберігати інформацію щодо операцій з позабіржовими деривативами, що повинно підвищити прозорість ринку для можливості державних органів належним чином виконувати свої функції регулювання та нагляду, а також дозволить запобігати зловживанням на ринку деривативів;
- стандартизація даних торгового репозиторію для полегшення виконання контрольних-наглядових функцій за ідентифікаторами юридичних осіб, базових активів/показників та операцій;
- адаптація стандартної європейської документації деривативів для України на базі Генеральної угоди ISDA;
- запровадження значних штрафних санкцій за невиконання вимоги щодо звітування про проведення операцій з позабіржовими деривативами;
- кліринг за позабіржовими деривативами залишається необов'язковим, хоча НКЦПФР залишає за собою право на змінення вимог щодо цього питання [Закон України Про ринок капіталів та організовані товарні ринки].

Однак, слід зазначити, що вищезазначені положення є всього лише певним початком та базисом для подальшого розвитку та удосконалення регулювання ринку деривативів в Україні. Адже, на сьогодні українське законодавство не охоплює повною мірою усі необхідні процеси та питання щодо проведення операцій з ПФІ учасниками ринку. Враховуючи цей факт, актуальним є проведення подальшого розвитку правового регулювання ринку та підвищення складності української законодавчої бази, шляхом більш повної імплементації законодавчих актів ЄС, зокрема, MiFID II, MiFIR, EMIR та CSDR (Таблиця 3).

Висновки. Захист від ризиків, банківська безпеки та фінансова стійкість на мікро рівні повинні забезпечуватися безпосередньо самими банківськими установами як саморегулюючими учасниками ринку деривативів, проте, на практиці це виявляється не зовсім так. Використовуючи інструменти регулювання ринку ПФІ, регулюючі органи не тільки ведуть боротьбу з порушеннями правил діяльності банківських установ, але й забезпечують виконання завдань макроекономічної політики, серед яких провідне місце належить недопущенню зниження рівня фінансової стабільності, поширення системного ризику та готовність до поглинання негативних наслідків світових фінансових криз. Саме макропруденційні інструменти регулювання ринку є найбільш ефективними при дії макроекономічних шоків та є дієвим антикризовим засобом. Для банківських установ сам ринок похідних фінансових інструментів є джерелом зовнішніх ризиків, які внутрішній системі ризик-менеджменту практично неможливо передбачити і знизити у випадку реалізації макроекономічної шокової події та дії системного ризику. Особливо ризикованою є діяльність банків на позабіржовому ринку ПФІ, якому притаманний високий рівень ризику через відсутність дієвих механізмів регулювання та забезпечення безпеки контрагентів, тому актуальним є проведення подальшого розвитку правового регулювання даного сегменту ринку шляхом імплементації законодавчих актів ЄС.

Таблиця 3 – Пропозиції щодо удосконалення регулювання ринку похідних фінансових інструментів в Україні на основі законодавства Європейського Союзу та США

