

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ «ОДЕСЬКА ЮРИДИЧНА АКАДЕМІЯ»

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ «ОДЕСЬКА ЮРИДИЧНА АКАДЕМІЯ»

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

ЦУНЯК ІРИНА ГЕННАДІЇВНА

347.74:336.764.2(477)

ДИСЕРТАЦІЯ
ФОРВАРДНІ КОНТРАКТИ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ
УКРАЇНИ
081 – Право

Подається на здобуття ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ І.Г. Цуняк

Науковий керівник:

Глиняна Катерина Михайлівна

кандидат юридичних наук, доцент

Одеса – 2023

АНОТАЦІЯ

Цуняк І.Г. Форвардні контракти за цивільним законодавством України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 081 – Право. – Національний університет «Одеська юридична академія», Одеса, 2022.

Дисертація є першим у вітчизняній науці цивільного права комплексним дослідженням, в якому запропоновані загальнотеоретичні положення щодо правової природи форвардного контракту з урахуванням його економічної та правової мети, стану нормативної правової бази, а також судової практики.

У межах дослідження сконцентровано увагу на питаннях аналізу концептуальних засад правового регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України, визначені характеристики деривативних фінансових інструментів в Україні, надане визначення поняття та видів деривативних контрактів за цивільним законодавством України, поняття та видів форвардного контракту та його місця в системі договірного права України, надані характеристики структурних елементів форвардного контракту, визначений порядок укладення, виконання та припинення форвардного контракту, розглянуті особливості укладення та виконання форвардних смарт-контрактів.

У дослідженні встановлено, що в Україні ринок деривативних фінансових інструментів тривалий час перебуває у стадії формування, що викликано такими основними проблемами як відсутність спеціального законодавчого акту у сфері обігу деривативів, низький рівень систематизованості й узгодженості норм права, що регламентують використання деривативів в Україні, низькі обсяги торгівлі на внутрішньому ринку, низький рівень диверсифікації національного фондового ринку, який надає дуже обмежений вибір деривативних фінансових інструментів, тривала невизначеність системи державного регулювання відносин на ринку цінних паперів, недостатній рівень розвитку відповідної інфраструктури

організованих фінансових ринків, високий ступінь кастомізації умов контрактів на нерегульованому ринку, низька ліквідність та висока ризиковість виконання зобов'язань за деривативами, відсутність зрозумілих механізмів клірингу та неттінгу.

У дослідженні охарактеризовані деривативні фінансові інструменти, якими є деривативні цінні папери та деривативні контракти, призначені впливати на ціну базового активу або певну подію з фіксуванням цінової зміни або події за відсутності, переважно, реального обміну товарами. Прикладами деривативних контрактів є ф'ючерси, форварди, опціони та свопи, які можна поєднувати один з одним для створення гібридних інструментів. До деривативних цінних паперів на сьогодні закон відносить опціонні сертифікати, фондові варанти, кредитні ноти, депозитарні розписки та державні деривативи.

У дослідженні визначено підстави розмежування деривативних фінансових інструментів та деривативних нефінансових інструментів, якими є: 1) вимога укладення деривативу через інвестиційну фірму, крім випадків, коли обидві сторони деривативного контракту є кваліфікованими інвесторами; 2) базовий актив; 3) торгівельний майданчик та 4) спосіб виконання зобов'язань.

Зроблено спробу надання рекомендацій щодо можливих змін та доповнень чинного цивільного законодавства щодо деривативних фінансових інструментів. Зокрема, сформульовано позицію, що необхідності доповнення в ч.4 ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» класифікації деривативних контрактів за типом базового активу кредитними деривативними контрактами, базовим активом яких є кредитні події (дефолт, прострочення платежів або реструктуризація боржника в рамках процедури банкрутства).

Внесено пропозицію доповнити ч.1 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» такими видами кредитних деривативів, які, згідно з рекомендаціями Базельського комітету з питань

банківського нагляду при Банку міжнародних розрахунків (Базель II), визнаються інструментами пом'якшення ризиків – кредитно-дефолтне боргове зобов'язання та своє повне повернення.

У дослідженні сформульоване авторське визначення деривативних фінансових інструментів, якими є деривативні цінні папери та деривативні контракти, призначені впливати на ціну базового активу або певну подію з фіксуванням цінової зміни або події за відсутності переважно реального обміну товарами. Також у результаті проведеного дослідження запропоноване визначення форвардного договору із деталізацією його ознак та істотних умов, а саме: за форвардним контрактом виникають зустрічні зобов'язання сторін у певний термін щодо сплати грошових коштів у розмірі позитивної різниці між початковим (погодженим при укладанні договору) та остаточним (що сформувався на день виконання) показником базового активу.

Визначено, що на даному етапі розвитку фінансового ринку та в цілому економіки України, впровадження нових фінансових інструментів для подолання негативних та несприятливих явищ в економіці відбувається за умов їх фрагментарного, вузькоспеціалізованого правового регулювання, відсутності чіткого, єдиного термінологічного підґрунтя.

Як свідчить практика, нормативне визначення ознак деривативних контрактів у ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» не можна вважати ефективним регулюванням відносин на ринку деривативів, оскільки практика ринку змінюється швидше за законодавство. Тому, найбільше значення для стабільності фінансових ринків має не державне регулювання, а ділова практика та звичаї ділового обороту. Зазначеним пояснюється відсутність можливості відмови від виконання зобов'язання за деривативами на світовому фінансовому ринку.

Сформульовано висновок, що визначення та подальше застосування поняття «дефолт» до деривативних контрактів потребує доопрацювання ст.113 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», в якій під дефолтом розуміється лише дефолт за облігаціями, а також встановлено, що

додаткові наслідки настання дефолту можуть бути передбачені лише проспектом емісії. Отже, в законодавстві України міститься прогалина в частині визначення поняття «дефолт» як підстави припинення зобов'язань, що виникають із інших цінних паперів та деривативних фінансових інструментів.

Аналіз законодавства у сфері регулювання ринку капіталу дозволив зробити висновок, що умова ч.12 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» щодо вчинення правочинів за участю або посередництвом інвестиційної фірми не відповідає приписам ст. 627 ЦК України, відповідно до якої сторони є вільними в укладенні договору, виборі контрагента та визначенні умов договору з урахуванням вимог ЦК України, інших актів цивільного законодавства, звичаїв ділового обороту, вимог розумності та справедливості. Укладення фінансових деривативних контрактів лише за участю або посередництвом інвестиційної фірми унеможлиблює проведення дрібних правочинів з фінансовими інструментами, у вчиненні яких інвестиційні фірми можуть бути не зацікавлені, що, у свою чергу, обмежує права власників відповідних фінансових інструментів на вільну участь у договірних відносинах.

Аргументовано внесення змін у тексті Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» шляхом заміни терміна «інвестиційна фірма» в усіх відмінках і числах на термін «юридична особа, яка здійснює інвестиційну діяльність».

У дослідженні розглядаються теоретичні та практичні аспекти укладання, зміни та припинення форвардних контрактів, включаючи їхню роль у розвитку ринку товарів та послуг, а також управління ризиками для учасників форвардних відносин.

Визначено, що форвардний контракт як дериватив вирізняється від інших цивільно-правових договорів спеціальними вимогами до стандартної форми форвардного контракту, відсутністю можливості вносити зміни до форвардного контракту за виключенням випадку, коли в самому контракті сторони передбачили неможливість внесення відповідних змін.

Встановлено, що об'єктом форвардного договору є дія щодо виплати грошової суми однією стороною на користь іншої сторони зобов'язання, яка залежить від зміни ціни чи значення базового активу на ринку його обігу і є різницею між ціною (значенням), погодженої сторонами на дату укладання контракту, та ціною (значенням), що склалася на ринку базового активу на дату виконання договору.

Запропоновано встановити законодавчу заборону на укладання форвардного контракту за участі фізичних та юридичних осіб, які не мають статусу спеціалізованих фінансових установ, без участі клірингової організації як гаранта своєчасного виконання зобов'язань за форвардним контрактом та реєстратора форвардних контрактів.

З'ясовано, що до деривативних контрактів слід відносити лише розрахунковий форвард (без поставки реального активу), який є умовним та алеаторним контрактом одночасно, оскільки за цим контрактом момент виникнення прав і обов'язків або перехід права власності на актив залежить від настання чи ненастання певної події, передбачити яку сторони не могли на момент укладення форварду.

Аргументовано, що закріплення в законодавстві вичерпного переліку усіх видів деривативів і, зокрема, форвардних контрактів, не є доцільним, оскільки нові види деривативів виникають майже щодня. Вже існуючі конструкції деривативів поєднуються та видозмінюються у складному процесі фінансового інжинірингу (структуровані деривативи). Структуровані деривативи – це просто поєднання спотових, опціонних, ф'ючерсних або інших фінансових позицій. Інвестування у структуровані деривативні інструменти надає інвестору можливість брати участь у використанні різних класів базових активів зі створенням конкретної інвестиційної стратегії. Однак не усі структуровані деривативи дозволяється використовувати, оскільки визнання певного фінансового інструменту, не передбаченого ч.1 ст.33 Закону України Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»,

деривативом віднесено до компетенції Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Визначено, що у форвардному смарт-контракті обов'язково має бути передбачено право будь-якої сторони призупинити його автоматичне виконання. У такому випадку, смарт-контракт, як додаткова угода до основного тексту контракту припиняє свою дію, а сторони в подальшому керуються положеннями контракту, викладеними природною мовою. Право сторін на припинення смарт-контракту не повинне обмежуватися випадком невиконання зобов'язань, а має бути поширене також на випадки виникнення технічних помилок, зокрема, у роботі блок-чейну, які підлягають виправленню.

За підсумками аналізу правової природи форвардного контракту визначено його характерні ознаки. Так, форвард виник і сформувався у зв'язку зі строковим характером договірних зобов'язань, яке він обслуговує. Визнання форварду фінансовим інструментом відбулося внаслідок наявності в цього контракту похідного характеру (ціна форварду залежить від змін ціни на базовий актив). Визначальною рисою, яка дозволяє відмежовувати форвард від суміжних видів договорів, є його алеаторність, тобто сторони можуть лише прогнозувати зміну ціни за цим контрактом, однак ринкова ціна на момент укладення контракту сторонам невідома.

Встановлено, що специфікацію форвардного контракту становлять: кількість активу, базова ціна (товару, активу або індекс), місцезнаходження (якщо передбачається доставка), дата контракту, дата платежу або розрахунків, форвардний період (період між датами укладання контракту та датою розрахунків), ціна поставки.

У роботі сформульована наукова позиція, відповідно до якої контракт, умови якого передбачають укладання договору купівлі-продажу майнових прав з фіксацією ціни на момент укладання після того, як настає строк виконання за цим контрактом, слід кваліфікувати як попередній договір, а не деривативний контракт.

У роботі також проводиться аналіз рішень судів, які стосуються форвардних контрактів, а також визначені проблеми та недоліки в правовому регулюванні цих контрактів за цивільним законодавством України. Дисертація також містить рекомендації щодо удосконалення законодавства та практики застосування форвардних контрактів у цивільному праві України.

Ключові слова: деривативні фінансові інструменти, ринок деривативних фінансових інструментів, деривативні контракти, форвардний контракт, форвардний смарт-контракт, базовий актив, форвардна ціна, форвардний курс, ціна поставки, ф'ючерсний контракт, опціон, хеджування, спекуляція, ліквідність, маржа, левередж, системний ризик, валютні обмеження, договір, сторони договору, форс-мажорні обставини.

SUMMARY

Tsuniak I.G. Forward Contracts under the Civil Legislation of Ukraine.

– Qualification scientific work, manuscript copyright.

Thesis for a Ph.D. degree in specialty 081 – Law. – National University “Odesa Law Academy”, Odesa, 2022.

The dissertation represents the first comprehensive study in the field of civil law in the domestic legal science, in which general theoretical provisions are proposed regarding the legal nature of a forward contract, taking into account its economic and legal purpose, the state of the regulatory legal framework, as well as judicial practice.

Within the scope of the research, attention is focused on analyzing the conceptual principles of the legal regulation of the market of derivative financial instruments under the legislation of Ukraine. Characteristics of derivative financial instruments in Ukraine are identified. Definitions of the concept and types of derivative contracts under the civil legislation of Ukraine are provided. The concept and types of forward contracts and their place within the framework of contractual law in Ukraine are determined. Characteristics of the structural elements of a forward contract are provided. The procedure for signing, performing, and terminating a forward contract is specified. The peculiarities of signing and executing forward smart contracts are discussed.

The study has determined that in Ukraine, the market for derivative financial instruments has been in the process of formation for an extended period. This is primarily due to several key issues, such as the absence of specialized legislative acts governing the circulation of derivatives, a low level of systematization and coherence in legal norms regulating the use of derivatives in Ukraine, low trading volumes in the domestic market, limited diversification in the national stock market, providing a very limited selection of derivative financial instruments, the prolonged uncertainty in the system of state regulation of securities market relationships, insufficient development of the corresponding infrastructure for organized financial markets, a high degree of customization in contract terms on the unregulated market,

low liquidity, and high risk in fulfilling obligations related to derivatives, as well as the absence of clear clearing and netting mechanisms.

The study characterizes derivative financial instruments, which include derivative securities and derivative contracts designed to influence the price of an underlying asset or a specific event by fixing a price change or event in the absence of, predominantly, actual goods exchange. Examples of derivative contracts include futures, forwards, options, and swaps, which can be combined to create hybrid instruments. As for derivative securities, the law currently encompasses option certificates, stock warrants, credit notes, depositary receipts, and government derivatives.

The study identifies the criteria for distinguishing between derivative financial instruments and derivative non-financial instruments, which include: the requirement to enter into a derivative through an investment firm, except when both parties to the derivative contract are qualified investors, the underlying asset, the trading platform and the method of fulfilling obligations.

An attempt has been made to provide recommendations for future changes and additions to the existing civil legislation regarding derivative financial instruments. In particular, a position has been formulated that there is a need to amend paragraph 4 of Article 31 of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets" for the classification of derivative contracts by the type of underlying asset, including credit derivative contracts whose underlying asset is credit events (default, payment defaults, or debtor restructuring within the framework of bankruptcy proceedings).

A proposal has been made to amend paragraph 1 of Article 33 of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets" to include credit derivatives that, in accordance with the recommendations of the Basel Committee on Banking Supervision at the Bank for International Settlements (Basel II), are recognized as risk mitigation instruments. These credit derivatives include credit default swaps and total return swaps.

In the study, the author provides an original definition of derivative financial instruments, which include derivative securities and derivative contracts designed to impact the price of an underlying asset or a specific event by fixing a price change or event in the absence of primarily real goods exchange. Additionally, as a result of the conducted research, a definition of a forward contract is proposed with a detailed explanation of its characteristics and essential conditions. Specifically, a forward contract gives rise to reciprocal obligations of the parties within a specified period for the payment of monetary funds in the amount of the positive difference between the initial (as agreed at the conclusion of the contract) and the final (as determined on the day of performance) indicator of the underlying asset.

It is noted that at the current stage of financial market development, and in the overall economy of Ukraine, the introduction of new financial instruments to address negative and adverse economic phenomena occurs under fragmented, narrowly specialized legal regulation and the absence of a clear, unified terminological framework.

As practice demonstrates, the normative definition of the characteristics of derivative contracts in Article 31 of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets" cannot be considered effective regulation of derivatives market relationships because market practices change faster than legislation. Therefore, the stability of financial markets is more influenced by business practices and customs rather than state regulation. This explains the inability to refuse the fulfillment of obligations under derivatives in the global financial market.

It is concluded that the definition and further application of the concept of "default" to derivative contracts require refinement in Article 113 of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets," in which default is currently understood only concerning bonds. Additionally, it is established that additional consequences of a default can only be stipulated in the issuance prospectus. Therefore, there is a gap in Ukrainian legislation in terms of defining the

concept of "default" as a basis for the termination of obligations arising from other securities and derivative financial instruments.

An analysis of the legislation in the field of capital market regulation has led to the conclusion that the content of paragraph 12 of Article 36 of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets" concerning the execution of transactions with the participation or through the intermediation of an investment firm does not correspond to the provisions of Article 627 of the Civil Code of Ukraine. According to Article 627, parties are free to conclude contracts, choose their counterparties, and determine the contract terms under the requirements of the Civil Code of Ukraine, other acts of civil legislation, business customs, and the principles of reasonableness and fairness. The requirement to execute financial derivative contracts only with the participation or through the intermediation of an investment firm prevents the completion of minor transactions with financial instruments, in which investment firms may not be interested. This, in turn, restricts the rights of owners of relevant financial instruments to freely participate in contractual relationships.

It is argued that changes should be made to the text of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets" by replacing the term "investment firm" in all cases and numbers with the term "legal entity engaged in investment activities."

The research examines the theoretical and practical aspects of signing, modifying, and terminating forward contracts, including their role in the development of the market for goods and services, as well as risk management for participants in forward relationships. It is determined that a forward contract, as a derivative, is distinguished from other civil contracts by specific requirements for the standard form of the forward contract and the inability to make changes to the forward contract, except in cases where the parties themselves have stipulated the impossibility of making such changes within the contract.

It has been established that the subject of a forward contract is an action regarding the payment of a monetary amount by one party to the benefit of the other

party, which depends on the change in the price or value of the underlying asset in the market of its circulation. It is the difference between the price (value) agreed upon by the parties on the contract date and the price (value) that has occurred in the market of the underlying asset on the contract execution date.

It is proposed to legislatively prohibit the conclusion of a forward contract involving individuals and legal entities who do not have the status of specialized financial institutions, without the involvement of a clearing organization as a guarantor of the due performance of obligations under the forward contract and a forward contract registrar.

It has been clarified that only non-deliverable forward (NDF) should be classified as derivative contracts. These contracts are conditional and aleatory simultaneously, as the occurrence of rights and obligations or the transfer of ownership rights to the asset depends on the occurrence or non-occurrence of a certain event, which the parties could not predict at the time of signing of the forward contract.

It is argued that enshrining in legislation an exhaustive list of all types of derivatives, including forward contracts, is not practical, as new types of derivatives emerge almost daily. Existing derivative structures are combined and modified in a complex process of financial engineering (structured derivatives). Structured derivatives are simply combinations of spot, options, futures, or other financial positions. Investing in structured derivative instruments allows an investor to participate in the use of various classes of underlying assets to create a specific investment strategy. However, not all structured derivatives are allowed for use, as the recognition of a specific financial instrument not provided for in Article 33, Part 1 of the Law of Ukraine "On Capital Markets and Organized Commodity Markets" as a derivative falls under the competence of the National Commission on Securities and the Stock Market.