Основні питання регулювання ринку ПФІ	Чинне законодавство та рекомендації ЄС та США	Чинне законодавство України	Запропоновані зміни
Авторизація/ реєстрація/ ліцензування Центрального контрагента (ЦК)	Відповідно до статті 14. EMIR Центральный контрагент, що створений поза межами країни, де діє відповідне законодавство ЄС, для надання клірингових послуг повинен відповідати ряду вимог та бути визначений ESMA. EMIR дозволяє функціонувати одночасно необмеженій кількості Центрального контрагентів для уникнення монополії на ринку.	Відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» фондові біржі можуть здійснювати клірингову діяльність на підставі отриманої від НКЦПФР ліцензії, НБУ більше не буде здійснювати кліринг та діяльність ЦК має бути відокремлена від банківської. Фактично Розрахунковий центр є єдиною установою, яка має ліцензію на провадження клірингової діяльності.	Для недопущення монополії з надання клірингових послуг необхідно в усіх нормативно-правових актах замінити назву Розрахунковий центр на Центральный контрагент.
Обґрунтування моделі нетінг/клірингу	Законодавство не забороняє і не обмежує вибір моделі нетінгу, а також не вимагає використання певної затвердженої моделі.	Наразі фондові біржі мають право здійснювати розрахунки та надавати послуги з клірингу для операцій з деривативами, що проводяться на них. Кліринговий центр, який фактично є ЦК-монополістом, не має ліцензії щодо клірингу деривативів та здійснює кліринг цінних паперів за умови 100% попереднього депонування та резервування коштів і цінних паперів.	Необхідно залишити вимогу щодо 100% депонування коштів тільки для фінансових інструментів, що є неліквідними, а також додати відповідні пункти до Закону «Про ринки капіталу», що будуть надавати право НКЦПФР оцінювати та на цій основі розподіляти фінансові інструменти, які підпадають під відповідну модель нетінгу. На основі такого законодавчо закріпленого розподілу дозволити кліринговим установам відносити ПФІ до тієї чи іншої моделі.
Ризик-менеджмент (кредитний, операційний, системний ризики; ризик ліквідності)	1. Кредитний ризик за кожним учасником ринку, що проходить через центрального кліринг, Центральный контрагент оцінює у режимі близькому до реального часу. Відповідно до статті 40 EMIR ЦК повинен бути забезпечений безперешкодним доступом до даних про ціноутворення з метою ефективного аналізу та оцінки ризиків. ЦК має право самостійно розробляти моделі для встановлення потрібного рівня маржі та відрахувань до гарантійного фонду з учасників операцій з ПФІ для покриття своїх ризиків. 2. Окрім пруденційних нормативів та вимог до розкриття інформації, EMIR містить обов'язкову вимогу до проходження стрес-тестування центральними контрагентами з метою запобігання банкрутства системно важливої установи та недопущення підвищення рівня системного ризику. За результатами стрес-тестування встановлюються відповідні пруденційні вимоги.	НКФРЦП як регулятор встановлює пруденційні вимоги до центрального контрагента, а саме до: – розміру регулятивного капіталу; – коефіцієнту покриття зобов'язань учасників клірингу (не більше 1); – коефіцієнт фінансової стійкості (не більше 0,5); – коефіцієнт загальної ліквідності (не менше 1); – коефіцієнт абсолютної ліквідності (не менше 0,2); – вимоги до розкриття інформації.	Положення щодо пруденційних нормативів необхідно доповнити більш детальними вимогами щодо наступних питань: – оцінка кредитного ризику учасників клірингу, які мають домовленість про операційну сумісність, а також ризику ліквідності центрального контрагента повинні проводитись у режимі близькому до реального часу; – детально визначені моделі та умови розрахунку маржі та забезпечення; – запровадити стрес-тестування для ЦК з метою зниження ймовірності реалізації системного ризику.