It is determined that in a forward smart contract, the right of any party to suspend its automatic execution must be provided. In such a case, the smart contract, as an additional agreement to the main contract text, ceases to be effective, and the

parties subsequently follow the provisions of the contract presented in natural language. The parties' right to terminate the smart contract should not be limited to cases of non-compliance with obligations but should also apply to cases of technical errors, including those in the operation of the blockchain, which require correction.

As a result of the analysis of the legal nature of a forward contract, its characteristic features have been determined. Specifically, the forward contract arose and developed in connection with the time-bound nature of the contractual obligation it serves. The recognition of the forward contract as a financial instrument occurred due to the presence of a derivative nature in this contract (the forward price depends on changes in the price of the underlying asset). The defining feature that distinguishes a forward contract from related types of agreements is its aleatory nature, meaning that the parties can only predict the change in price under this contract, but the market price at the time of contract execution is unknown to the parties.

It is established that the specification of a forward contract includes: the quantity of the asset, the underlying price (of the commodity, asset, or index), location (if delivery is provided), contract date, payment or settlement date, forward period (the period between the contract date and the settlement date), and the delivery price.

In this work, a scientific position has been formulated, according to which a contract with terms that provide for the conclusion of a contract for the sale of property rights with a fixed price at the time of conclusion after the expiration of the term of performance under this contract should be classified as a preliminary contract, not a derivative contract.

The dissertation also analyzes court decisions related to forward contracts and identifies issues and shortcomings in the legal regulation of these contracts under the civil legislation of Ukraine. The dissertation also contains recommendations for improving the legislation and the application of forward contracts in civil law in Ukraine.

Keywords: derivative financial instruments, derivatives market, derivative contracts, forward contract, forward smart contract, underlying asset, forward price, forward rate, delivery price, futures contract, option, hedging, speculation, liquidity, margin, leverage, systemic risk, currency restrictions, contract, parties to the contract, force majeure.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧКИ

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

1. Цуняк І.Г. Правове регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України. *Юридичний науковий електронний журнал*. № 9. 2022. С. 648-652. URL: http://www.lsej.org.ua/9_2022/160.pdf (DOI <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2022-9/160>)
2. Цуняк І.Г. Поняття та правове регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Юриспруденція*. 2023. № 63. С. 76-81. URL: <http://vestnik-pravo.mgu.od.ua/archive/juspradenc63/18.pdf> (DOI <https://doi.org/10.32841/2307-1745.2023.63.17>)
3. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Юридичний вісник*. 2023. № 4. С. 239-250. URL: http://yurvisnyk.in.ua/v4_2023/30.pdf (DOI <https://doi.org/10.32782/yuv.v4.2023.30>)
4. Цуняк І.Г. Особливості укладення та припинення форвардних смарт-контрактів. *Часопис Цивілістики*. 2023. № 49. С. 38-44. URL: <http://clj.nuoua.od.ua/archive/49/6.pdf> (DOI <https://doi.org/10.32782/chc.v049.2023.6>)

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

5. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Шерешевські читання: Проблеми цивілістики в умовах пандемії та IT*: матер. Всеукр. наук. конф. / за заг. ред. д. ю.н., проф. Є. О. Харитонова. Одеса: Фенікс, 2021. С. 69-73. <http://dspace.onua.edu.ua/handle/11300/20456>
6. Цуняк І.Г. Деривативні контракти. *Сталий розвиток суспільства та держави: сучасні виклики та перспективи розвитку*: матеріали всеукраїнської наукової конференції молодих вчених (м. Одеса, 17 грудня 2021 р.) / за ред. М. Р. Аракеляна, К. І. Спасової ; уклад. : Ю.Д.Батан, О.С.Бондарчук,

В.С.Кучерявенко. Одеса : Фенікс, 2021. С. 49-52.
<http://dspace.onua.edu.ua/handle/11300/20477>

7. Цуняк І. Г. Прогноз використання деривативів в Україні: аналіз чинного цивільного законодавства України. *Європейський вибір України, розвиток науки та національна безпека в реаліях масштабної військової агресії та глобальних викликів XXI століття» (до 25-річчя Національного університету «Одеська юридична академія» та 175-річчя Одеської школи права) : у 2 т. : матеріали Міжнар.наук.-практ. конф. (м. Одеса, 17 червня 2022 р.) / за загальною редакцією С. В. Ківалова. Одеса : Видавничий дім «Гельветика», 2022. Т. 2. С. 712-714. <https://hdl.handle.net/11300/20190>*

8. Цуняк І.Г. Валютні форварди. *Європейські орієнтири розвитку України в умовах війни та глобальних викликів XXI століття: синергія наукових, освітніх та технологічних рішень : у 2 т. : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 19 травня 2023 р.) / за загальною редакцією С. В. Ківалова. Одеса : Видавництво «Юридика», 2023. Т. 2. С. 571-574. http://dspace.onua.edu.ua/bitstream/handle/11300/25900/Ківалов_8.%20Європейські%20орієнтири%20розвитку%20%20України%20в%20умовах%20війни%20та%20глобальних...%202023%20т.%202%20%283%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y*

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ДЕРИВАТИВНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ УКРАЇНИ.....	15
1.1. Концептуальні засади функціонування ринку деривативних фінансових інструментів	15
1.2. Поняття та правове регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні	33
1.3. Поняття, види, економічна складова та функції деривативних контрактів	67
РОЗДІЛ 2. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОРВАРДНОГО КОНТРАКТУ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ УКРАЇНИ	90
2.1. Поняття, характерні ознаки форвардного контракту та його місце в системі договірних прав України	90
2.2. Характеристика основних видів форвардних контрактів.....	102
2.3. Істотні умови форвардного контракту.	113
РОЗДІЛ 3. УКЛАДАННЯ, ВИКОНАННЯ ТА ПРИПИНЕННЯ ФОРВАРДНОГО КОНТРАКТУ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ УКРАЇНИ	131
3.1. Порядок укладання та виконання форвардного контракту.....	131
3.2. Припинення форвардного контракту. Ліквідаційний нетінг.....	151
3.3. Особливості укладання та припинення форвардних смарт-контрактів	164
ВИСНОВКИ.....	174
ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:.....	180
ДОДАТКИ	207

ВСТУП

Обґрунтування вибору теми дослідження. Форвард (англ., forward) є видом деривативних контрактів, ринок яких характеризується значною гнучкістю і можливістю застосування у багатьох правових сферах (розрахункові операції, хеджування, арбітраж, спекуляція тощо).

У зв'язку з глобальною нестабільністю світової економіки, учасники ринкових відносин вимушені знаходити нові методи й ефективні інструменти для зниження фінансових ризиків. Міжнародний досвід підтверджує, що найбільш ефективним засобом мінімізації фінансових ризиків є хеджування та управління ризиками, які здійснюються через використання деривативних фінансових інструментів. Популярність деривативних фінансових інструментів у світі підкріплюється дешевим хеджуванням за рахунок кредитного плеча (англ., leverage), а також пов'язана з відсутністю транзакційних витрат, що виникають при проведенні операцій на ринку базового активу. Водночас, перенасичення ринку деривативних фінансових інструментів, складнощі в оцінці їх реальної вартості та інші фактори стають причинами значних кризових явищ в економіці.

В Україні цей ринок все ще розвивається, і багато проблем організаційного та правового характеру ще не вирішено: обсяги торгів є невеликими, а перелік видів деривативних фінансових інструментів є обмеженим. Проте, навіть наявність незначної кількості деривативних фінансових інструментів на українському ринку, поступове зростання обсягів торгів та розширення їх застосування (наприклад, використання форвардних контрактів при фінансуванні будівництва житла, **стандартизованих форвардних контрактів на енергоносії, зернові тощо**) створюють підстави для оптимістичних прогнозів щодо майбутнього розвитку ринку деривативних фінансових інструментів в Україні.

В історії розвитку деривативних контрактів першість належить форварду, який укладався на ранніх стадіях розвитку товарообігу між сільськогосподарськими виробниками і покупцями з метою авансування

частини витрат на вирощування майбутнього врожаю та страхування ризику різкого коливання цін на той чи інший товар у майбутньому.

Форвардні контракти в Україні зазвичай є біржовими інструментами. У випадку укладання форварду поза організованого ринку, де виконання зобов'язань залежить виключно від сторін без відповідних гарантій біржі, застосовується розроблена на підставі рекомендацій Міжнародної асоціації зі свопів та деривативів (англ., International Swaps and Derivatives Association, Inc. («ISDA»)) стандартизована документація для укладання певних деривативних контрактів поза організованими ринками (Генеральна угода щодо деривативних контрактів, що укладаються поза організованим ринком (далі – Генеральна угода), Типові умови правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп, Типові умови правочинів форвард на аграрні товари, метали та дизель, опціон на аграрні товари та своп з базовим показником на ціну товарів, Договір про обмін маржею тощо) [136].

У цілому, аналіз законодавчої бази у сфері форвардних контрактів свідчить про фрагментарність і суперечливість правої регламентації форвардних відносин, використання в нормативних актах різної понятійної бази щодо визначення поняття «деривативних фінансових інструментів» та «деривативних контрактів», яка в більшості випадків суперечить одна одній (у зв'язку з цим відбувається кваліфікація форвардів як умовних, строкових, удаваних правочинів чи попередніх договорів), неузгодженість підходів та відсутність єдиної зрозумілої термінології в регулюванні діяльності організаторів торгівлі; відсутність механізмів забезпечення виконання деривативів, зокрема, клірингу, навіть незважаючи на формальне запровадження концепцій остаточності розрахунків та ліквідаційного нетінгу; суперечливість положень вітчизняного законодавства в частині регулювання деривативних фінансових інструментів на ринках капіталу актам Європейського Союзу (зокрема, Директиві ЄС № 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 р. про ринки фінансових інструментів (MiFID II), Регламенту Європейського Парламенту та Ради № 600/2014 від 15 травня 2014 р. про

ринки фінансових інструментів (MiFIR), Регламенту Європейського Парламенту та Ради № 648/2012 від 4 липня 2014 р. про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозитарії (EMIR)).

У наукових дослідженнях сучасних реалій застосування форвардного контракту в Україні аналізується економічна складова форварду як фінансового інструменту за повної відсутності дослідження цивільно-правової природи цього договору. Отже, актуальність дослідження такого виду деривативних контрактів як форвард, обумовлена потребою в розбудові ринку деривативних контрактів на сучасному етапі розвитку української економіки, зважаючи на важливість виконання євроінтеграційних зобов'язань України.

Теоретичну основу дослідження склали праці таких учених: К. Абасов, Г. Азаренков, С. Акбар, Ю. Айзун, Т. Андросович, А.А. Артамонова, С. Бає, М. Бардосчіа, Ф. Блек, В. Бралатан, О. Буренін, С. Бартрам, І. Бег, Ф. Беззіна, Бланко, В. Боргер, У. Ватаманюк-Зелінська, О.М. Вінник, І. І. Віннікова, Д. Во, К. Гаршкайте, С.В. Глущенко, В. Гордон, Н. Дегтярьова, В.С. Деревнін, К.Б. Дудорова, О.А. Згама, Дж. Кейнс, І. Кицюк, Г. Коваль, Р. Колб, К. Колл, В. Корнєєв, Н.С. Кузнєцова, К. Макпатленд, З.А. Мацук, Т.М. Мельник, Р. Мертон, В. Міщенко, Ю.В. Мица, О. Мозговий, К. Монаган, А.О Монаршук, А. Незнамова, І.В. Пономаренко, В.І. Полюхович, Л. Примостка, М. Скоулз, Н. Слав'янська, М.О. Солодкий, О. Сохацька, О.П. Суц, Б.О. Ткаченко, Д.С. Трофименко, В.І. Труба, О.Г. Угринюк, Є.О. Харитонов, О.І. Харитонova, Хома І.Б., С.В. Хорунж, Дж.К. Халл, Ф. Шварц, О.М. Шевченко, С.В. Шевчук, С. Шишков, М. Шоулз, Т.О. Чепульченко, Ю.В. Чижмарь, О.С. Яворська та ін.

У роботах зазначених авторів більшість проблемних питань, пов'язаних із розвитком ринку деривативних контрактів, на сучасному етапі в Україні не отримали належного наукового аналізу. Враховуючи тенденції до зростання світового ринку деривативів, необхідним є проведення наукового дослідження теоретичних та практичних аспектів становлення та особливостей розвитку правового регулювання відносин, що виникають з форвардного контракту, з

метою розробки рекомендацій щодо подальшого вдосконалення законодавства, яке регулює ринок деривативів в Україні.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційне дослідження виконано в межах плану науково-дослідної роботи кафедри цивільного права Національного університету «Одеська юридична академія» «Цивілістичний вимір інтеграційного розвитку України» на 2016-2020 роки як складової плану науково-дослідної роботи Національного університету «Одеська юридична академія» «Стратегія інтеграційного розвитку України: правовий та культурний вимір» на 2016-2020 роки (державний реєстраційний номер 0116U001842) та відповідно до плану науково-дослідної роботи кафедри цивільного права Національного університету «Одеська юридична академія» «Проблеми реалізації і захисту цивільних прав та інтересів з погляду антропологічного підходу в цифрову еру» на 2021-2025 рр., як складової плану науково-дослідної роботи Національного університету «Одеська юридична академія» «Правове та соціальне життя людини у людиноцентристському вимірі в цифрову еру» на 2021-2025 рр. (державний реєстраційний номер 0122U000266).

Мета і завдання дослідження. Мета цього дослідження полягає у створенні наукової концепції забезпечення ефективного правового регулювання форвардних контрактів, з'ясування структурних і функціональних особливостей ринку форвардних контрактів, аналіз проблемних питань укладання, виконання, зміни та припинення форвардних контрактів, виявлення проблем у регулюванні торгівлі форвардами та пошук шляхів їх подолання, визначення перспектив розвитку ринку форвардних контрактів в Україні, а також вивчення досвіду правового регулювання форвардних контрактів за законодавством зарубіжних країн.

Для досягнення поставленої мети дисертаційної роботи вирішувалися такі завдання:

- визначити концептуальні засади правового регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України;

- розкрити поняття та надати загальну характеристику ринку деривативних фінансових інструментів;
- надати визначення поняття та охарактеризувати особливості правового регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні;
- охарактеризувати поняття та види деривативних контрактів за цивільним законодавством України;
- розкрити поняття, характеристики форвардного контракту та його місце в системі договірних прав України;
- надати характеристику окремих різновидів форвардних контрактів;
- у структурі форвардного контракту визначити його умови, а також визначити правила обігу та сторони форвардного контракту;
- визначити порядок укладання, виконання та припинення форвардного контракту;
- дослідити особливості укладання та виконання форвардних смарт-контрактів;
- проаналізувати судову практику у сфері торгівлі форвардними контрактами;
- розробити пропозиції щодо вдосконалення правового регулювання форвардного контракту за законодавством України.

Об'єктом дослідження є цивільні правовідносини, що виникають у зв'язку з укладенням, виконанням та припиненням форвардного контракту за цивільним законодавством України.

Предметом дослідження є теоретичні та практичні питання правового регулювання форвардного контракту за цивільним законодавством України.

Методи дослідження. Методологія дослідження ґрунтується на використанні як загальнонаукових (діалектичний, логічний (аналіз, синтез, наукова абстракція, індукція та дедукція, структурно-системний та ін.), так і спеціальних методів (порівняльно-правовий, статистичний, моделювання та ін.), які ґрунтуються на принципах об'єктивного, комплексного та всебічного

аналізу відносин в обраній сфері дослідження. Зокрема, використання діалектичного методу пізнання правової дійсності дозволило проаналізувати різні доктринальні підходи до визначення правової природи форвардного контракту у процесі збору, систематизації й обробки аналітичної інформації для проведення досліджень, а також сформулювати теоретичні висновки та пропозиції щодо удосконалення чинного цивільного законодавства України (підрозділи 1.4, 2.1, 3.1, 3.2, 3.3). Для дослідження проблем хеджування ризиків за допомогою форвардного контракту використовувалися такі загальнонаукові методи наукового дослідження як аналіз і синтез (підрозділ 1.1). Методи наукової абстракції, індукції та дедукції було використано з метою систематизації та узагальнення вітчизняного і зарубіжного досвіду розвитку організованого ринку деривативних контрактів (підрозділи 1.1., 1.2, 1.3). Системно-структурний метод дозволив вивчити основні теоретико-методологічні підходи до класифікації деривативних фінансових інструментів, проаналізувати взаємозв'язки між видами деривативних контрактів (підрозділи 1.4 та 2.2). Використання спеціального методу порівняння дозволило провести аналіз масиву статистичних даних, необхідних для оцінки стану, вивчення варіації, динаміки та порівняння показників розвитку ринку деривативів у світі та в Україні (підрозділи 1.1 та 1.2). Економічний метод статистики використано для вивчення сучасного стану та встановлення тенденцій розвитку ринку деривативних фінансових інструментів (підрозділи 1.1 та 3.3). Метод моделювання застосовувався для розробки теоретичної моделі форвардного контракту, системного сприйняття зобов'язань, які виникають з цього договору (підрозділ 2.3).

У процесі дослідження були використані законодавчі та інші нормативно-правові акти України, аналітичні матеріали уряду та НБУ, а також матеріали Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР), звіти Futures Industry Association (FIA), агентства США з міжнародного розвитку USAID.

Наукова новизна отриманих результатів полягає в тому, що представлена робота є комплексним дослідженням, в якому запропоновані загальнотеоретичні положення щодо правової природи форвардного договору з урахуванням його економічної та правової мети, стану нормативної правової бази, а також судової практики.

Основні теоретичні та практичні результати цього дослідження, які мають наукову новизну, полягають у наступному:

вперше:

- запропоновано в ч. 4 ст. 31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» доповнити класифікацію деривативних контрактів за типом базового активу кредитними деривативними контрактами та надати їх визначення як деривативних контрактів, базовим активом яких є кредитні події (дефолт, прострочення платежів або реструктуризація боржника в рамках процедури банкрутства);

- внесено пропозицію ч.1 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» доповнити такими видами кредитних деривативів, які, згідно з рекомендаціями Базельського комітету з питань банківського нагляду при Банку міжнародних розрахунків (Базель II), визнаються інструментами пом'якшення ризиків – кредитно-дефолтне боргове зобов'язання та своп повного повернення;

- визначено, що до деривативних контрактів слід відносити лише розрахунковий форвард (без поставки реального активу), який є умовним та алеаторним контрактом одночасно, оскільки за цим контрактом момент виникнення прав і обов'язків або перехід права власності на актив залежить від настання чи ненастання певної події, передбачити яку сторони не могли на момент укладення форварду. У зв'язку із зазначеним, запропоновано внести відповідні зміни до ч.2 ст.33 Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» і викласти її в такій редакції: «2. Не є деривативними контрактами кредитні договори, форвардний валютний контракт з умовою поставки, договори репо, договори про участь у фонді

фінансування будівництва, договори про придбання сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, договори позики, банківського вкладу (депозиту), банківського рахунка, поруки, гарантії, факторингу, лізингу або страхування»;

- пропонується встановити законодавчу заборону на укладання форвардного контракту за участі фізичних та юридичних осіб, які не мають статусу спеціалізованих фінансових установ, без участі клірингової організації як гаранта своєчасного виконання зобов'язань за форвардним контрактом та реєстратора форвардних контрактів;

- пропонується замінити в тексті Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» термін «інвестиційна фірма» в усіх відмінках і числах на термін «юридична особа, яка здійснює інвестиційну діяльність»;

- визначено, що у форвардному смарт-контракті обов'язково має бути передбачено право будь-якої сторони призупинити його автоматичне виконання. У такому випадку, смарт-контракт як додаткова угода до основного тексту контракту припиняє свою дію, а сторони в подальшому керуються положеннями контракту, викладеними природною мовою. Право сторін на припинення смарт-контракту не повинне обмежуватися випадком невиконання зобов'язань, а має бути поширене також на випадки виникнення технічних помилок, зокрема, в роботі блок-чейну, які підлягають виправленню;

удосконалено:

- визначення деривативних фінансових інструментів, якими є деривативні цінні папери та деривативні контракти, призначені впливати на ціну базового активу або певну подію з фіксуванням цінової зміни або події за відсутності переважно реального обміну товарами;

- визначення форвардного договору із деталізацією його ознак та істотних умов, а саме: за форвардним контрактом виникають зустрічні зобов'язання сторін у певний термін щодо сплати грошових коштів у розмірі

позитивної різниці між початковим (погодженим при укладанні договору) та остаточним (що сформувався на день виконання) показником базового активу;

- специфікацію форвардного контракту, яку становлять: кількість активу, базова ціна (товару, активу або індекс), місцезнаходження (якщо передбачається доставка), дата контракту, дата платежу або розрахунків, форвардний період (період між датами укладання контракту та датою розрахунків), ціна поставки;

- характеристики форвардного контракту: 1) форвард виник і сформувався у зв'язку зі строковим характером договірних зобов'язання, яке він обслуговує; 2) визнання форварду фінансовим інструментом відбулося внаслідок наявності в цього контракту похідного характеру (ціна форварду залежить від змін ціни на базовий актив); 3) алеаторність форварду, тобто сторони можуть лише прогнозувати зміну ціни за цим контрактом, однак ринкова ціна на момент укладення контракту сторонам невідома.

набули подальшого розвитку:

- теза про те, що в Україні ринок деривативних фінансових інструментів тривалий час перебуває у стадії формування, що викликано такими основними проблемами як відсутність спеціального законодавчого акту у сфері обігу деривативів, низький рівень систематизованості й узгодженості норм права, що регламентують використання деривативів в Україні, низькі обсяги торгівлі на внутрішньому ринку, низький рівень диверсифікації національного фондового ринку, який надає дуже обмежений вибір деривативних фінансових інструментів, тривала невизначеність системи державного регулювання відносин на ринку цінних паперів, недостатній рівень розвитку відповідної інфраструктури організованих фінансових ринків, високий ступінь кастомізації умов контрактів на нерегульованому ринку, низька ліквідність та високий ризик виконання зобов'язань за деривативами, відсутність зрозумілих механізмів клірингу та неттінгу;

- положення про те, що підставами розмежування деривативних фінансових інструментів та деривативних нефінансових інструментів є: 1)

умова укладання деривативу через інвестиційну фірму, крім випадків, коли обидві сторони деривативного контракту є кваліфікованими інвесторами; 2) базовий актив; 3) торгівельний майданчик та 4) спосіб виконання зобов'язань;

- наукова позиція, відповідно до якої встановлення в законодавстві вичерпного переліку усіх видів деривативів і, зокрема, форвардних контрактів, не є доцільним, оскільки нові види деривативів виникають майже щодня. Вже існуючі конструкції деривативів поєднуються та видозмінюються у складному процесі фінансового інжинірингу (структуровані деривативи) у вигляді поєднання спотових, опціонних, ф'ючерсних або інших фінансових позицій;

- теза про те, що контракт, відповідно до умов якого сторони обумовили укладання договору купівлі-продажу майнових прав з фіксацією ціни на момент укладання після того, як настає строк виконання за цим контрактом, слід кваліфікувати як попередній договір, а не деривативний контракт.

Практичне значення одержаних результатів полягає в можливості застосування окремих положень у:

- науково-дослідній діяльності – як основа для подальшого наукового дослідження проблем функціонування ринку форвардних контрактів. Сформульовані в дисертації висновки розширюють теоретичні уявлення про нормативно-правове регулювання форвардних контрактів;

- правотворчій діяльності – для вдосконалення чинного цивільного законодавства у сфері правового регулювання відносин, що виникають при укладанні, виконанні та припиненні форвардних контрактів;

- правозастосовній діяльності – запропоновані практичні рекомендації, які можуть бути використані при розгляді справ, що стосуються зазначеної теми, при підготовці узагальнень застосування норм чинного законодавства, що регулює порядок укладання, виконання та припинення форвардних контрактів;

навчальному процесі – при викладанні навчальних дисциплін «Цивільне право України», «ІТ-право», «Захист цивільних прав», «Розгляд окремих

категорій цивільно-правових спорів», «Сучасні проблеми цивільного права та процесу», а також при підготовці підручників, навчальних посібників, методичних рекомендацій із зазначених дисциплін.

Особистий внесок дисертанта. Дисертаційне дослідження виконано здобувачем самостійно, всі сформульовані в ньому положення і висновки обґрунтовано на основі особистих досліджень здобувача.

Апробація результатів дослідження. Дисертацію підготовлено та обговорено на кафедрі цивільного права Національного університету «Одеська юридична академія».

Основні положення та висновки, що отримані в процесі дослідження, обговорювалися на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях, круглих столах, а саме на: Всеукраїнській науковій конференції Шерешевські читання: «Проблеми цивілістики в умовах пандемії та ІТ»; Всеукраїнській науковій конференції молодих вчених «Сталий розвиток суспільства та держави: сучасні виклики та перспективи розвитку»; Міжнародній науково-практичній конференції «Європейський вибір України, розвиток науки та національна безпека в реаліях масштабної військової агресії та глобальних викликів ХХІ століття» (до 25-річчя Національного університету «Одеська юридична академія» та 175-річчя Одеської школи права); Міжнародній науково-практичній конференції «Європейські орієнтири розвитку України в умовах війни та глобальних викликів ХХІ століття: синергія наукових, освітніх та технологічних рішень».

Публікації. Основні положення та результати дисертаційного дослідження відображені у 8 публікаціях, у тому числі 4 наукових статтях, опублікованих у фахових виданнях, перелік яких затверджено МОН України, 4 тезах доповідей на всеукраїнських наукових, науково-практичних конференціях.

Структура дисертації зумовлені метою і завданнями дослідження. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, які включають 9 підрозділів, висновків та списку використаних джерел (260 найменування) і двох додатків.

Загальний обсяг дисертації становить 212 сторінки, з яких основний зміст – 179 сторінок.

РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ДЕРИВАТИВНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ УКРАЇНИ

1.1. Концептуальні засади функціонування ринку деривативних фінансових інструментів

Можливість перерозподілу фінансових ризиків за допомогою деривативних фінансових інструментів незалежно від фактичного обміну активами контрагентами є базисом глобальних строкових (деривативних) ринків (далі – ринки деривативів). Світовий ринок деривативів виконує функцію мінімізації ризиків (хеджування) та має розвинену інфраструктуру, яка включає провідні біржі світу, міжнародні системи позабіржової електронної торгівлі та спеціалізовані організації, які здійснюють кліринг, нетінг, а також надають агентські, брокерські та дилерські послуги.

Деривативні фінансові інструменти (далі – деривативи), якими є деривативні цінні папери та деривативні контракти [70, с. 162-168], призначені впливати на ціну базового активу або певну подію з фіксуванням цінової зміни або події за відсутності переважно реального обміну товарами. Прикладами деривативних контрактів є ф'ючерси, форварди, опціони та свопи, які можна поєднувати один з одним для створення гібридних інструментів. До деривативних цінних паперів на сьогодні закон відносить опціонні сертифікати, фондові варанти, кредитні ноти, депозитарні розписки та державні деривативи. Такий поділ деривативів у світі не є загальноприйнятим. Існує, зокрема, невизначеність у термінології, особливо при операціях з фінансовими деривативами, і різні країни вирішують цю проблему по-різному. У деяких країнах деривативи вважаються похідними цінними паперами, в той час як в інших країнах вони не належать до цінних паперів. Наприклад, у Німеччині біржові строкові контракти не віднесені до цінних паперів і визначаються як операції з особливою технологією (Abschnitt 2(22) Gesetz über den Wertpapierhandel) [211]. В американському законодавстві частина

похідних інструментів (англ. derivative instruments, derivatives) віднесена до цінних паперів (англ. securities), а інша – до контрактів і угод (англ. contracts or agreements) (Section 112 (a) (30 of the Commodity Futures Modernization Act of 2000) [196]. В Італії деривативи законодавство відносить до фінансових інструментів, у тому числі виділяючи їх в окрему групу – похідні фінансові інструменти [197]. Тому з метою спрощення розуміння цього інституту в різних правових системах пропонується використовувати «парасолькове» поняття «дериватив» для всіх видів деривативних фінансових інструментів.

Деривативи відіграють важливу та корисну роль у хеджуванні та управлінні ризиками, але, водночас, вони також становлять загрозу для стабільності фінансових ринків і, отже, економіки в цілому. Як ознаку небезпеки, яку вони несуть, слід зазначити, що неможливість повного контролю за зростанням обсягу деривативів призвела до світової фінансової кризи 2008 року [127, с. 88-92].

Сфери застосування деривативів є дуже різноманітними. Так, фермери можуть використовувати деривативи для страхування від ризику падіння ціни на їхній врожай до того, як його буде зібрано та надано на ринок. Банки можуть використовувати ці інструменти, щоб зменшити ризик того, що короткострокові процентні ставки, які вони сплачують своїм вкладникам, зростуть порівняно з фіксованою процентною ставкою, яку вони отримують за своїми позиками та іншими активами. Пенсійні фонди та страхові компанії можуть використовувати деривативні інструменти для страхування від значного падіння вартості своїх портфелів, а також, щоб допомогти оптимізувати та захистити вартість пенсійних частин та інвестицій. **Компанії з виробництва продуктів харчування та напоїв** використовують деривативи для управління ризиком коливань цін на їх інгредієнтів. На ринку енергоносіїв **виробники та постачальники** використовують деривативи, щоб допомогти згладити регулярні підйоми та падіння цін на газ, нафту та електроенергію, зменшуючи нестабільність для споживачів. Авіакомпанії використовують

деривативи, щоб зафіксувати витрати на паливо, що допомагає пом'якшити непрямий вплив («ефект доміно») на ціни на квитки [157].

Спекулятивна природа деривативів пов'язана із хеджуванням за рахунок кредитного плеча. З використанням, наприклад, ф'ючерсного контракту інвестор може витратити на купівлю акцій замість 1 мільйона доларів США, лише кілька тисяч доларів США, які є маржею за цим контрактом. Однак, при цьому, прибутковість ф'ючерса на акцією буде така сама як і від самої акції, що дозволяє інвестору за рахунок збільшення ризику отримати більшу прибутковість на свій капітал. Збільшення ризику працює на підвищення ймовірності того, що інвестор збільшить свої прибутки або втратить величезні суми із загрозою банкрутства як інвестора, так і його кредиторів (системний ризик). Системний ризик, який являє собою поширення втрат за ланцюгом інвесторів, є загальноекономічною проблемою, викликаною використанням таких інструментів левереджу як деривативи.

Також, слід зазначити, що деривативи слугують інструментом обходу фінансового регулювання учасниками ринку, зокрема, валютних обмежень. Деривативи також можна використовувати для ухилення від сплати податків та маніпулювання правилами бухгалтерського обліку, реструктуруючи потік платежів таким чином, щоб доходи відображалися в одному періоді, а не в іншому. Крім того, з негативної сторони характеризує деривативи непрозора торгівля ними на позабіржовому ринку, яка призводить до браку торгової інформації від приватних учасників ринку, що істотно зменшує можливість уряду адекватно реагувати на зростання обсягів маніпуляцій на ринку.

Отже, основними економічними функціями деривативів є перенесення ризиків (ризик не зникає, а лише перекладається) та фіксація цін. Перенесення ризиків має назву управління ризиками або за встановленою традицією – хеджування і спекуляція. Ефективність економічних процесів при цьому забезпечується покладенням ризику на більш сильну, спроможну протистояти викликам сторону.

Відносини, подібні до торгівлі деривативами, були відомі ще у Стародавній Греції, коли греки укладали ф'ючерси на продаж оливкової олії [181]. У 17 столітті вже в Нідерландах за допомогою деривативів фіксували ціни на продаж тюльпанів у майбутньому [223]. Ці деривативні контракти є подібними до сучасних та дозволяли покупцю спрогнозувати майбутню ринкову ціну на певні товари і тим самим застрахувати себе від різких цінових змін шляхом фіксування ціни на майбутнє [215].

Історія біржової торгівлі строковими контрактами на цінні папери та інші фінансові інструменти, подібні до сучасних деривативів, починається у 1710 р. на біржі рису (Dojima Rice Exchange) в Осаке, Японія[260], та у 1751 р. у США на Нью-Йоркській продовольчій біржі. Сучасний ринок деривативів веде свій початок від Чиказької торгівельної палати (Chicago Mercantile Exchange, CME), відкритої в 1848 р., яка є першою біржею строкових інструментів, де відбулися торги деривативними контрактами на сільськогосподарську продукцію.

У зв'язку з падінням світової Бретон-Вудської валютної системи деривативи отримали сильний поштовх до поширення у світі. Торгівля деривативами на фінансові інструменти (зокрема, валюту) відбулася вперше лише в 1972 р. у Чикаго на першій біржі фінансових ф'ючерсів – Міжнародний валютний ринок (International Monetary Market, IMM) [87; 134; 133]. Після цього виникли інші похідні цінні папери на інші фінансові інструменти та показники (акції, казначейські зобов'язання, відсоткові ставки, фондові індекси). Однак, протягом десяти років потому торгівля деривативами відбувалася лише на біржах США. Лише у 80-х роках почали відкриватися фінансові біржі в Європі. Отже, сучасна історія деривативів почалася з форвардних контрактів на зерно і поступово розвинулася у складний ринок деривативів.

Головною характеристикою сучасної торгівлі деривативами є те, що отримання прибутку від базового активу досягається за відсутності прав на цей актив [215].

На сьогодні обсяг світового ринку деривативів оцінити досить складно, експерти називають різні цифри: від 600 до 1500 трлн дол. США. За даними Futures Industry Association (FIA), професійної асоціації строкових бірж, тільки у Сполучених Штатах обсяг ринку деривативів у грудні 2022 р. досяг 8,44 мільярда контрактів, що на 8,9% більше, ніж у листопаді 2022 року, і на 37,4% у порівнянні з груднем 2021 року [254].

Роль деривативів на сьогоднішніх фінансових ринках продовжує зростати з року в рік, незважаючи на спад після економічної рецесії 2008 р. Так звані «стандартизовані деривативи» торгуються на регульованих біржах, тоді як «спеціальні деривативи» торгуються на нерегульованому позабіржовому ринку, причому сьогодні торгівля здійснюється переважно в електронному вигляді [214].

Примітно, що сьогоднішній ринок деривативів набагато більший, ніж фондовий ринок, якщо виміряти базові активи, причому вартість таких активів, що лежать в основі непогашених операцій з деривативами, в кілька разів перевищує вартість світового валового внутрішнього продукту [202].

За інформацією Міжнародної асоціації свопів та деривативів (ISDA) 92% з числа 500 найбільших компаній у світі використовують деривативи в системі фінансового менеджменту [217].

Відповідно до звіту Всесвітньої федерації бірж за 2021 рік (The WFE Derivatives Report, 2021), спостерігаються рекордно високі обсяги торгів деривативами. Так, у 2021 році обсяги деривативів продовжили свою позитивну тенденцію, збільшившись на 33% порівняно з 2020 роком [258].

У сучасних умовах деривативи використовуються з метою отримання доходу від операцій з ними, заснованих на різниці курсів фінансових інструментів, забезпечення інформаційної прозорості фінансового ринку та зменшення ризиків, зокрема валютного та процентного, учасників ринку шляхом його перерозподілу (хеджування). У цілому світовий ринок деривативів характеризується глобалізацією світових організованих ринків товарних і фінансових деривативів, швидким розвитком фінансового

інжинірингу за рахунок розширення базових активів та інструментів на біржовому ринку, істотним переважанням частки контрактів, що укладаються на позабіржовому ринку, домінуванням ринку фінансових деривативів над товарними, масштабною інформатизацією ринку деривативів [9, с. 156].

Фінансовий ринок є сукупністю операцій у галузі розподілу й обігу, які можуть бути пов'язані з матеріальними цінностями, але не обов'язково. Ці ринки мають властивості терміновості та похідності. Строковість залежить від часу виконання операції та розрахунків, що відрізняє реальні від строкових ринків. Похідність залежить від руху рівня та маси доходів при грошових вкладеннях у залежності від руху доходів та інших видів грошових потоків. Ці операції складні та можуть містити приховані зв'язки, які обумовлені різними обставинами, які можуть бути об'єктивними або суб'єктивними.

Фінансова строковість і похідність взаємодіють між собою та створюють похідні інструменти, які використовуються на фінансових ринках. Фінансові деривативи – це продукти, які включають у себе і строковість, і похідність. Вони являють собою складну систему елементів, які взаємодіють між собою й залежать від руху ринку. Технології здійснення похідності використовують прийоми як зі строкового, так і реального ринків.

Строковість та похідність є важливими поняттями на товарних та фінансових ринках, і вони виявляються через хеджування, арбітраж і спекуляцію. Ці механізми обслуговуються як біржовими, так і позабіржовими організаційними формами ринків, що впливає на їх формування та конструювання. Сучасні деривативні інструменти використовують технології обробки інформації та зв'язку, тому розвиток цих ринків пов'язаний з прогресом у комп'ютерній техніці та техніці зв'язку.