<p>Маржа та забезпечення</p>	<p>Стаття 41 EMIR передбачає відповідальність ЦК за ефективність вибору та використання моделей для визначення маржинальних вимог, що повною мірою повинні враховувати кредитний ризик за інструментами, що проходять через кліринг. Компетентний орган повинен затвердити обрані Центральним контрагентом моделі. ЦК здійснюють перерозподіл варіаційної маржі для врахування поточних ризиків щодня, в середині дня та додатково в певних випадках.</p>	<p>З метою ефективного управління ризиками необхідно доповнити Закон «Про ринки капіталу» більш детальними та додатковими правилами щодо маржі та гарантійного фонду, такими як:</p> <ul style="list-style-type: none"> – ЦК повинен забезпечити повний процес розрахунку, встановлення та стягнення відповідного розміру маржі, який може забезпечити покриття ризиків за позиціями (у тому числі всередині дня); – необхідно постійно проводити аналіз ринку та переглядати необхідний розмір маржі відповідно до мінливої ситуації на ринку; – ЦК повинен створити гарантійний фонд, який має бути попередньо профінансовано, з метою поглинання збитків, що не покриває маржа, а також який принаймні дозволить ЦК при реалізації шокової події та складних ринкових умовах виконати зобов'язання після дефолту його найбільших учасників клірингу; – мінімальний розмір внесків до гарантійного фонду повинен бути закріплений ЦК та відповідати розміру вищезгаданих ризиків відповідної клірингової установи.
<p>1. Поняття операційної сумісності 2. Системний ризик, що виникає при домовленості про операційну сумісність учасників клірингу</p>	<p>1. Відповідно до статті 54 EMIR, компетентні органи повинні надавати дозвіл на домовленість про операційну сумісність Центральних контрагентів. Дозвіл надається за умови, що відповідні ЦК отримали ліцензію на надання клірингових послуг не менше ніж на 3 роки та якщо технічні умови їх діяльності не перешкоджають ефективному функціонуванню ринку цінних паперів. 2. Усі витрати, пов'язані зі збільшенням рівня або реалізацією ризиків, несе ЦК, який є ініціатором домовленості. 3. Основними рекомендаціями Банку міжнародних розрахунків щодо зниження ймовірності реалізації системного ризику, пов'язаного з операційною сумісністю центральних контрагентів та інших учасників клірингу є такі:</p> <ul style="list-style-type: none"> – мінімальний рівень маржі, який один центральний контрагент повинен забезпечити іншому центральному контрагенту (так звана inter-CCP margin); – роздільний облік inter-CCP margin, початкової та варіаційної маржі; – джерелами формування inter-CCP margin є додаткова маржа понад мінімум та колективний гарантійний фонд; – облік у стрес-тесті inter-CCP margin та позицій учасників клірингу на інших торгових майданчиках. 	<p>Питання операційної сумісності не розглядається в діючих законах та положеннях. Для врахування усіх можливих ризиків та ситуацій у Законі України «Про ринки капіталу» повинно бути включено поняття «операційна сумісність» (домовленість між декількома Центральними контрагентами, що дозволяє проводити операції між системами, тобто це надання можливості учасникам клірингу одного Центрального контрагента проводити операції з ПФ) з учасниками клірингу іншого Центрального контрагента, з яким існує домовленість про операційну сумісність), а також певні правила використання такої домовленості, а саме:</p> <ul style="list-style-type: none"> – домовленість про операційну сумісність ЦК повинна відбуватися на основі дозволу НКЦПФР за погодженням з НБУ; – при операційній сумісності з іншим Центральним контрагентом, для здійснення діяльності на торговому майданчику необхідно забезпечити доступ ЦК до інформації, яка є обов'язковою для надання своїх послуг на цьому конкретному торговому майданчику, однак тільки за умови, що ЦК має ефективну систему захисту даних та захисту від операційних ризиків; – кількість ЦК, що здійснюють кліринг на одному й тому ж самому торговому майданчику, не повинна бути законодавчо обмеженою; – торговий майданчик чи ЦК може дати відмову у відповідь на запит про операційну сумісність, якщо це загрожує реалізацією ризиків; – домовленість про операційну сумісність не повинна перешкоджати ефективному функціонуванню ринків капіталу.