Хеджування є захисним механізмом від можливих втрат, який використовується на фінансових ринках, таких як ринок акцій, товарних активів, валют, процентних ставок і т.ін. За допомогою укладання зустрічного договору, учасники можуть захистити себе від ризику несприятливих змін цін на ринку. Хеджування є однією з форм страхування вартості товару або

прибутку, валютного ризику в банківській, страховій, біржовій та комерційній практиці. Мета хеджування полягає в тому, щоб знизити ризик і отримати прибуток. Це досягається завдяки одночасності та протилежному спрямуванню торгових договорів на строковому ринку і ринку реального товару, що дозволяє зменшити кредитні та цінові ризики. Хеджування є ефективним методом мінімізації ризиків на фінансових ринках.

Хеджування відбувається з використанням інструментів ринку деривативів, такі як форвардні контракти, опціони та ф'ючерсні контракти, які дозволяють зменшити ризик змін цін на ринку акцій, товарних активів, валют та процентних ставок. Хеджування має різні види та може бути коротким або довгим. Коротке хеджування полягає в продажі строкових контрактів, а довге – в купівлі контрактів, що дозволяє уникнути негативних коливань ціни активу. Коротке хеджування допомагає забезпечити ціну продажу активу, який перебуває у власності продавця. Хеджування дозволяє використовувати різні інструменти та методи в залежності від цілей та потреб.

Існують два види хеджування в залежності від масштабу застосування: мікрохеджування та макрохеджування. Мікрохеджування використовується для захисту прибутку хеджера за окремими великими позиціями й угодами, тоді як макрохеджування захищає загальний прибуток або чистий відсотковий дохід [Ошибка! Источник ссылки не найден.]. Хеджування здійснюється для зниження цінових ризиків фінансової діяльності, які включають відсотковий і валютний ризик. У процесі хеджування відсоткового ризику банк укладає строкові фінансові угоди, такі як форвардні контракти, ф'ючерсні контракти, опціони та свопи, щоб збалансувати відсоткові активи та зобов'язання [13].

На ринках, зокрема на строкових, можуть проводитись арбітражні операції. Арбітраж – це одночасна купівля та продаж одного й того ж інструменту з метою отримання прибутку від різниці в цінах на різних ринках або в різний час. У разі, коли операції проводяться на різних ринках – це просторовий арбітраж, а коли спрямовані на використання сприятливих

цінових змін протягом певного періоду – це часовий арбітраж. На строковому ринку арбітражні операції називають спредом. Банки можуть використовувати операції з деривативами як для зменшення ризику фінансових втрат через зміну ринкових цін, так і для отримання прибутку від спекуляції. Коли банк має балансову позицію з ризиком фінансових втрат через зміну ринкових цін, то операція зі строковими угодами може класифікуватись як хеджування, яке дозволяє знизити загальний ціновий ризик. Компенсація втрат за однією з позицій може бути здійснена прибутками з іншої позиції, якщо сума та строки позабалансової позиції збігаються з параметрами балансової позиції.

Ринок деривативів є складовою ринків капіталу. Також до ринків капіталу закон відносить фондовий та грошовий ринок. Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо емісії (видачі), обігу, виконання зобов'язань, викупу та обліку цінних паперів (у тому числі деривативних цінних паперів). Грошовий ринок – це сукупність учасників грошового ринку та правовідносин між ними, що виникають під час вчинення правочинів щодо інструментів грошового ринку та валютних цінностей.

Український ринок деривативів є молодим і не відрізняється розвиненістю інфраструктури. Тривалий час перепорою на шляху його розвитку були численні законодавчі обмеження, зокрема, за базовим активом, емітентами та забороні непокритих (незабезпечених) деривативів.

Український ринок деривативів є недостатньо розвиненим, що перешкоджає застосуванню стратегій хеджування. Це пояснюється складними умовами економіки країни, відсутністю необхідної інфраструктури для торгівлі деривативами, нестачею кваліфікованих фахівців та інфляцією.

Основна причина відсутності ф'ючерсної торгівлі в Україні – слабкий розвиток ринкових відносин та середовища. Опціонів та ф'ючерсів на валюту не існує, оскільки ніхто не хоче брати на себе великі ризики, пов'язані зі зміною курсів валют [4]. В Україні майже не використовуються форварди для зменшення валютного ризику, хоча на зарубіжних ринках широко

застосовуються форвардні контракти як засіб страхування валютного ризику. Використання форвардних контрактів у чистому вигляді на вітчизняному фінансовому ринку не поширене через відсутність відповідних фахівців у фінансових установах та недостатній розробці необхідних нормативних та інструктивних матеріалів Національним банком України (далі – НБУ) [11].

Деривативи не є просто зобов'язаннями щодо майбутньої купівлі або продажу класичних фінансових інструментів з фіксованими цінами, або остаточних прав на майбутню купівлю або продаж за фіксованими цінами. Вони являють систему економіко-правових відносин, які забезпечують терміновість і/або похідність. Це система суспільних відносин, що створює особливий фінансовий продукт та механізми взаємодії учасників ринку для його реалізації як особливого фінансового активу. Для пояснення сутності деривативних інструментів можна використовувати конструкцію у вигляді «права на право» або «право на право на право». На відміну від класичних торгових операцій з цінними паперами, іноземною валютою та грошима, деривативи скомбіновані з правами та обов'язками у формі фінансового інструменту в такий спосіб, який не є можливим для класичних договірних конструкцій. Для спрощення можна вважати, що деривативи є строковими контрактами, які завжди відносяться до базового активу, від якого вони є похідними. Однак, це визначення є недостатнім для повного розуміння сутності деривативів.

Багатьма науковцями робилися спроби надати визначення ринку деривативів як сукупності суспільних відносин з перерозподілу ризиків, що виникають внаслідок операцій з фінансовими активами чи товарами. Так, С. Еш визначає ринок похідних інструментів як сукупність економічних відносин щодо перерозподілу ризиків, які виникають у процесі обміну фінансовими активами чи товарами [30, с. 47]. На думку І.О. Макаренка, ринок похідних цінних паперів – це система фінансово-економічних відносин між його учасниками, що виникають для розподілу (перерозподілу) ризиків, пов'язаних із фінансовими і товарними активами, та в результаті яких

відбувається встановлення динамічної рівноваги між інвестиційними горизонтами цих учасників [56, с. 24].

За визначенням О.М. Шевченко, ринок деривативів – «це сукупність економічних відносин із приводу обігу деривативів між суб'єктами біржових і позабіржових строкових угод для ефективного хеджування ризиків» [169].

У науковій праці Л. Примостки ринок похідних цінних паперів визначається як сукупність економічних відносин щодо перерозподілу (трансферту) ризиків, які виникають у процесі обміну фінансовими інструментами чи товарами [89, с. 50]. На думку В.В. Гоффе, ринок деривативів – економічний механізм реалізації відносин учасників ринку з приводу купівлі-продажу похідних фінансових інструментів, за допомогою якого відбувається трансферт ризиків окремо від базових активів, зменшення трансакційних витрат та забезпечуються інвестиційні можливості здійснення операцій із високим рівнем леверіджу [25, с. 9]. У визначенні В.В. Гоффе акцент зроблено на тому, що ринок деривативів являє собою торгівлю похідними фінансовими інструментами, з передачею ризику окремо від базових активів.

За визначенням О.М. Шевченко, ринок деривативів – це сукупність економічних відносин із приводу обігу деривативів між суб'єктами біржових і позабіржових строкових угод для ефективного хеджування ризиків [168, с. 10].

Дж. Маршалл вважає, що біржовий ринок деривативів: «– це товарні та фінансові біржі, торгівля на яких проводиться за допомогою системи подвійного аукціону. Біржовий ринок фінансових деривативів – це сукупність економічних відносин щодо перерозподілу ризиків, що виникають у процесі біржової торгівлі фінансовими деривативами у спеціальних торговельних залах. Ці ринки рухаються в бік більшої ліквідності з невеликою різницею у цінах продавця і покупця...» [57].

В. Шелудько та В. Вірченко зазначають, що глобалізація фінансових ринків, подальший розвиток євrorинків не лише сприяли розвитку світової

економіки, а й створили передумови для значного зростання системного ризику та взаємозалежності учасників євrorинку, а також зменшили можливості урядів країн щодо регулювання процесів на національних фінансових ринках [170].

На сьогодні законодавство України визначає поняття ринку деривативів як «сукупність учасників ринку деривативних фінансових інструментів та правовідносин між ними, що виникають під час емісії деривативних цінних паперів, укладення деривативних контрактів, вчинення та виконання правочинів щодо деривативних цінних паперів, укладення та виконання договорів про заміну сторони деривативних контрактів, виконання зобов'язань за деривативними фінансовими інструментами» (абз.3 ч.1 ст.4 «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [113]).

Відповідно до ч.3 ст.4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» торгівля фінансовими інструментами здійснюється на організованих ринках капіталу та поза ними. Організованими ринками капіталу є регульовані ринки (фондові, деривативних контрактів, грошові), багатосторонній торговельний майданчик (далі – БТМ) (фондові, деривативних контрактів) та організований торговельний майданчик (далі – ОТМ) (облігацій та деривативних контрактів).

Регульований ринок – це багатостороння система, управління якою здійснюється оператором регульованого ринку (акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю або товариство з додатковою відповідальністю, що здійснює управління та забезпечує функціонування регульованого ринку на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР) та згідно з недискреційними правилами, встановленими таким оператором регульованого ринку та зареєстрованими у встановленому законом порядку. Регульований ринок створює організаційні, технологічні, інформаційні, правові та інші умови для надання інформації стосовно пропозиції щодо фінансових інструментів, допущених до торгів на такому регульованому ринку, проводить регулярні торги такими інструментами, а також забезпечує

централізоване вчинення та централізоване виконання правочинів щодо купівлі-продажу фінансових інструментів (укладання деривативних контрактів), у тому числі кліринг щодо таких інструментів.

Багатосторонній торговельний майданчик (БТМ) також є багатосторонньою системою, що управляється оператором багатостороннього торговельного майданчика (акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю або товариство з додатковою відповідальністю, що здійснює управління та забезпечує функціонування організованого торговельного майданчика на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР), однак на підставі недискреційних правил. БТМ забезпечує взаємодію третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів (укладання деривативних контрактів), результатом чого є договори (контракти), які укладаються у встановленому законом порядку. БТМ є спрощеною версією біржі, яка не проводить регулярні торги.

Організований торговельний майданчик (ОТМ) – багатостороння система, яка не є регульованим ринком або БТМ, управляється оператором ОТМ та відповідно до дискреційних правил такого оператора ОТМ забезпечує взаємодію третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів (укладання деривативних контрактів), результатом чого є відповідні договори (контракти) (п.35 ч. 1 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). За дискреційними правилами оператор ОТМ може на власний розсуд розміщувати (або ні) заявки учасників торгів, а також сам торгувати на майданчику.

Згідно ч. 1 ст. 34 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» деривативні контракти можуть укладатися на організованих ринках капіталу, передбачених п.п. 2, 5 і 7 ч. 1 ст. 49 цього Закону, та на організованих товарних ринках, передбачених ст. 3 Закону України «Про товарні біржі» [118] від 10 грудня 1991 р. № 1956-XII, а також поза ними, у залежності від того, чи визнаються деривативні контракти фінансовими інструментами або не визнаються. Тому, фінансові деривативи торгуються на

організованих ринках капіталу та поза ними, а нефінансові – на організованих товарних ринках та поза ними.

У цілому, слід зазначити, про перевантаженість та неточність використаної в Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» термінології. Так, у першу чергу, це стосується одночасного застосування визначень «організований ринок» та «регульований ринок», по відношенню як до ринків капіталу, так і до товарних ринків. За відсутності принципової різниці між цими визначеннями вбачається за доцільне використовувати в законодавстві України лише один з них. Визначення узагальнюючого поняття «організований ринок» у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», що надзвичайно дивно, взагалі відсутнє, хоча цей термін використовується в законі більше 600 разів. Деякі терміни, що наведені у ст. 2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» в подальшому в тексті цього закону майже не містяться («близькі відносини», «тісні зв'язки», «формат проспекту», товарний спот-ринок тощо), а такі визначення, як «договір про заміну сторони деривативного контракту», «збори власників облігацій», «правочин щодо фінансових інструментів» не потребують спеціального визначення.

У п. 35 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» визначення «організований торговельний майданчик» надано «від зворотного» – «багатостороння система, яка не є регульованим ринком або БТМ», що є неприпустимим. Крім того, визначення термінів «регульований ринок», «багатосторонній торговельний майданчик» та «організований торговельний майданчик» викладені таким чином, що відрізнити їх один від одного неможливо.

У ст.5 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» визначено термін «товарний спот-ринок» замість «організований товарний ринок». Термін «товарна біржа» [154; 27] застосовується як у значенні «професійний учасник організованого товарного ринку», так і

«оператор організованого товарного ринку» (ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

В Україні ринок деривативів розвивався окремо від світових тенденцій та у своєму розвитку пройшов декілька етапів. У науковій літературі можна знайти приклади періодизації етапів розвитку ринку деривативів. Зокрема, І.М. Бурденко вважає, що початок функціонування ринку деривативів слід відраховувати від першої половини 90-х років XX ст. Другий, регулятивний етап – 1995–2000 рр.; третій, методологічний – з 2001 по 2009 р.; останній етап розвитку – з 2010 р. і по сьогоднішній (зрозуміло, що інформація є застарілою, оскільки автор готував матеріал станом на 2012 р.) [12, с. 188].

У статті Я.А. Шмуратко, яка вийшла друком у 2016 р. періодизація становлення ринку деривативів прив'язувалася до еволюції торгових бірж в Україні з виокремленням трьох періодів: «1994–1998 рр. – період упровадження операцій із похідними фінансовими інструментами на фондових біржах країни; 2003–2009 рр. – період поновлення операцій із деривативами, вдосконалення механізмів функціонування ринку; 2010 р. – дотепер – якісно новий період розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів» [175, с. 140-144].

Уявляється можливим умовно періодизацію розвитку ринку деривативів в Україні представити таким чином. Перший етап (1994–2010 рр.) – починається з прийняттям Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [110] від 28.12.1994 р. в умовах довготривалої економічної кризи відсутності біржового ринку та недосконалого правового регулювання [169, с. 85]. Другий етап у розвитку ринку деривативів можна вважати з 2010 р. (з початку торгів ф'ючерсними контрактами на індекс UH на Українській біржі) [33] до 2016 р., коли відбулося істотне збільшення обсягів емісій опціонних сертифікатів. Так, протягом 2016 р. НКЦПФР було зареєстровано дев'ять випусків опціонів на загальну суму 198,8 млн грн. [33] З цього року і до прийняття Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» [92] істотних змін в обсягах торгів

деривативами не відбувалося [40, с. 20]. В Україні до прийняття Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» було дозволено обіг деривативів лише щодо трьох видів базових активів: цінні папери, товари або кошти, з відповідним виділенням трьох видів деривативів: фондові, товарні та валютні. Плутанина підсилювалися наявністю у численних і неузгоджених нормативних актах також й інших видів базових активів, зокрема, курсових індексів (показники), які могли бути базовим активом опціонів або ф'ючерсів тільки в разі надання цим індексам (показниками) офіційного статусу у відповідності з нормативними актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і тільки на умовах регулярної публікації таких курсових індексів (показників) у періодичних виданнях України протягом року.

На сьогодні, відповідно до абз.1 ч.1 ст.32 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» базовим **активом** деривативного контракту є емісійні цінні папери (в тому числі іноземних емітентів), інші фінансові інструменти, валютні цінності, продукція, роботи, послуги, що мають грошовий вираз вартості. Перелік базових активів не є вичерпним і може бути розширений відповідно до нормативно-правових актів НКЦПФР, а також нормативно-правових актів НБУ (щодо деривативів грошового ринку).

Обмеження щодо емітентів деривативів також спричиняли перепони на шляху розвитку ринку деривативів в Україні. Зокрема, емітентами опціонів до прийняття Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» могли бути тільки юридичні особи – торговці цінними паперами, які є членами фондових бірж чи торгово-інформаційних систем (далі – ТІС), повинні відповідати обов'язковим нормативам достатності власних коштів та іншим показникам. Емітентом ф'ючерсів могли бути тільки клірингова розрахункова палата або розрахунково-кліринговий банк, створені фондовою (товарною) біржею або ТІС.

На сьогодні, відповідно до абз. 5 ч. 2 ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» емітентом може бути не лише юридична особа, але й територіальна громада в особі представницького органу місцевого самоврядування, держава в особі уповноважених нею органів державної влади, міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за такими цінними паперами перед їх власниками.

Обмеження стосувалися також і місця торгівлі деривативами. В Україні торгівля ф'ючерсами та опціонами могла вестися тільки на біржах чи у ТІС, тобто деривативи цих типів були виключно біржовими контрактами.

Слід зазначити, що на сучасному етапі також вводяться законодавчі обмеження щодо можливості торгівлі певними товарами лише на організованих ринках. Так, операції з торгівлі деревиною (лісоматеріалами), нафтою сировою, газовим конденсатом та скрапленим газом повинні здійснюватися на товарних біржах відповідно до [постанови Кабінету Міністрів України від 26 липня 2022 р. № 834, якою](#) внесено зміни в додаток до [постанови Кабінету Міністрів України від 30 грудня 2021 р. № 1433](#) «Про затвердження переліку видів продукції, торгівля якими здійснюється виключно на організованих товарних ринках» (далі – Постанова [№ 834](#)) [121].

І, нарешті, українське законодавство повністю забороняло непокриті (незабезпечені активом) деривативи, за виключенням форвардів та ф'ючерсів. Так, емітент опціону на купівлю цінних паперів повинен бути власником базисного активу з обов'язком його поставки в кількості не менше 80% від загальної кількості, передбаченої умовами випуску [40].

Зазначеними обставинами пояснюється надзвичайно низька частка торгівлі деривативами на українському фондовому ринку у 2010-2016 рр., а також надзвичайно високий показник обсягів торгівлі неліквідними державними облігаціями, які розповсюджувалися державними банками у зв'язку з неможливістю розвитку торгівлі на ринку приватних інвесторів [55; 130; 176].

Наступний етап розпочинається з реформи, запровадженої Законом України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» і триває до сьогодні. Водночас, слід зазначити, що запропонована етапність розвитку ринку деривативів не відображає етапи розвитку законодавства України у сфері обігу деривативів.

Деривативи є дуже поширеними фінансовими інструментами на світових ринках [235], однак їх використання в Україні обмежено незначним спектром інструментів хеджування. Незначний попит на деривативи в першу чергу обумовлений недосконалістю українського законодавства щодо похідних фінансових інструментів, що впливає на нерозвиненість ринкової інфраструктури. Крім того, сторони деривативних контрактів не мають законодавчих гарантій виконання зустрічних зобов'язань за ними через непрозорість операцій.