Звітування до репозиторіїв щодо операцій з позабіржовими деривативами для підвищення транспарентності	Стаття 9 EMIR містить зобов'язання щодо подання звітності до торгового репозиторію щодо будь-яких деривативів (укладання, зміну умов або припинення контракту) не пізніше наступного дня здійснення відповідних дій щодо деривативного контракту.	Законом України «Про ринки капіталу» передбачено вимогу щодо подання звітів до репозиторіїв щодо операцій з позабіржовими ПФІ, а також даним Законом НКЦПФР набуває повноважень визначати яку саме інформацію і в якій формі необхідно буде подавати, а також якими контрагентами та щодо яких видів контрактів.	Необхідно створити відповідну законодавчу базу, яка визначатиме порядок подання інформації щодо операцій з позабіржовими деривативами, затверджені форми звітності, які саме дані подаються, строки звітування, якими контрагентами (фінансовими чи нефінансовими установами) подаються звіти, а також штрафні санкції за порушення умов та порядку звітування.
Ризик шахрайства та використання інсайдерської інформації	В рамках закону Закону Додда-Френка було розроблено програму нагороди викривачів порушень та шахрайства, пов'язаних з операціями з цінними паперами та деривативами. Комісія з цінних паперів та бірж США розробила програму заохочення викривачів для стимулювання повідомлення про порушення федерального законодавства. Умови програми передбачають забезпечення можливості анонімного повідомлення щодо порушень, допомоги в подальшому працевлаштуванні та грошову винагороду у розмірі від 10 % до 30 % від сплати штрафних санкцій, стягнутих у судовому порядку з порушників законодавства.	Відповідно до Закону «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» НКЦПФР може застосовувати заходи впливу у вигляді штрафних санкцій. При накладанні штрафу на банківські установи, НКЦПФР повинна повідомити про це НБУ у триденний термін.	За прикладом законодавства США можна розробити аналог програми нагороди викривачів порушень та шахрайства, що стимулюватиме учасників ринку та працівників установ, що проводять операції з ПФІ, викривати недобросовісну діяльність. Законом «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» необхідно передбачити умови та порядок функціонування даної програми.
Операційний ризик, кібератаки, ризик витоку інформації	Стаття 79 EMIR передбачає, що повинна проводитися оцінка операційних ризиків торговим репозиторієм, бути розроблена ним ефективна система контролю, а також шляхи мінімізації дії операційних ризиків. Для досягнення цієї мети торговий депозитарій зобов'язаний розробити політику безперервності своєї діяльності та план відновлення, що забезпечить його функціонування, а також дозволить своєчасно відновити виконання зобов'язань. На торговий репозиторій покладатиметься обов'язок щодо збереження отриманої інформації, забезпечення конфіденційності та її захисту. Інформація зберігається 10 років після завершення відповідних деривативних контрактів. Торговий репозиторій розкриває дані, отримані в комерційних цілях, тільки за згодою контрагентів.	Питання не зазначено в Законі «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».	Закон «Про ринки капіталу» необхідно доповнити відповідною вимогою про забезпечення торговим репозиторієм захисту інформації та розробити відповідну систему ідентифікації, мінімізації операційних ризиків та шляхів відновлення своєї діяльності. Від торгового репозиторію також Законом повинно вимагатися забезпечення конфіденційності та заборона зловживання даними, а також зазначені відповідні штрафні санкції та покарання за порушення таких зобов'язань. НКЦПФР повинна розробити Положення про діяльність торгового репозиторію та встановити період зберігання відповідної інформації після припинення дії контрактів та порядок розкриття інформації торговим репозиторієм.

Джерело: складено автором на основі [Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; European market infrastructure regulation (EMIR); Gharami, Glasserman 2017; Guidelines and recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements; Principles for financial market infrastructures; Recommendations for Central Counterparties; Закон України Про регулювання ринку капіталів та організовані товарні ринки; Закон України Про ринок капіталів та організовані товарні ринки; Положення про клірингову діяльність; Положення про підтримання ліквідності центрального контрагента; Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками].

Висновки. Захист від ризиків, банківська безпеки та фінансова стійкість на мікро рівні повинні забезпечуватися безпосередньо самими банківськими установами як саморегулюючими учасниками ринку деривативів, проте, на практиці це виявляється незовсім так. Використовуючи інструменти регулювання ринку ПФІ, регулюючі органи не тільки ведуть боротьбу з порушеннями правил діяльності банківських установ, але й забезпечують виконання завдань макроекономічної політики, серед яких провідне місце належить недопущенню зниження рівня фінансової стабільності, поширення системного ризику та готовності до поглинання негативних наслідків світових фінансових криз. Саме макропруденційні інструменти регулювання ринку є найбільш ефективними при дії макроекономічних шоків та є дієвим антикризовим засобом. Для банківських установ сам ринок похідних фінансових інструментів є джерелом зовнішніх ризиків, які внутрішній системі ризик-менеджменту практично неможливо передбачити і знизити у випадку реалізації макроекономічної шокової події та дії системного ризику. Особливо ризикованою є діяльність банків на позабіржовому ринку ПФІ, якому притаманний високий рівень ризику через відсутність дієвих механізмів регулювання та забезпечення безпеки контрагентів, тому актуальним є проведення подальшого розвитку правового регулювання даного сегменту ринку шляхом імплементації законодавчих актів ЄС.