Вимоги Директиви ЄС 2014/65/EU про ринки фінансових інструментів (MiFID II) [199] та Регламенту ЄС 600/2014 про ринки фінансових інструментів (MiFIR) [247] визначають напрями розвитку ринку деривативних фінансових інструментів у світовій практиці через реформуванням позабіржового сегмента ринку. Позабіржові деривативи, на відміну від біржових інструментів, мають вразливі місця: високий рівень кастомізації, відсутність прозорості ринку, взаємозв'язок переважно між великими учасниками ринку, а також висока ринкова концентрація [241]. Зазначені проблемні питання, на сьогодні в Україні принаймні вирішені на законодавчому рівні, однак процедури стабілізації функціонування фінансового ринку не реалізовані поки що на практиці. На сьогодні в Україні вже проведена законодавча робота з метою вирішення складної ситуації з регулюванням ринку деривативів шляхом запровадження обліку прав та зобов'язань суб'єктів відносин, які виникають з деривативних контрактів [172; 45].

Серед таких стабілізаційних законодавчих кроків слід зазначити також про запровадження режиму розкриття інформації до і після торгів

фінансовими інструментами з метою досягнення більшої прозорості ринку (кліринг); створення торгового репозиторію та центрального контрагента, які повинні функціонувати відповідно до європейських стандартів; створення ОТМ, які сприяють збільшенню обсягу торгів на регульованих ринках; запровадження правил біржової торгівлі про обмеження відкритих позицій і вимог до звітності щодо товарних деривативів; введення обов'язкової умови вчинення деривативних контрактів за участі інвестиційної компанії; запровадження єдиного регулятора на ринку капіталу та організованих товарних ринках; підвищення операційної ефективності ринку за рахунок створення стандартної документації (генеральних угод) для позабіржових деривативних контрактів на підставі розроблених стандартизованих форм контрактів Міжнародної асоціації свопів і деривативів (ISDA).

Торговий репозиторій визначений законодавством України як акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю або товариство з додатковою відповідальністю, яке здійснює централізоване збирання та ведення обліку укладених деривативних контрактів та укладених договорів про заміну сторони деривативних контрактів, за умови включення його до Реєстру торгових репозиторіїв та отримання свідоцтва про включення до Реєстру. Слід уточнити, що репозиторій є організацією, що веде централізований електронний облік відомостей про контракти з деривативами, укладеними на неорганізованому ринку [140, с. 120].

В Україні ринок деривативних фінансових інструментів як до війни, так і на сьогодні не тільки не зростає, але й, навпаки, має тенденцію до скорочення. Так, на кінець 2019 р. відповідно до звіту НКЦПФР не зареєстровано випуски опціонних сертифікатів, у 2018 р. зареєстровано 1 випуск опціонних сертифікатів на загальну суму 55,5 млн грн, що на 23 млн грн більше порівняно з 2017 р. і на 143 млн грн менше в порівнянні з 2016 р.

При цьому, для українського ринку деривативів характерним є переважання частки торгів ними на регульованому, в той час як позабіржовий ринок не розвивається. За 2018 р. на біржовому ринку України відбулися торги

за валютними ф'ючерсними контрактами (1,59 млрд грн) та товарними ф'ючерсами (223,7 млн грн). На неорганізованому ринку укладалися контракти з опціонними сертифікатами на суму 52 млн грн. [123]

Український ринок відрізняється, на відміну від світової тенденції до використання форвардних контрактів, переважним використанням ф'ючерсних контрактів. Це пояснюється тим, що ф'ючерсні контракти менше ризиковані та більш гнучкі. Крім того, вони не вимагають обов'язкової поставки базового активу. У випадку форвардного контракту зобов'язання виникає лише між покупцем та продавцем базового активу, тоді як ф'ючерсний контракт передбачає захист інтересів учасників через клірингові палати [45].

Розширення ринку деривативів можливе лише за умови належного правового регулювання цього сегменту фінансового ринку з метою запровадження надійних механізмів управління ризиками, реалізації інвестиційної стратегії та отримання спекулятивного прибутку учасниками українського ринку деривативів.

1.2. Поняття та правове регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні

Система правового регулювання деривативів містить три рівні – глобальний, регіональний і національний.

На глобальному рівні основними регуляторами фінансового ринку виступають такі установи як: МВФ, Група Світового Банку, Група 20 (G-20), Рада фінансової стабільності (G-20), МБР (BIS), Міжнародна група з протидії відмиванню брудних грошей (FATF), Організація економічного співробітництва та розвитку (OECD), Рада директорів Федеральної резервної системи США (FRS), Європейський центральний банк (ECB). Крім того, стандартизація контрактів здійснюється такими організаціями як: Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO), Базельський Комітет з питань банківського нагляду (BCBS), Міжнародна асоціація регуляторів страхової

діяльності (IAIS) та Міжнародна асоціація зі страхування кредитів і гарантій (ICISA).

Регіональний рівень регулювання фінансового ринку характеризується, переш за все, законодавством Європейського Союзу, яке включає Регламент Європейського Парламенту та Ради від 04.07.2014 № 648/2012 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозиторії (EMIR), Директиву ЄС 2014/65/EU про ринки фінансових інструментів (MiFID II), Регламент ЄС 600/2014 про ринки фінансових інструментів (MiFIR) та інші акти законодавства ЄС. Зазначені акти спрямовані на підвищення прозорості ринків капіталу та фінансових інструментів, зокрема деривативів. Прозорість ринків фінансових інструментів досягається шляхом введення режиму розкриття інформації до і після торгів фінансовими інструментами.

Банкрутство Lehman Brothers Holdings, Inc. (заснована у 1850 р.) і майже банкрутство страхової компанії AIG у 2008 р. призвело до визнання деривативів однією з причин світової фінансової кризи. У вересні 2009 року лідери G20 зобов'язалися провести реформу деривативного ринку з метою підвищення його прозорості, запобігання зловживанням та зменшення системних ризиків. Унаслідок цього у 2012 році в Регламенті європейської ринкової інфраструктури (EMIR) в Європі були впроваджені стандарти управління ризиками, кліринг певних контрактів через центральних контрагентів і зобов'язання звітності [190; 209]. З початку 2018 року європейські фінансові ринки перейшли на новий рівень регулювання із набранням чинності нового законодавства про ринки фінансових інструментів.

На національному рівні в Україні діє трирівнева структура регулювання деривативів, яка включає: законодавчі акти, нормативні акти державних регулюючих органів; акти саморегулюючих організацій [174].

Історію розвитку правового регулювання деривативів в Україні можна поділити на декілька етапів. На першому етапі запровадження деривативів у законодавстві України відбувалося фрагментарно. Уперше в українському

законодавстві згадка про «форвардні операції», «ф'ючерсні операції» та «операції з опціоном» містилася в п. 1.25, 1.26, 1.27, ч.1 ст.1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [110] від 28.12.1994 р. (втратив чинність). Однак, наведені в цьому законі визначення не розкривали правову природу форварду, ф'ючерсу та опціону, а лише викликали численні запитання. Цей закон не давав відповіді на питання: належать вони до цінних паперів чи до контрактів, що є «купівлею форвардної угоди» тощо.

На другому етапі в законодавстві України з'являється поняття «похідний цінний папір» у Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України [48], затвердженій постановою Верховної Ради України від 22.09.1995 р., похідні цінні папери визначались як такі, механізм обігу яких пов'язаний з пайовими, борговими цінними паперами, іншими фінансовими інструментами чи правами щодо них.

Що стосується поняття «дериватив», то поява його в законодавстві пов'язується із набуттям чинності 22.05.1997р. Законом України «Про внесення змін до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [91]. З цього часу можна рахувати початок третього етапу становлення законодавства України щодо деривативів. Дериватив трактувався як стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому (п.1.5. ч.1 ст.1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств»). Отже, дериватив визначався як стандартний документ з тяжінням до цінного папера, однак закон чітко не визначав його правову природу. Крім того, не сприяло встановленню правової природи деривативу положення п.1.5.4. ч.1 ст.1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств», в якому наводилася класифікація деривативів на валютні, фондові та товарні з відповідним визначенням компетенції з врегулювання кожної з груп деривативів різними органами державної влади.

Так само в Положенні про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів [99] дериватив визначається як стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому, тобто за своєю правовою природою дериватив належить до цінних паперів, однак без конкретизації типу. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [120] від 23 лютого 2006р. № 3480-IV не визначав специфіку обігу деривативів в Україні. Відповідно до ст.1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» [93] від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР «похідні цінні папери – це цінні папери, механізм випуску і обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів». Відсутність у законодавстві України різниці між деривативами та похідними цінними паперами дозволяла вживати ці терміни як синоніми [35, с. 71-74]. У ст.ст. 11 та 12 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначалася відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів, а особливо в частині порушення прав на інсайдерську інформацію, яка стосується випуску деривативів.

Законодавство того етапу щодо деривативів було настільки розгалуженим і не зрозумілим, що складно зробити будь-які висновки щодо правової природи деривативів. Намагання хоч якось усунути зазначені недоліки містилися в різних проєктах законів, що визначали види похідних інструментів, зокрема у проєкті Закону України «Про похідні (деривативи)» [112], в якому надавалося визначення деривативу як фінансового інструменту, поняття базового активу, класифікація деривативів у залежності від базового активу та види деривативів (строкові контракти та похідні цінні папери).

У 1996 р. Україна приєдналась до Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), однак Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва та обміну інформацією (IOSCO MMoU) підписано не було [5]. Підписання цього

меморандуму могло б зменшити кількість правопорушень на ринку та застосувати досвід європейських країн щодо функціонування фондового ринку у процесі євроінтеграції.

Вперше на рівні підзаконного акта була здійснена спроба розмежування деривативів та цінних паперів у ч.2 п.2 «Правил випуску та обігу фондових деривативів в Україні» [86], затверджених Рішенням ДКЦПФР від 24.06.1997 р. № 13 (втратили чинність), де опціони та ф'ючерси на будь-який базовий актив, укладені як стандартні контракти, визнавалися похідними цінними паперами (з цього моменту можна рахувати початок четвертого етапу розвитку законодавства України щодо деривативів). Однак при цьому ДКЦПФР мала право визначати вимоги лише до цінних паперів, що торгуються на організованих ринках. Отже, небіржові опціони та ф'ючерси не могли бути цінними паперами. Форвард на той момент відносився лише до деривативних контрактів.

Численні заборони щодо обігу валют призвели до закріплення за деривативами статусу «інвестиції» та вимагали отримання індивідуальної інвестиційної ліцензії від НБУ стосовно деривативів з іноземними контрагентами [104]. Обсяг торгів деривативами був мінімальним. Однак після світової кредитної кризи 2008 р. мінімальні обсяги торгів на позабіржовому ринку деривативів впали до нульових показників в Україні, а НБУ заборонив операції з деривативами в іноземній валюті та процентних ставках як на території країни, так і на міжнародній основі [101]. У зв'язку з цим український сегмент компаній, зацікавлених у хеджуванні ризиків, повністю перевели своє операції на іноземні ринки деривативів.

Спроби подолати кризу на ринку деривативів були зроблені в 2007 р., коли було розроблено проект закону України «Про деривативи», який переважно регулював організовану торгівлю деривативами на біржах. Законопроект крім того, мав численні недоліки, пов'язані із відсутністю механізмів зменшення ризиків для торгівлі деривативами, зокрема, стандартизації контрактів, можливості їх розірвання та механізмів неттінгу.

П'ятий етап починається з прийняттям Цивільного кодексу України [158] (далі – ЦК України) у редакції від 16.01.2003 р., який також містив визначення похідних цінних паперів, які випускаються та вводяться в обіг у залежності від права на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів. Групи та види похідних цінних паперів ЦК України не визначав. Правила про деривативи [112] не могли застосовуватися до відносин щодо випуску та обігу деривативів, оскільки були підзаконним актом, однак втратили чинність лише 16. 06. 2009 р.

Визначення видів похідних цінних паперів у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» [120] (втратив чинність) від 23.02.2006 р. також не відбулося (шостий етап). У ст.15 цього закону лише зазначалося про те, що особливості емісії (видачі), обігу та обліку похідних цінних паперів та порядок розкриття інформації щодо них визначаються законодавством. Однак закон частково усунув невизначеність у правовій природі деривативів, підкресливши їх відмінність від цінних паперів, оскільки відповідно до ч.1 ст.2 Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», визначаючи поняття «фондовий ринок» законодавець використовував словосполучення: «цінні папери і похідні (деривативи)». Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначав фінансові інструменти як цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи 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). Однак закон не пояснює, що саме означає кожен з цих інструментів та як їх використовувати. Цей закон корисний лише з точки зору того, що він визначав повний перелік фінансових інструментів, які могли торгуватися на фондовому ринку України [151, с. 10-11].

Сьомий етап характеризується підзаконною правотворчістю ДКЦПФР. Так рішенням ДКЦПФР від 16. 06. 2009 р. затверджено «Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» № 572 [105]. Визначаючи опціонний сертифікат прямо серед його реквізитів зазначено «найменування похідного цінного папера». До інших актів ДКЦПФР також було внесено зміни, за якими опціонний сертифікат визнавався цінним папером («Положення про депозитарну діяльність» [100], затверджене рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006р. та «Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів» [103], затверджене рішенням ДКЦПФР від 17.10.2006р.). Отже, в той період опціон більше був цінним папером, ніж договором, однак прямо до цінних паперів законом не відносився, а тому був своєрідним «сурогатом» цінного папера.

На восьмому етапі перелік деривативів було розширено за рахунок своп вже в Податковому кодексі України [73] (далі – ПК України) від 10.12.2010р. Позитивним моментом правового регулювання деривативів у ПК України слід вважати їх визначення як цивільно-правових договорів (контрактів). Так, своп визначався як цивільно-правова угода (договором та навіть контрактом); опціон – як цивільно-правовий договір (контракт); форвардний контракт – цивільно-правовий договір; ф'ючерсний контракт (ф'ючерс) – стандартизований строковий контракт.

З 2008 р. Україна взяла на себе зобов'язання запустити ринок деривативів в Україні, і це зобов'язання було ще більше посилено Угодою про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони [147] у 2014 р. У подальшому з метою імплементації норм права Європейського союзу відповідно до Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, в Україні активно впроваджувалися зміни до законодавства, що регулює фінансовий сектор та, зокрема, ринок деривативних (похідних) фінансових інструментів (дев'ятий етап, сучасний).

НБУ розпочав власні процедури щодо лібералізації українського валютного контролю та регулювання ліквідності, бухгалтерського обліку та інших правил для операцій з деривативами. З 2017 р. НБУ оприлюднює відповідні нормативно-правові акти в межах своєї компетенції. На початку 2018 р. НБУ оголосив про майбутню лібералізацію валютного контролю, яка зрештою набула чинності 7 лютого 2019 р. Заміна індивідуальної валютної ліцензійної системи на систему електронних лімітів і прямий дозвіл на операції з форвардами, ф'ючерсами та свопами щодо іноземних валюти з метою хеджування ризиків за зобов'язаннями в іноземній валюті спричинили майже миттєвий ефект. 28 березня 2019 р. Кернел Груп та ІНГ Банк Україна повідомили, що першими уклали свопи гривня/долар США. Після цього було повідомлено про додаткові транзакції, й українські банки активно оприлюднювали дані щодо обсягів своїх деривативів [135].

З метою підвищення інноваційно-інвестиційного клімату та розвитку фінансової системи було прийнято Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 р. [46]. У процесі реалізації цієї програми в березні 2019 р. НБУ підписав угоду про співпрацю з міжнародним депозитарієм цінних паперів Clearstream (дочірньою компанією Німецької біржі Deutsche Börse Group), завдяки чому депозитарій Clearstream отримав доступ до українського ринку цінних паперів, зокрема до облігацій внутрішньої державної позики, чим було відкрито для іноземного капіталу, знижені системні ризики та операційні витрати. Крім того, реформування фінансового сектору відповідно до Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р. передбачало перевірку учасників фінансового ринку критеріям законності, внаслідок чого протягом 2015–2019 р.р. було зупинено торгівлю цінними паперами 273 емітентів, анульовано 136 ліцензій на провадження професійної діяльності на фондовому ринку за результатами розгляду справ про правопорушення [138].

На підставі затвердженої у 2018 р. НКЦПФР Концепції реформи інфраструктури ринків капіталу в Україні [47], впровадженої за підтримки

Європейського банку реконструкції та розвитку, був розроблений законопроект №6303-д від 04.07.2018р. «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу», який вносить низку змін до законодавства України в економічній та фінансовій сферах, у тому числі щодо реформування фондового ринку та ринку цінних паперів в Україні. Однак цей законопроект мав численні недоліки, зокрема, НКЦПФР за проектом набувала функцій квазі-правоохоронного органу з підпорядкуванням президенту України й надання йому повноважень призначення на посади та ротації голови та членів НКЦПФР, яка є органом виконавчої влади, з підпорядкуванням Кабінету Міністрів України. Безперечно недоліком проекту була також відсутність відповідальності представників НКЦПФР за свої дії чи бездіяльність, а також розмірів та форм відповідальності за порушення законодавства на фондовому ринку. Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» НКЦПФР здійснювала державне регулювання та контроль за діяльністю учасників ринку, випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування. Однак у цьому законі був прописаний лише механізм застосування відповідальності до емітентів, посередників (брокерів, дилерів, андерайтерів) та інфраструктурних учасників (депозитаріїв, зберігачів, реєстраторів, надавачів інформації) за завдані ними правопорушення, але не визначена система відшкодування збитків, завданих інвесторам та не вказано перелік гарантій, що мають забезпечити прозорість трейдингу та захист від таких правопорушень.

З метою подальшого розвитку фінансового сектору України, удосконалення його інфраструктури відповідно до провідних міжнародних практик затверджується Стратегія розвитку фінансового сектору до 2025 р. [98], в якій передбачені загальні цілі розвитку фінансового ринку в Україні, які полягають у досягненні європейських стандартів на фінансовому ринку, підвищенні довіри до фінансового ринку, виконанні Угоди про асоціацію між Україною та ЄС та інших міжнародних договорів України.

На сьогодні частково деякі проблемні питання регулювання фінансового ринку вирішені в Законі України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» [92] шляхом визначення єдиного державного регулятора ринків капіталу та організованих товарних ринків. Відповідно до абз.2 ч.1 ст.1 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків здійснює держава в особі НКЦПФР.

З метою подальшого впорядкування фінансового ринку було прийнято Закон України № 738-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» [113], яким були внесені зміни, унаслідок яких Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» з 1 липня 2021 р. було замінено Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Цей Закон відображає останні тенденції регулювання фінансового ринку в Європейському Союзі, а саме прийнятий на підставі рекомендацій Міжнародної асоціації свопів та деривативів (ISDA), Директиви Європейського Парламенту та Ради № 2014/65/ЄС від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів (MiFID II) [28] та Регламенту Європейського Парламенту та Ради № 600/2014 від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів (MiFIR) [247], Регламенту Європейського Парламенту та Ради № 648/2012 від 04.07.2014 р. про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозитарії (EMIR) [248].

Позитивною характеристикою нового закону є наявність зрозумілих визначень деривативних фінансових інструментів, а також запровадження нетінгу, генеральних контрактів та специфікацій для деривативних контрактів. Основні умови деривативного контракту грошового ринку підлягають погодженню з НКЦПФР, а для правочинів, сторонами яких є банки, – після звірки з НБУ. Віднесення деривативів до фінансових інструментів обумовлюється вимогою вчинення усіх операцій з ними за участі

або посередництва інвестиційної компанії, за виключенням випадків, коли банк укладає позабіржовий контракт на похідні фінансові інструменти зі своїм клієнтом, позабіржовий контракт на деривативи укладається кваліфікованими інвесторами, здійснюється виконання позабіржових зустрічних товарних деривативів, а також коли дериватив є транскордонним.

На думку експертів фондового ринку, реформа законодавства у сфері обігу деривативів сприяє підвищенню прозорості операцій на ринку капіталу та товарів, розширено суб'єктний склад учасників контрактів, а деривативна торгівля виходить із тіньового сектору [37].

За розрахунками експертів Проєкту «Трансформація фінансового сектору», потенційний обсяг ринку позабіржових деривативів в Україні оцінюється в 15 млрд доларів США на рік, і при цьому близько 6 000 учасників будуть залучені до операцій з валютними та аграрними деривативами [148].

Зазначені зміни до законодавства безпосередньо спрямовані на вдосконалення правового регулювання ринку деривативних фінансових інструментів в Україні, яке здійснюється низкою нормативно-правових актів загального та спеціального характеру. Законом України № 738-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» було внесено зміни не лише до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (у новій редакції – «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки»), а до Закону України «Про товарну біржу» («Про товарні біржі», який набрав чинності 1 липня 2021 р., у редакції Закону №738-IX від 19.06.2020р., яким передбачені нові норми та вимоги до здійснення професійної діяльності на ринку). Тому на сьогодні всі стандартизовані товари повинні торгуватися на біржах, які пройшли процедуру ліцензування в НКЦПФР. Законом роз'яснено, що терміни «товарна біржа», «оператор організованого ринку», «організований ринок» та похідні від них можуть використовувати в назві лише юридичні особи, які отримали відповідну ліцензію щодо діяльності з організації торгівлі продукцією на товарних біржах [32].

У цілому позитивно оцінюючи запровадження Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» деривативних контрактів, не можна не зазначити про невідповідність деяких положень цього закону конституційним принципам верховенства права (ст.ст. 1 та 8 Конституції України), однією з основних умов реалізації яких є правова визначеність. Принцип правової визначеності передбачає, насамперед, ясність та однозначність викладення правових приписів, відсутність внутрішніх суперечностей у нормативно-правовому акті та узгодженість з іншими законодавчими актами. Зокрема, думається, неоднозначно може тлумачитися в першу чергу положення ч.1 ст.1 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», де зазначено, що «Цей Закон регулює відносини, що виникають під час емісії, обігу, викупу цінних паперів та виконання зобов'язань за ними, укладання і виконання деривативних контрактів, заміни сторони деривативних контрактів та вчинення правочинів щодо фінансових інструментів на ринках капіталу, а також відносини, що виникають під час провадження професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках». При цьому, «вчинення правочинів щодо фінансових інструментів» вже охоплює «обіг цінних паперів», так само як «укладання і виконання деривативних контрактів, заміни сторони деривативних контрактів», оскільки цінні папери та деривативні контракти є фінансовими інструментами, а закон не лише «регулює відносини, що виникають під час провадження професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках», але й визначає порядок утворення та умови надання статусу відповідних професійних учасників.

Ч. 2 ст.1 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки», яка вводить обмеження ринку енергоносіїв, не надає можливості встановити, чи поширюються його вимоги на відносини, пов'язані з укладенням та виконанням правочинів, предметом яких є енергоносії, тим

більше, що в низці статей закону (стаття 7, 17, 142) питання, пов'язані з торгівлею енергоносіями прямо регулюються.

Недоліком оновленого законодавства у сфері фінансових інструментів також є відсутність у Законі України «Про ринки капіталу й організовані товарні ринки» визначення фінансових інструментів. Натомість, у п. 13 ч.1 ст. 2 Закону України «Про ринки капіталу й організовані товарні ринки» надається визначення деривативних фінансових інструментів, якими є деривативні цінні папери та деривативні контракти.

Визначення фінансових інструментів міститься в Національному положенні (стандарті) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» [65] (далі – стандарт «Фінансові інструменти»), відповідно до якого фінансовий інструмент є контрактом, наслідком укладання якого є поява або збільшення фінансового активу на балансі одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого. Зрозуміло, що зазначене визначення не відповідає сучасному цивільному законодавству України і є застарілим. Фінансові інструменти відповідно до стандарту «Фінансові інструменти» поділяються на фінансові активи, фінансові зобов'язання, інструменти власного капіталу й похідні фінансові інструменти. Неузгодженість стандарту «Фінансові інструменти» із Законом України «Про ринки капіталу й організовані товарні ринки» полягає в тому, що цей закон не містить категорії похідний фінансовий інструмент. У стандарті «Фінансові інструменти» за похідним фінансовим інструментом розрахунки відбуваються в майбутньому, а зміна його вартості відбувається внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними, за умови відсутності вимоги початкових інвестицій. Юридична техніка такого визначення не може оцінюватися як задовільна і відображає частково лише економічну складову похідних фінансових інструментів як форми об'єктивації засобів впливу на фінансові ресурси.

Уже в ч.1 ст.7 Закону України «Про ринки капіталу й організовані товарні ринки» перераховуються фінансові інструменти, якими є: «1) цінні папери, в тому числі цінні папери інститутів спільного інвестування; 2) інструменти грошового ринку; 3) опціони, ф'ючерси, свопи, контракти на майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, базовим активом яких є цінні папери, валюта або інші деривативні контракти, базовим показником яких є процентні ставки, дохідність, індекси або курс, та які можуть бути виконані у вигляді фізичної поставки (поставні деривативні контракти) або розрахунків (розрахункові деривативні контракти); 4) опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та інші деривативні контракти, базовим активом яких є продукція, які мають або можуть бути виконані у вигляді розрахунків за вибором однієї зі сторін (змішані деривативні контракти), крім випадків неплатоспроможності або інших випадків припинення зобов'язань; 5) опціони, ф'ючерси, свопи та інші деривативні контракти, базовим активом яких є продукція, що укладаються на торговельних майданчиках та які можуть бути виконані у вигляді фізичної поставки (поставні деривативні контракти), крім контрактів (договорів), передбачених частиною другою цієї статті; 6) опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та інші деривативні контракти, базовим активом яких є продукція, які можуть бути виконані у вигляді фізичної поставки (поставні деривативні контракти) та які не зазначені в пункті 5 цієї частини, укладаються не в комерційних цілях та мають характеристики іншого деривативного фінансового інструменту; 7) деривативні фінансові інструменти, що передбачають передачу кредитного ризику, зокрема кредитні ноти та кредитні дефолтні свопи; 8) фінансові контракти на різницю цін; 9) опціони, ф'ючерси, свопи, контракти на майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, що стосуються кліматичних параметрів, ставок фрахту, показників інфляції або інших показників економічної статистики, які мають бути виконані у вигляді розрахунків (розрахункові деривативні контракти) або можуть бути виконані у вигляді розрахунків за вибором однієї зі сторін (змішані деривативні контракти), крім випадків

неплатоспроможності або інших випадків припинення зобов'язань; 10) деривативні контракти, що стосуються активів, прав, зобов'язань, індексів, курсів, які не зазначені в цій частині та які мають характеристики іншого деривативного фінансового інструменту, в тому числі, які укладаються на регульованому ринку, ОТМ або БТМ» [114].

Відповідно до ч.2 ст.7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» до категорії фінансових інструментів не належать: 1. контракти оператора ринку електричної енергії, оператора системи передачі, оператора газотранспортної системи щодо яких поставка є обов'язковою, а також контракти на різницю цін щодо енергетичних продуктів/послуг та договори про надання послуги із забезпечення стабільності ціни на електричну енергію щодо яких поставка не є обов'язковою; 2. поставні опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та інші деривативні контракти, базовим активом яких є продукція, не зазначені в пункті 6 частини першої статті 7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», що укладаються в комерційних цілях та не мають характеристики іншого деривативного фінансового інструменту; 3. товарні спот-контракти незалежно від місця торгівлі; 4. товарні форвардні контракти щодо оптових енергетичних продуктів з фізичною поставкою, якщо вони торгуються на інших ринках, ніж БТМ та регульований ринок.

Положення ст. 7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» не є зрозумілими й потребують пояснення, які були надані в роз'ясненні «Щодо застосування деяких положень частин першої та другої статті 7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [117]. Зокрема, відповідно до п. 4 цього роз'яснення, «контракти щодо оптових енергетичних продуктів не є фінансовими інструментами, крім тих, що укладаються на БТМ та/ або регульованому ринку». Ст. 7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» оптові енергетичні продукти та всі деривативи, що до них відносяться – ф'ючерси, форварди і т.ін. не визнає предметом діяльності на ринку капіталу. Замість того, деривативи на

енергоносії з реальною фізичною поставкою електроенергії чи газу є предметом діяльності на організованому товарному ринку, діяльність на якому провадять товарні біржі. Однак відсутність умови поставки вже дає підставу розглядати дериватив як фінансовий інструмент [139].

Отже, оновлене законодавство не усунуло усіх суперечностей у нормативно-правових актах, зокрема, стосовно термінології та визначень певних категорій. Законодавство України щодо класифікації цінних паперів та деривативів у цілому підлягає удосконаленню, зокрема за рахунок його гармонізації із правом ЄС. Однак класифікація фінансових інструментів у Директиві Європейського Парламенту та Ради № 2014/65/ЄС від 15.05.2014р. про ринки фінансових інструментів (далі – MiFID II) також викликає численні запитання. Фінансовими інструментами в MiFID II названі: 1) обігові цінні папери; 2) інструменти грошового ринку; 3) паї в компаніях колективного інвестування; 4) опціони, ф'ючерси, свопи, контракти на майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти щодо цінних паперів, валюти, відсоткових ставок або доходів, квот на викиди або інших деривативних інструментів, фінансових індексів або фінансових показників, які можуть бути виконані у вигляді фізичного постачання або грошових розрахунків; 5) опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та будь-які інші деривативні контракти, що стосуються товарів, які повинні або можуть бути виконані у вигляді грошових розрахунків за вибором однієї зі сторін з іншої причини, ніж дефолт або інша подія, що припиняє зобов'язання; 6) опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти, що стосуються товарів, які можуть бути виконані у вигляді фізичного постачання, за умови, що ними торгують на регульованому ринку, БТМ чи ОТМ, за винятком оптових енергетичних продуктів, якими торгують на ОТМ і які повинні бути виконані у вигляді фізичного постачення; 7) опціони, ф'ючерси, свопи, форварди та будь-які інші деривативні контракти, що стосуються товарів, які можуть бути виконані у вигляді фізичного постачення, не були згадані в пункті 6 цієї секції, не призначені для комерційних цілей і мають характеристики інших

деривативних фінансових інструментів; 8) деривативні інструменти для передачі кредитного ризику; 9) фінансові контракти на різницю цін; 10) опціони, ф'ючерси, свопи, контракти на майбутню відсоткову ставку та будь-які інші деривативні контракти, що стосуються кліматичних параметрів, ставок фрахту, показників інфляції або інших офіційних економічних статистичних даних, які повинні або можуть бути виконані у вигляді грошових розрахунків за вибором однієї зі сторін з іншої причини, ніж дефолт або інша подія, що припиняє зобов'язання, а також будь-які інші деривативні контракти, що стосуються активів, прав, обов'язків, індексів і показників, які раніше не згадувалися в цій секції й які мають характеристики інших деривативних фінансових інструментів, з урахуванням того, чи, між іншим, ними торгують на регульованому ринку, ОТМ або БТМ; 11) квоти на викиди, що складаються з будь-яких одиниць, які визнані для ціле відповідності вимогам Директиви 2003/87/ЄС.

При цьому не зрозуміло, чому інструменти грошового ринку виділені в окрему групи без перерахування видів. Наприклад, розрахунковий форвард чи валютний своп теж є інструментами грошового ринку. Аналогічний підхід до класифікації відображено в ч.1 ст.7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», де інструменти грошового ринку не деталізуються (п.2).

У групі 4 фінансових інструментів в MiFID II не називається форвард, а замість того зазначається про контракти на майбутню відсоткову ставку, які є відсотковими форвардами (далі – FRA). Так само не зрозуміло, як FRA можуть стосуватися товарів, якщо вони укладаються на майбутні відсоткові ставки на кредит.

Кредитні деривативи у групі 8 в MiFID II виділені окремо. Так само, в п.7 ч.1 ст.7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» виділено окремо деривативні фінансові інструменти, що передбачають передачу кредитного ризику, зокрема кредитні ноти та кредитні дефолтні свопи.

Слід зазначити, що створення ринку кредитних деривативів є необхідним для ефективної роботи банків та фінансової системи України. Ці інструменти дозволяють виділити кредитний ризик з базового активу та розподілити його між учасниками контракту. Українська економіка через низький рівень диверсифікації потребує розробки ефективних фінансових інструментів страхування ризиків за рахунок кредитних деривативів, що виступають гарантіями повернення кредитів [7, с. 105].

Кредитні деривативи можуть бути збалансованими або враховуватися на балансі, залежно від їх виду. Використання кредитних деривативів дозволяє банкам створювати більш ефективні портфелі та зменшувати витрати на трансакції та володіння базового активу. Однак, недоліком цих інструментів є їх незабезпеченість матеріальними активами, що може призвести до формування високих кредитних ризиків [186].

За типовою класифікацією кредитних деривативів розрізняють власне кредитні деривативи (кредитні дефолтні свопи, свопи на активи, кредитні спредові свопи, свопи повного повернення) та інструменти, що є балансовими аналогами кредитних деривативів (кредитно-дефолтне зобов'язання або кредитні ноти, ноти участі у кредиті) [60].

Кредитні дефолтні свопи (англ., Credit Default Swap, далі – CDS) є ключовим інструментом на ринку кредитних деривативів. CDS – це контракт, який дозволяє покупцеві отримати компенсацію в разі виникнення певної кредитної події, пов'язаної з референційним активом, пулом активів або окремим кредитом. Компенсація може бути надана у формі грошового відшкодування або фізичної доставки активу за визначеною ціною. Періодична премія, розмір якої визначений у базисних пунктах, є оплатою за отримання права на компенсацію і сплачується покупцем CDS емітенту.

Свопи повного повернення (англ., Total Return Swap, далі – TRS) – це контракти, за якими одна сторона отримує суму доходу від референційних активів у вигляді відсоткових платежів за фіксованою або плаваючою ставкою, а друга сторона компенсує зміни вартості активів і відсоткові ризики.

Ці контракти призначені для передачі кредитного ризику, де грошовий потік, що відображає економічні результати базового активу, обмінюється на інший грошовий потік згідно з умовами контракту. Одна сторона сплачує повну суму доходів, яка розраховується за номінальною вартістю активу, тоді як інша сторона здійснює регулярні платежі за фіксованою або плаваючою ставкою «Лібор».

Кредитно-дефолтне боргове зобов'язання має два види: кредитна нота (Credit (Default) Link Note – CLN) та нота участі у кредиті (Loan Participation Note – LPN). CLN визнається як грошове забезпечення, яке залежить від того, чи сталася кредитна подія чи ні. Якщо кредитна подія відбулася, то боргова вимога погашається в розмірі реальної вартості (зменшеної на збитки), а якщо ні – то за номінальною ціною. Покупець CLN бере на себе ризик дефолту активу та ризик дефолту емітента CLN. Однак, він має право вимоги тільки до емітента CLN.

LPN відрізняється від CLN рядом вимог, які інвестори висувають до емітента. CLN випускають компанії, що не мають лістингу на західній біржі й кредитного рейтингу. Для випуску LPN необхідна наявність клірингу за міжнародними стандартами протягом трьох останніх років, а також кредитних рейтингів від двох міжнародних агенцій. Додатково потрібно зазначити, що компанія, яка є емітентом LPN, повинна бути внесена до лістингу однієї із західних бірж [2].

За законодавством України кредитна нота (CLN – Credit Linked Notes) належить відповідно до ст.8 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» до емісійних та деривативних цінних паперів, які банк-емітент випускає паралельно з видачею кредиту своєму позичальникові [69]. У ч.1 ст.24 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» кредитна нота визначена як «емісійний деривативний цінний папір, що може існувати лише в електронній формі та посвідчує обов'язок емітента здійснювати виплату відсоткових доходів власнику такого цінного папера у розмірі та строки, встановлені проспектом (рішенням про емісію), погашення

якого здійснюється шляхом сплати емітентом власнику номінальної вартості такого цінного папера, за умови, що не відбулася подія, пов'язана із платоспроможністю третьої особи, зазначеної у проспекті (рішенні про емісію)». Ноти, що обертаються на кредитному ринку відрізняються прив'язкою до кредитних характеристик базового активу. У структуру кредитної ноти (CLN) входить [кредитний дефолтний своп](#) (CDS) [71]. Емісія кредитної ноти як цінного папера відбувається на підставі укладеного деривативного контракту, однак порядок окремого обігу деривативу та деривативного цінного папера кредитна нота в законодавстві не визначений. Така складна структура кредитної ноти дозволяє відносити її до деривативів.

За ст. 33 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» кредитний дефолтний своп (англ., credit default swap) є деривативом. Цей інструмент кредитування є одним із видів захисту від кредитних ризиків і використовується фінансовими установами. Кредитно-дефолтний своп – це угода між двома сторонами, де одна сторона (покупець кредитного захисту) зобов'язується регулярно виплачувати платежі іншій стороні (продавцеві кредитного захисту) в обмін на платіж у випадку, коли вказаний актив (reference asset) зазначеного підприємства (reference entity) стає кредитним ризиком. Протягом дії угоди покупець кредитного захисту регулярно виплачує продавцеві захисту певну винагороду. Продавець захисту здійснює платежі на користь покупця захисту лише у випадках, якщо зменшується рейтинг позичальника, відбувається банкрутство або реструктуризація боргу [42, с. 2].