References

- Babenko, V., Nazarenko, O., Nazarenko, I., & Mandych, O. (2018). Aspects of program control over technological innovations with consideration of risks. *Eastern-European Journal of Enterprise Technologies*, 3/4 (93), 6-14. DOI: 10.15587/1729-4061.2018.133603
- Bacache-Beauvalleta, M., & Perrotb, A. (2017). Economic Regulation: Which Sectors to Regulate and How? *Notes du conseil d'analyse économique*, 44(8), 1-12. Retrieved 26.12.2020 from <https://www.cairn-int.info/journal-notes-du-conseil-d-analyse-economique-2017-8-page-1.htm>
- Baker, S.D., Hollifield, B., & Osambela, E. (2016). Disagreement, speculation, and aggregate investment. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 210-225. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.014>.
- Bakoush, M., Gerding, E.H., & Wolfe, S. (2019). Margin requirements and systemic liquidity risk. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 58, 78-95. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.09.007>.
- Berger, A.N., & Bouwman, C.H.S. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 146-176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.008>.
- Bergh, D. D., Ketchen Jr, D. J., Orlandi, I., Heugens, P. P., & Boyd, B. K. (2019). Information asymmetry in management research: Past accomplishments and future opportunities. *Journal of management*, 45(1), 122-158.
- Borochin, P., & Yang, J. (2017). Options, equity risks, and the value of capital structure adjustments. *Journal of Corporate Finance*, 42, 150-178. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.010>.

- Boyarchenko, N. (2012). Ambiguity shifts and the 2007-2008 financial crisis. *Journal of Monetary Economics*, 59(5), 493-507. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.04.002>.
- Burdenko, I., & Dudko, V. (2016). Modeling of the influence of transparency of the derivatives market on financial depth. *Risk governance & control: financial markets & institutions*, 6(3), 52-59. DOI:10.22495/RCGV6I3ART8
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Retrieved 26.12.2020 from <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>
- Driouchi, T., So, R.H.Y., & Trigeorgis, L. (2020). Investor ambiguity, systemic banking risk and economic activity: The case of too-big-to-fail. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101549. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101549>.
- European market infrastructure regulation (EMIR). Retrieved 26.12.2020 from https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/derivatives-emir_en
- Ghamami, S., & Glasserman, P. (2017). Does OTC derivatives reform incentivize central clearing? *Journal of Financial Intermediation*, 32, 76-87. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.05.007>.
- Guidelines and recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements. Retrieved 26.12.2020 from <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-and-recommendations-establishing-consistent-efficient-and-effective-assessments>
- Hairston, S.A., & Brooks, M.R. (2019). Derivative accounting and financial reporting quality: A review of the literature. *Advances in Accounting*, 44, 81-94, <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.10.003>.
- Huchet, N., & Fam, P.G. (2016). The role of speculation in international futures markets on commodity prices. *Research in International Business and Finance*, 37, 49-65. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.034>.
- Izhakian, Ye., & Yermack, D. (2017). Risk, ambiguity, and the exercise of employee stock options. *Journal of Financial Economics*, 124(1), 65-85. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.006>.
- Kryvenko, L., & Isaeva, O. (2015). Feasibility of the financial market mega-regulator model implementing in Ukraine. *Economic Annals-XXI*, 3-4(2), 33-36. <http://ea21journal.world/index.php/ea-v150-08/>
- Kühl, M. (2017). Bank capital, the state contingency of banks' assets and its role for the transmission of shocks. *Journal of Macroeconomics*, 54, 260-284, <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2017.02.006>.
- Lanets, S. (2016). Financial stability of banks in times of crisis. *Baltic Journal of Economic Studies*, 1(1), 122-125. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2015-1-1-122-125>
- Li, F., & Perez-Saiz, H. (2018). Measuring systemic risk across financial market infrastructures. *Journal of Financial Stability*, 34, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.08.003>.
- Loon, Y.C., & Zhong, Z.K. (2016). Does Dodd-Frank affect OTC transaction costs and liquidity? Evidence from real-time CDS trade reports. *Journal of Financial Economics*, 119, (3), 645-672. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.019>.

- Mixon, S., Onur, E., & Riggs, L. (2018). Integrating swaps and futures: A new direction for commodity research. *Journal of Commodity Markets*, 10, 3-21. <https://doi.org/10.1016/j.jcomm.2017.06.001>.
- Melnychenko, O. (2021). The Energy of Finance in Refining of Medical Surge Capacity. *Energies*, 14, 210. <https://doi.org/10.3390/en14010210>
- Melnychenko, O. (2021). Energy Losses Due to Imperfect Payment Infrastructure and Payment Instruments. *Energies*, 14, 8213. <https://doi.org/10.3390/en14248213>
- Novak, O., Osadcha, T., & Petruk, O. (2019). Concept and classification of derivative financial instruments as a methodological precision on their regulation in the financial services market. *Baltic Journal of Economic Studies*, 5(3), 135-144. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2019-5-3-135-144>
- Novak, O., Melnychenko, O., & Oliinyk, O. (2021). Improving the regulation of the derivatives market as an objective prerequisite for sustainable development of the global financial system. *E3S Web of Conferences*, 307, 1-12. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202130702002>
- Oliinyk, V., Burdenko, I., Volynets, O., & Yatsenko, V. (2019). Organized Derivatives Market and Economical Growth: Relationship and Impact. *Periodicals of Engineering and Natural Sciences*, 7(2), 806-817. Available online at: <http://pen.ius.edu.ba>
- Osadcha, T. & Melnychenko, O. (2021). Payment transactions' energy efficiency. *European Cooperation*, 2(50), 18-39. <https://doi.org/10.32070/ec.v2i50.114>
- Osadcha, T., Melnychenko, O. & Spodin, S. (2021). Money circulation in conditions of energy fever. *European Cooperation*, 3(51), 7-33. <https://doi.org/10.32070/ec.v3i51.117>
- Petruk, A. (2020). Risk regulation of banking activities with derivative financial instruments: a comparative aspect. *European Cooperation*, 1(45), 39-50.
- Petruk, A., & Stadniichuk, R. (2020). Credit derivatives in banking: benefits and threats. *European Cooperation*, 3(47), 7-16. <https://doi.org/10.32070/ec.v3i47.85>
- Principles for financial market infrastructures*. Retrieved 26.12.2020 from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- Radova, N.V., & Garkyscha, Y.O. (2018). Methods and Instruments of Credit Risk Management in Banks. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*, 3(26), 64-71. DOI: <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v3i26.143866>
- Recommendations for Central Counterparties*. Retrieved 26.12.2020 from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf>
- Riggs, L., Onur, E., Reiffen, D., & Zhu, H. (2020). Swap trading after Dodd-Frank: Evidence from index CDS. *Journal of Financial Economics*, 137(3), 857-886. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.03.008>.
- Schuknecht, L., & Siegerink, V. (2020). The political economy of the G20 agenda on financial regulation. *European Journal of Political Economy*, 65, 101941. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2020.101941>.
- Shkodina, I., Melnychenko, O., & Babenko, M. (2020). Quantitative easing policy and its impact on the global economy. *Financial And Credit Activity-problems Of Theory And Practice*, 2, 513-521. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v2i33.207223>

- Stephens, E., & Thompson, J.R. (2017). Information asymmetry and risk transfer markets. *Journal of Financial Intermediation*, 32, 88-99. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.05.003>.
- Verona, F., Martins, M.F., & Drumond, I. (2017). Financial shocks, financial stability, and optimal Taylor rules. *Journal of Macroeconomics*, 54, 187-207. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2017.04.004>.
- Закон України Про регулювання ринку капіталів та організовані товарні ринки. Retrieved 10.08.2021 from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/ed20210701#Text>
- Закон України Про ринок капіталів та організовані товарні ринки. Retrieved 20.08.2021 from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20210805#Text>
- Положення про клірингову діяльність. Retrieved 10.08.2021 from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0562-13/ed20200204?lang=uk#Text>
- Положення про підтримання ліквідності центрального контрагента. Retrieved 10.08.2021 from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0069500-21#Text>
- Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками. Retrieved 10.08.2021 from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15#n20>

Received: 27.08.2021

Accepted: 26.09.2021

Published: 01.10.2021