Кредитні деривативні контракти відокремлюють володіння й управління кредитним ризиком і таким чином перерозподіляють кредитний ризик між учасниками контракту. Відсутність визначення та класифікації кредитних деривативів у законодавстві України є перепорою на шляху розвитку цього важливого сегменту ринку деривативів. Тому пропонується доповнити класифікацію деривативних контрактів за типом базового активу кредитними деривативними контрактам, закріпити в ч.1 ст.31 Закону України

«Про ринки капіталу та організовані товарні ринки визначення кредитних деривативних контрактів як деривативних контрактів, базовим активом яких є кредитні події (дефолт, прострочення платежів або реструктуризація боржника в рамках процедури банкрутства). Також пропонується передбачити в ч. 1 ст. 33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» види кредитних деривативів, які, згідно з рекомендаціями Базельського комітету з питань банківського нагляду (англ. Basel Committee on Banking Supervision) при Банку міжнародних розрахунків («Committee on Banking Supervision of the Bank for international Settlements») (Базель II) [6], визнаються інструментами пом'якшення ризиків – кредитний дефолтний своп, кредитно-дефолтне боргове зобов'язання та своп повного повернення.

Повернемося до характеристики фінансових інструментів в MiFID II. Фінансові контракти на різницю цін, виділені в ній у групу 8, за усталеною практикою належать до деривативів, однак з незрозумілої причини в MiFID II ними не називаються. Отже, проблема термінології та класифікації деривативів характерна не лише для українського законодавця, але й для нормотворчості ЄС, яка теж не змогла відійти від так званої концепції «а також будь-які інші фінансові інструменти».

Слід зазначити, що Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», продовжує оперувати поняттям «похідні цінні папери», механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

У п.10 ч.1 ст.28 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [119], втрата чинності якого відбудеться 01.01.2024р. на підставі Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» використовується формулювання: «законодавство, що регулює діяльність на ринках цінних паперів та похідних (деривативів)». Тим самим, розрізняються поняття «цінні папери» та «деривативи». Слід зазначити, що до внесення змін Законом України» Про

ринки капіталу і організовані товарні ринки»)), в абз. 2 ч. 1 ст. 21 цього закону терміни «похідні цінні папери» та «деривативи» використовувалися як рівнозначні.

У п. 3 ч.1 ст.195 ЦК України серед груп цінних паперів, які можуть перебувати в обігу в Україні, виокремлюються деривативні цінні папери, «що посвідчують право власника у визначених проспектом (рішенням про емісію цінних паперів) випадках та порядку вимагати від емітента придбання або продажу базового активу та/або реалізації встановлених проспектом (рішенням про емісію цінних паперів) прав щодо базового активу та/або здійснення платежу (платежів) залежно від значення базового показника». Види деривативних цінних паперів наводяться в п.4 ч.7 ст.8 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», до яких належать: а) опціонні сертифікати; б) фондові варанти; в) кредитні ноти; г) депозитарні розписки; ґ) державні деривативи.

Водночас, при визначенні основних завдань НКЦПФР у п.3 Указу Президента України «Про затвердження Положення про Національну комісію цінних паперів та фондового ринку» [102] використовуються термінологічні сполучення «цінні папери» та «похідні (деривативи)». Крім того, в українському законодавстві на позначення деривативів використовуються терміни «строковий контракт» та «похідний цінний папір». Отже, головною проблемою українського законодавства у сфері правового регулювання ринку деривативних фінансових інструментів залишається відсутність єдиної та зрозумілої термінології.

Суперечності понятійно-категорійного апарату при визначенні деривативів підтверджують необхідність удосконалення законодавства України щодо ринку деривативів.

У сучасній економічній науці поняття деривативів є найпоширенішим терміном, однак знову ж таки без однозначно прийнятого трактування. Слово «дериватив» має латинське походження (derivatus – відведений, derivatio – відведення, відхилення) і перекладається як похідне від чогось, що існувало

раніше. Похідні фінансові інструменти (деривативи) дістали свою назву від англійського терміна «derivative» – «похідний». Французькою мовою «derivatif» – вихід, латинською – «derivare» – відводити, проводити. Деривативи названі в англійській мові цим терміном, оскільки їх вартість походить від вартості певних інструментів, які є базою контракту.

У глосарії банку JPMorgan, лідеру на ринку деривативів, дериватив визначається, як інструмент чи продукт, ціна якого змінюється відповідно до зміни ціни на один або більше ринкових об'єктів, таких як акція, товарна ціна, процентна ставка або обмінний курс [256, р. 24].

На офіційному сайті Європейської Комісії дериватив характеризується як фінансовий контракт, пов'язаний із коливанням ціни базового активу або кошика активів. Поширеними прикладами активів, на які може бути укладений контракт на похідні інструменти, є інструменти процентної ставки, акції або товари. Позабіржовий дериватив – це дериватив, який обговорюється приватно і не торгується на біржі. На позабіржові деривативи припадає майже 95% ринків деривативів. Вони мають значний вплив на реальну економіку, від іпотеки до цін на продукти харчування [180].

Як свідчить англомовна практика застосування терміна «derivatives», цей термін визначається як контракт, а не як цінні папери. Похідні інструменти – це фінансові контракти, вартість яких залежить від базового активу або групи активів. Зазвичай використовуваними активами є акції, облігації, валюти, товари та ринкові індекси. Вартість базових активів постійно змінюється відповідно до ринкових умов. Основним принципом укладання контрактів на похідні інструменти є отримання доходу шляхом спекуляції на вартість базового активу в майбутньому [206].

Однак часом можна зустріти в таких країнах як США та Велика Британія, використання терміну «securities» на позначення деривативів. Пояснити таке використання термінології в англійській мові можна тим, що для країн загального права поняття «цінні папери» (securities) та «похідні

фінансові інструменти» (contracts) об'єднані в поняття «деривативи» («derivatives»).

Зокрема, у Законі США про модернізацію товарних ф'ючерсів (CFMA) [196], який був прийнятий у 2000 році, використовується термін «financial derivatives» для всіх деривативних контрактів. Цей закон дозволив досвідченим сторонам укладати торговельні контракти без перевірки, як зазначено в Законі про товарні біржі 1936 року. Натомість комерційна діяльність за цими контрактами повинна відповідати загальним вказівкам і правилам надійності та безпеки. До 2000 року на позабіржові контракти на деривативи поширювалося правило загального права під назвою «правило проти контрактів на різницю», яке розглядало контракти на деривативи, які не могли бути доведені для хеджування реальної позиції в базовому активі, як юридично нездійсненні контракти на парі. Спекулятивні ставки на ціни можна безпечно робити лише на регульованих біржах. У 2000 році Конгрес скасував це багатовікове правило, дозволивши хедж-фондам, банкам і страховим компаніям використовувати похідні інструменти для спекулятивних операцій, а не лише для справжнього хеджування. Це призвело до краху AIG і кредитної кризи 2008 року [252].

У країнах континентального права деривативи та цінні папери розмежовуються як поняття [2, с. 101]. За визначенням регулятора фінансового ринку Великобританії FSA (Financial Services Authority), до деривативів належать лише контракти на різницю – ф'ючерси і опціони (ст. 2(1)(29) MiFIR [236]) [205].

Для з'ясування обсягу поняття «дериватив» необхідно звернутися до наукових напрацювань у цій сфері. Серед іноземних авторів, які вивчають ринок деривативів, слід відзначити наступних: С. Акбар [179], Ю. Айзун [182], С. Бає [183], М. Бардосчіа [184], С. Бартрам [185], І. Бег [187], Ф. Беззіна [188], Бланко [189], В. Боргер [191], Д. Во. [259], К. Гаршкайте [209], М. Донохос [201], А. Карол [192], Б. Карутерс [193], Л. Куаглія [242], Р. Кумара [226], С.

Майордомо [233], Дж. Мерфі [63], Дз. Лі [228], Дз. Кхан та Д. Лей, Р. Косовські та С. Нефц [225], К. Олдані [237], М. Рубінштейн [249], Р. Сарвесвара [250], Л. Хеншел [213] та ін.

У дослідженнях цих авторів аналізуються переваги та недоліки деривативів як фінансових інструментів глобалізації та фінансової інтеграції світових ринків. Однак зазначені автори приділяють увагу лише економічній складовій ринку деривативів, залишаючи поза увагою проблематику правового регулювання. Водночас інформація про деривативи, отримана із цих джерел, дозволяє сформуванати комплексний підхід до визначення правової природи деривативів.

Визначення деривативів у зарубіжних джерелах відштовхуються від розуміння їх як фінансових інструментів. Так, в економічній літературі існує декілька підходів до визначення деривативів. Зазвичай визначення деривативу в зарубіжній літературі має такий вигляд: «...дериватив – це фінансовий продукт, розроблений з метою отримання прибутків/збитків від операцій, пов’язаних з ним і який базується на інструментах, що лежать в його основі, зокрема таких як: товари, цінні папери, валюта...» [204, р. 3] або «...дериватив – це фінансовий інструмент, вартість якого залежить або походить від вартості більш простих фінансових інструментів, які покладені в його основу» [216, р. 1]. Як результат, при перекладі англomовного терміна «Derivative» більшість україномовних дослідників просто замість терміна «дериватив» використовували в науковій літературі, як їм здавалось, більш простіший термін «похідний фінансовий інструмент». Хоча світова практика доводить, що у країнах з ринковою економікою сам термін «похідний фінансовий інструмент» не застосовується ні в науковій, ні в нормативно-правовій літературі. В останній часто можна знайти термін «дериватив» або «строкова угода» [17].

Ознака строковості поняття «дериватив» пов’язана з тим, що наряду з цим терміном у зарубіжній літературі часто використовують поняття «строкова угода». Так, відомий економіст Дж. Кейнс у своїх трактатах вживає

термін «строкові інструменти», під якими розглядає угоди на строк, що слугують для проведення касових операцій з інструментами в майбутньому [41, р. 43].

Такий дослідник як Дж. Халл, визначає похідний інструмент як фінансовий інструмент, вартість якого залежить від (або походить від) вартості іншої, більш основної базової змінної [216].

Відповідно до визначення Р. МакДональда – «...дериватив – інструмент або угода між двома контрагентами, вартість якої визначається ціною іншого активу» [234].

А.Б. Фельдман та С. Вайн похідними вважають інструменти, ціна на які залежить від вартості та ціни товарів (активів), що лежать в їх основі, та надають право купити чи продати певний актив у майбутньому **[Ошибка! Источник ссылки не найден., с. 45-48]**.

За визначенням Дж. Блек, «дериватив (від англ. «Derivative») – це похідний інструмент, вартість якого походить від ціни активу, що лежить в його основі (товару, цінних паперів, валюти)...» [10, с. 194].

М. Рубінштейн [249] уникає узагальнень і просто вдається до перерахування існуючих похідних фінансових інструментів.

У словниках «дериватив» визначається як похідний продукт («Derivative product»), що містить у собі умовну трансакцію, вартість або ціна якої базується на вартості або ціні активу, що лежить в його основі, включаючи витрати на підтримку позицій, як біржовий фінансовий інструмент, операції з яким не пов'язані з прямою купівлею-продажем матеріальних або фінансових активів» [36, с. 80-81].

Українські автори робили спроби сформулювати узагальнене широке визначення деривативів. У визначеннях В.В. Гоффе [25] та А.А. Пересади [72, с. 378] наголошується на строковій природі деривативу, яким встановлюються умови проведення операцій з базовим активом та який не потребує початкових інвестицій, є ефективним інструментом хеджування.

На думку Л.О. Шкварчука, фінансові інструменти є специфічними активами, що являють собою законні вимоги їхніх власників на отримання певного грошового доходу в майбутньому обертаються на фінансовому ринку і мають грошову вартість [173]. Таке вузьке визначення фінансових інструментів через поняття активів неприпустиме, оскільки поняття «фінансові інструменти» є ширшим за своїм економічним змістом, оскільки до активів відносять лише ті засоби, які здатні приносити дохід їхнім власникам.

О.М. Сохацька розмежовує деривативи як похідні інструменти від ціни базового активу та строкові фінансові інструменти, які вона визначає через категорію контракту на купівлю-продаж базового фінансового інструменту у майбутньому [132, с. 65]. Похідний фінансовий інструмент, як зазначає О.М. Сохацька, є строковим контрактом, за яким вартісна оцінка величини зобов'язань або прав одного контрагента зафіксована, а іншого – залежить від вартості базового активу, тобто є похідною [134, с. 11].

Ф. Мишкін ототожнює фінансові інструменти з цінними паперами, стверджуючи, що на фінансовому ринку продають цінні папери, «які також називаються фінансовими інструментами» [62, с. 75].

Л.О. Примостка визначає поняття деривативу як «...похідного фінансового інструменту (контракту), який укладається з метою перерозподілу фінансових ризиків і передбачає попередню фіксацію всіх умов проведення в майбутньому певної операції з інструментами, які є предметом угоди. Похідні фінансові інструменти в англomовній літературі ще називають деривативами, оскільки їх вартість є похідною від вартості базового активу, покладеного в його основу...» [88, с. 7].

На думку дослідниці О.Ю. Смолянської, особливість похідних фінансових інструментів (деривативів) полягає в тому, що їх інвестиційна віддача залежить від тих фінансових інструментів, від яких вони походять, тобто їх обіг пов'язаний з обігом базових фінансових активів. Базовим інструментом у подібних контрактах фінансового характеру можуть бути як окремі види первинних фінансових інструментів – грошові кошти в

національній та іноземній валютах, цінні папери, фінансові показники у вигляді індексів, курсів, відсоткових ставок, – так і самі деривативи. Предметом похідного контракту можуть виступати не лише фінансові інструменти, але й біржові товари [131].

Наведені визначення є описовими і не відображають правову природу деривативів. Не можна погодитися також із авторами, які ототожнюють деривативні фінансові інструменти з цінними паперами. Так, у дослідженні В.А. Мельник деривативи на цінні папери називаються похідними цінними паперами. Водночас цей автор вважає, що до похідних цінних паперів відносяться такі документи, які засвідчують наявність у їх власників певних спеціальних прав по відношенню до цінних паперів [59, с. 100].

В.Л. Акуленко, О.О.Захаркін, М.С. Дунаєв прямо називають дериватив цінним папером, вартість якого визначається ціною базового активу, від якого він походить. На думку авторів, сторони, які укладають угоду, мають справу не з самим базовим активом, а з документом, який надає права на здійснення операцій з купівлі або продажу його на ринку. Базовим активом можуть виступати валюта, товари, цінні папери, індекси та інше [1].

Ототожнюють цінні папери та деривативи також такі автори, як Г.І. Андрєєва [2], А.О. Згама [35, с. 72], С.О. Маслова [58, с. 164], В.А. Мельник [59, с. 101], Л.О. Примостка [88], О.М. Сохацька [132], В.П. Ходаківська [155, с. 56], І.М. Товкун [144, с. 19], В.І. Труба [146]).

На думку інших дослідників, деякі деривативи не можна відносити до категорії цінних паперів. Як зазначає О.С. Яворська, деривативи мають форму двосторонніх договорів, що, звичайно, не узгоджується із загальновизнаною трактовкою цінних паперів як документа «установленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, яка має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам» [177].

У своїй дисертації Ю.В. Мица зазначає, що «економічну тезу про природу деривативів як цінних паперів слід переносити на ґрунт юриспруденції із певними застереженнями щодо кожної конкретної конструкції похідних фінансових інструментів». Отже, позиція автора не зрозуміла, але лише натякає, що деривативи є цінними паперами, які, однак «втратили договірний характер через напластування не властивих класичному договору ознак – особливого типу строковості й стандартизації його умов, спеціальних гарантій виконання, знеособлення, особливої ролі організаційного елемента». При цьому, такі деривативи, як форвардні контракти, депозитарні розписки та свопи, на думку Ю.В. Мици, не є похідними цінними паперами [61].

Інші автори характеризують лише деривативні цінні папери (опціонні сертифікати, фондові варанти, кредитні ноти, депозитарні розписки та державні деривативи) як групу цінних паперів нарівні з пайовими, борговими та товаророзпорядчими цінними паперами згідно з п.3 ст.195 ЦК України [156, с. 20].

Фінансові деривативи в економічній літературі зазвичай визначають як контракти, що укладаються з метою перерозподілу фінансових ризиків і передбачають фіксацію всіх умов проведення в майбутньому певної операції (купівлі, продажу, обміну, емісії) з інструментом, який є предметом угоди [122, с. 8].

У науковій літературі деривативні інструменти також часто називають строковими контрактами. В.М. Шелудько відносить до строкових контрактів такі, в яких обумовлюється обсяг базового активу, термін виконання, валюта розрахунку, спосіб виконання (поставка активу чи розрахунки грошовими коштами) та інші характеристики. За строковим контрактом одночасно виникає два зобов'язання: зобов'язання продавця і зобов'язання покупця, які одночасно є і відповідними майновими правами [171, с. 90].

У цілому, слід зазначити, що в українській науковій літературі дослідники використовують терміни – «похідний фінансовий інструмент»,

«строкова угода» та «дериватив». У сучасних умовах функціональне використання строкових контрактів уже не зводиться тільки до реальної поставки базового активу, що зумовило їх схожість з фінансовими інструментами. Враховуючи вище вказане, можна провести паралель між поняттями «дериватив», «похідний фінансовий інструмент» і «строкова угода». Уявляється, поняття «деривативний контракт» та «похідний інструмент» є рівнозначними поняттями і можуть одночасно використовуватися при характеристиці контрактів, які передбачають різницю у часі між датою укладання та виконання контракту. Однак не усі строкові контракти є деривативами. Так, строкові валютний своп та контракт РЕПО є аналогами кредитно-депозитного договору.

Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» замість поняття «похідний фінансовий інструмент» вживає поняття «деривативний контракт». Відповідно до ч.1 ст.31 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», деривативний контракт встановлює обов'язок однієї або кожної із сторін такого договору щодо базового активу та/або умови якого залежать від значення базового показника, а також можуть передбачати обов'язок проведення грошових розрахунків.

В абз.1 підпункту 14.1.45 4.1 п.14.1 ст.14 ПК України [73] до деривативів відносять документи, що засвідчують право та/або зобов'язання придбати чи продати в майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. До них законодавець відніс своп; опціон; форвардний та ф'ючерсний контракт. Отже, в податковому законодавстві визначення поняття «деривативи» не приведено у відповідність до вимог Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», що продовжує невизначеність щодо податкового режиму, який буде застосовуватися до деривативів.

Відповідно до Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів [74] (далі – Положення про форму деривативів) деривативом

визнається стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. Так, згідно з зазначеним Положенням про форму деривативів для деривативів, до яких належать форвардний та ф'ючерсний контракти, опціон, встановлена вимога щодо письмової форми їх існування, а також закріплено перелік обов'язкових умов, які повинні міститися в стандартизованих документах, відсутність яких має своїм наслідком визнання контракту таким, що не є деривативом.

Поняття «дериватив» також визначається в Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України [38]. Так, деривативом визнається фінансовий інструмент, що відповідає таким характеристикам: його вартість змінюється у відповідь на зміни встановленої ставки відсотка, ціни фінансового інструменту, ціни товару, валютного курсу, індексу цін чи ставок, показника кредитного рейтингу чи індексу кредитоспроможності, або подібної базової змінної; він не вимагає початкових чистих інвестицій або вимагає початкові чисті інвестиції, які є меншими, ніж ті, що були б потрібні для інших типів контрактів, які, за очікуванням, мають подібну реакцію на зміни ринкових факторів; розрахунки за ним завжди здійснюються на майбутню дату. Визначення, наведене в зазначеній Інструкції, є таким, що відображає різноманітну природу деривативів і містить усі складові поняття «деривативного фінансового інструменту».

Відповідно до п.4 ч.7 ст.8 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» до деривативних цінних паперів належать цінні папери, які посвідчують право власника у визначених проспектом (рішенням про емісію цінних паперів) випадках та порядку купити або продати базовий актив, реалізацію прав щодо базового активу та/або здійснення платежу (платежів) залежно від значення базового показника (опціонні сертифікати, фондові варанти, кредитні ноти, депозитарні розписки, державні деривативи.

Таким чином, у чинному законодавстві України чітко розмежовуються такі фінансові інструменти як деривативні цінні папери та деривативні контракти.

Отже, в усіх наведених нормативно-правових актах закріплені не лише різні визначення деривативів, але й численні класифікації фінансових інструментів, які можуть бути віднесені до деривативних контрактів. Після реформи законодавства у сфері регулювання ринку фінансових послуг застосування деривативних фінансових інструментів для стабілізації економіки продовжує характеризуватися відвертою заплутаністю правового регулювання та відсутністю єдиних підходів до визначення термінів.

Серед недоліків реформованого законодавства України щодо обігу деривативів слід зазначити недостатньо врегульовані механізми щодо випуску та обігу деривативів, а також вимоги до організаторів торгівлі деривативними фінансовими інструментами (зокрема, це стосується врегулювання порядку випуску та обігу валютних деривативів, свопів тощо). Гармонізації підлягає валютне та податкове регулювання з метою підвищення конкурентоспроможності ринку деривативів.

Необхідно розрізняти деривативи як фінансові або нефінансові інструменти. Деривативні контракти, як і деривативні цінні папери, належать до деривативних фінансових інструментів (п.13 ч.1 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). Однак не всі деривативи відносяться до фінансових інструментів. Підставою розмежування деривативних фінансових інструментів та деривативних нефінансових інструментів є умова укладання деривативу через інвестиційну фірму, крім випадків, коли обидві сторони деривативного контракту є кваліфікованими інвесторами.

Відповідно до абз.12 ч.2 ст.4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» кваліфіковані інвестори у фінансові інструменти (професійні клієнти) (далі – кваліфіковані інвестори) володіють вміннями, досвідом та знаннями в галузі ринків капіталу, достатніми для прийняття ними самостійних інвестиційних рішень та оцінки ризиків щодо вчинення

правочинів щодо фінансових інструментів. Кваліфікованими інвесторами, відповідно до ч.1 ст.6 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» є: «1) міжнародні фінансові організації; 2) іноземні держави та їхні центральні банки; 3) держава Україна в особі центрального органу виконавчої влади, уповноваженого на реалізацію державної бюджетної політики у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом; 4) НБУ; 5) професійні учасники ринків капіталу, банки та страхові компанії; 6) іноземні фінансові установи, що відповідають [критеріям](#), встановленим НКЦПФР; 7) юридичні особи, в тому числі створені за законодавством іншої держави, якщо вони відповідають принаймні двом із таких критеріїв: а) підсумок балансу становить не менше 20 мільйонів гривень; б) річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт і послуг за останній фінансовий рік становить не менше 40 мільйонів гривень; в) власні кошти становлять не менше 2 мільйонів гривень».

Також кваліфікованими інвесторами в цілому або щодо конкретної фінансової послуги та/або щодо окремого правочину чи типів правочинів щодо фінансових інструментів можуть бути визнані інші особи, які є клієнтами інвестиційної фірми, у разі відповідності принаймні двом з таких критеріїв:

1) протягом останніх чотирьох кварталів укладали та виконували щокварталу не менше 10 правочинів щодо фінансових інструментів, розмір яких є значним відповідно до критеріїв, визначених НКЦПФР;

2) володіють коштами, розміщеними на банківських рахунках, та цінними паперами на загальну суму більше 0,5 мільйона гривень;

3) мають досвід проведення операцій на ринках капіталу не менше одного року або мають стаж роботи у фінансовій установі (або іноземній юридичній особі, яка має аналогічний статус відповідно до законодавства іншої держави) за відповідним фахом не менше одного року.

Належність деривативу до категорії фінансових інструментів, залежить крім того від його базового активу, торговельного майданчика та способу

виконання зобов'язань. У цілому, якщо базовим активом деривативу є фінансовий інструмент, то такий дериватив вважається фінансовим інструментом. Якщо дериватив має базовим активом товар, то визнання його фінансовим інструментом залежить від торгівельного майданчику та способу виконання зобов'язань за ним. Фінансовим є товарний дериватив, що торгується на регульованому ринку або на багатосторонньому торговельному майданчику. Також умова контракту про розрахунок у грошовій формі свідчить про те, що дериватив є фінансовим інструментом.

Не є деривативними контрактами і фінансовими інструментами кредитні договори, договори репо, договори про участь у фонді фінансування будівництва, договори про придбання сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, договори позики, банківського вкладу (депозиту), банківського рахунка, поруки, гарантії, факторингу, лізингу або страхування (ч.2 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Згідно ч.1 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» «деривативні контракти укладаються на організованих ринках капіталу, передбачених [пунктами 2, 5 і 7](#) частини першої статті 49 цього Закону, та на організованих товарних ринках, передбачених [статтею 3](#) Закону України «Про товарні біржі», а також поза ними, при цьому:

- 1) деривативні контракти, які є фінансовими інструментами, укладаються на організованих ринках капіталу та поза ними;
- 2) деривативні контракти, які не є фінансовими інструментами, укладаються на організованих товарних ринках та поза ними».

На даному етапі розвитку фінансового ринку, та в цілому економіки України, впровадження нових фінансових інструментів для подолання негативних та несприятливих явищ в економіці відбувається за умов їх фрагментарного, вузькоспеціалізованого правового регулювання, відсутності чіткого, єдиного термінологічного підґрунтя. Більшість науковців, що вивчають фінансовий ринок України, вважають, що в Україні не запроваджено дієве правове регулювання ринку деривативних фінансових інструментів, що

викликає непрозорість ринку та можливість для зловживань з боку учасників відносин ринку деривативних фінансових інструментів [145].

1.3. Поняття, види, економічна складова та функції деривативних контрактів

Деривативний контракт – це договір, умови якого передбачають обов’язок однієї або кожної із сторін такого договору щодо базового активу та/або умови якого встановлюються залежно від значення базового показника, а також можуть передбачати обов’язок проведення грошових розрахунків (ч.1 ст. 31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Деривативні контракти, на відміну від акцій, облігацій тощо, не засвідчують право власності на актив, а створюють чистий ціновий ризик.

Базовий актив деривативного контракту визначається шляхом перерахування приблизного кола об’єктів цивільних прав, які можуть бути предметом деривативного контракту. Зокрема, базовий актив – це «емісійні цінні папери (в тому числі іноземних емітентів), інші фінансові інструменти, валютні цінності, продукція, роботи, послуги, що мають грошовий вираз вартості» (ч.1 ст.32 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). Нормативно-правовими актами НКЦПФР та НБУ – щодо деривативів грошового ринку в межах компетенції, базовим активом може визнаватися інше майно, крім об’єктів, вилучених з цивільного обороту.

Базовим активом деривативу може бути інший деривативний контракт. У цьому випадку торгівлею таким базовим активом вважається укладення деривативного контракту, який є базовим активом.

Згідно ч.2 ст.32 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» базовим показником деривативного контракту названа «ціна базового активу (в тому числі його курс), дохідність базового активу, процентна ставка, індекс, показники статистичної інформації, фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища».

У деривативному контракті обов'язково має бути щонайменше один базовий актив або базовий показник. Обмежень щодо кількості базових активів та/або базових показників в одному деривативному контракті законодавство не містить (ч.3 ст.32 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

У деривативних контрактах вартість є похідною від майбутніх цін на базовий актив, наприклад, на валюту, продукцію, сировину, відсоткові ставки та фондові індекси.

Класифікація деривативних контрактів у ч.ч. 3, 4 ст.31 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» наводиться згідно різних підстав:

1. За наявністю зобов'язання щодо передачі базового активу деривативні контракти поділяються на такі види:

1) поставний деривативний контракт – деривативний контракт, що передбачає передачу базового активу однією або кожною зі сторін.

2) розрахунковий деривативний контракт – деривативний контракт, що передбачає здійснення розрахунків між сторонами залежно від значення базового показника.

3) змішаний деривативний контракт – деривативний контракт, що передбачає можливість за волевиявленням однієї зі сторін такого контракту здійснити заміну розрахунків між сторонами передачею базового активу однією або кожною зі сторін або можливість за волевиявленням однієї зі сторін такого контракту здійснити заміну зобов'язання з передачі базового активу однією або кожною зі сторін зобов'язанням здійснити розрахунки.

Наявність базового активу у сторони, яка бере на себе зобов'язання щодо передачі базового активу за поставним деривативним контрактом, на момент укладення такого деривативного контракту не вимагається, якщо інше не передбачено умовами деривативного контракту.

2. За типом базового активу та/або базового показника деривативні контракти поділяються на такі види:

1) деривативні контракти грошового ринку – це деривативні контракти, базовим активом яких є валюта України, іноземна валюта, банківські метали чи інше майно, що визначається базовим активом у нормативно-правових актах НБУ, чи інші деривативні контракти грошового ринку, базовим показником яких є курс валюти, валютний індекс (курси декількох валют), ціна на банківські метали, процентна ставка (процентний індекс) чи інші показники, що визнаються базовими показниками в нормативно-правових актах НБУ.

2) товарні деривативні контракти – це деривативні контракти, базовим активом яких є продукція чи інший товарний деривативний контракт або базовим показником яких є ціна на продукцію, послуги, роботи чи товарний індекс (ціна на декілька видів продукції);

3) фондові деривативні контракти – це деривативні контракти, базовим активом яких є емісійні цінні папери (в тому числі іноземних емітентів) чи інші фондові деривативні контракти або базовим показником яких є ціна на такі емісійні цінні папери чи індекс оператора організованого ринку капіталу;

4) інші деривативні контракти – це деривативні контракти, базовим активом яких є право вимоги, інший деривативний контракт (крім деривативних контрактів грошового ринку, товарних або фондових деривативних контрактів), інше майно, що визначається базовим активом у нормативно-правових актах НКЦПФР, або базовим показником яких є показники статистичної інформації (що визначаються незалежно від сторін деривативного контракту), фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища, інші показники, що визнаються базовими показниками в нормативно-правових актах НКЦПФР, а також деривативні контракти, що поєднують ознаки декількох видів деривативних контрактів, визначених цією частиною, та деривативні контракти, що не можуть бути віднесені до інших видів деривативних контрактів, визначених цією частиною.

Класифікація деривативних контрактів не передбачає при цьому будь-яких певних вимог до них або їх змісту, які б дозволяли відмежовувати такі контракти від інших цивільно-правових договорів [145].

Відповідно до ч.1 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» видами деривативних контрактів є: 1) опціон; 2) форвард; 3) ф'ючерс; 4) своп; 5) кредитний дефолтний своп; 6) свопціон; 7) ф'ючерс на своп; 8) форвард на своп; 9) контракт на різницю цін; 10) контракт на майбутню відсоткову ставку; 11) інші правочини, що відповідають визначенню ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Перелік видів деривативних контрактів не є вичерпним, а НКЦПФР має право визначати інші види деривативних контрактів, які прямо не передбачені законом (за умови їхньої відповідності загальному визначенню, встановленому ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Коротко охарактеризуємо економічну складову деривативних контрактів, без визначення якої неможлива подальша правова характеристика форвардного контракту.

Опціон. Відповідно до ч.3 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», опціон – це деривативний контракт, що укладається на організованому ринку або поза ним, за яким одна сторона зобов'язується в разі пред'явлення вимоги іншою стороною в майбутньому продати базовий актив іншій стороні (опціон «кол») або купити базовий актив у іншої сторони (опціон «пут») за ціною та на інших умовах, визначених сторонами під час вчинення правочину, відповідно до специфікації такого опціону (для опціонів, укладених на організованому ринку). Опціон також може передбачати обов'язок однієї сторони сплатити іншій стороні певну суму коштів за набуте право вимоги за таким опціоном (премію опціону).

Перші опціонні контракти були укладені на Чиказькій торговій біржі на сою у 1984 році, кукурудзу – 1985 році. Опціон може передбачати купівлю/продаж активу (валюти, сировини, акцій) протягом певного періоду

часу (американський опціон) або в певний момент у майбутньому (європейський опціон) за ціною виконання, що визначається в момент укладання контракту, в обмін на заавансовану грошову комісію (премію).

За опціоном його власник має право купити/продати базовий актив за певною ціною в певний період часу в майбутньому. В опціоні на купівлю (опціон кол) купівля базового активу відбувається за визначеною ціною (ціна страйку) в певний час у майбутньому. Перевищення спотової ринкової ціни над ціною страйку в період часу, коли опціон має бути виконаним, дає його власникові право виконати опціон за ціною купівлі за ціною страйку. Вартість реалізації опціону буде різницею між вищою ринковою ціною та нижчою ціною виконання. У разі перевищення ціни страйку над ринковою ціною в період виконання опціону колл, робить виконання опціону недоцільним за відсутністю ринкової вартості.

У випадку опціону пут власник опціону має право продати базовий об'єкт за визначеною ціною в певний час у майбутньому. Якщо спотова ціна опціону пут нижче страйкової ціни протягом періоду його виконання, тоді власник опціону зможе виконати опціон і продати за вищою страйковою ціною. Вартість реалізації опціону пут, який діє як страховий поліс, буде різницею між вищою ціною виконання та нижчою ринковою ціною.

Власник опціону колл зазнає збитків, якщо ціна базового активу зростає, а власник опціону пут зазнає збитків, якщо ціна зменшується. Ціна опціону має назву – опціонна премія, яка визначається тривалістю часу до закінчення строку дії опціону та коливанням ціни базового активу.

З огляду на страхову функцію опціону страхування від дуже нестабільної ціни коштує більше, ніж страхування від дуже стабільної ціни.

Покупцеві опціон кол дає право придбати за ціною страйку, і тому опціон є прибутковим, якщо ціна зростає.

Пут дає власнику опціону право продати за ціною страйку, тому він вигідний, якщо ціна падає. Однак, якщо ціна перевищить ціну виконання

опціону, то продавець опціону зобов'язаний заплатити аналог процентної ставки за кредитом.

Опціон – це право купити або продати визначену цінність (товар, цінний папір, ф'ючерсний контракт) на особливих умовах, в обмін на сплату винагороди – премії (premium). Тобто, опціон право, але не зобов'язання, купити (у випадку опціону на купівлю) або продати (у випадку опціону на продаж) обумовлений в опціоні об'єкт за встановленою ціною у визначений термін або протягом цього терміну в обмін на сплату премії [134].

За способом виконання виділяють три види опціонів: опціон з правом купити (option call); опціон з правом продати (option put); подвійний опціон (double option; put and call option). Опціон з правом купити («кол») дає його покупцеві право, але не зобов'язання, на купівлю активу за відповідною ціною протягом терміну дії опціону. Опціон на продаж («пут») надає покупцеві опціону право продати актив за відповідною ціною протягом терміну дії опціону. Подвійний опціон («кол» і «пут») являє собою поєднання опціонів на купівлю та продаж, що дозволяє покупцеві або купити, або продати актив за погодженою ціною.

Отже, опціонний контракт – це угода між двома сторонами, в якій передбачається передача права одній стороні (одержувачу) і зобов'язання іншій стороні (продавцю) на купівлю або продаж певного активу за певну (фіксовану) ціну протягом заздалегідь погодженої дати або періоду часу. Якщо інвестор має впевненість у своїх прогнозах щодо майбутнього розвитку ринку, він може укласти ф'ючерсний контракт. Однак умови такого контракту обов'язково виконуються, що означає, що при помилкових прогнозах або випадкових змінах на ринку інвестор може зазнати великих втрат. Для обмеження фінансового ризику інвестору рекомендується використовувати опціонні контракти. Опціонні контракти дозволяють інвестору обмежити свій ризик лише певною сумою, яку він втрачає в разі несприятливих подій, але його потенційний виграш не має верхньої межі.

Інвесторам слід звертатися до опціонних контрактів, щоб обмежити свій фінансовий ризик. Опціонні контракти дозволяють інвестору обмежити свій ризик лише певною сумою, яку він втрачає в разі негативних подій.

Опціони можна описати такими термінами: ціна виконання угоди вважається ціною, за яку має бути здійснено опціон, а кінцева дата виконання угоди вважається остаточним терміном. Премія за опціон включає в себе вартість, яка компенсує бажання продавця видати опціон та покриває всі пов'язані ризики. Наприклад, опціон на власність майна дає покупцеві право, але не обов'язок, придбати це майно за домовленою ціною протягом визначеного періоду. Якщо покупець вирішує виконати свій опціон, продавець зобов'язаний передати майно покупцеві за узгодженою ціною. Проте, якщо опціон не виконується, після кінцевої дати виконання він стає недійсним. Власник опціону може вирішити виконати його на свій розсуд тільки в разі потреби. Якщо опціон не виконується до кінцевого терміну, покупець не має на нього жодних прав наступного дня, а продавець не несе жодних зобов'язань перед покупцем. Більшість опціонів мають стандартний термін дії. Звичайні опціони мають довший цикл життя, ніж екзотичні опціони, яке визначається потребами клієнта. Звичайні опціони, як правило, стосуються звичайних акцій, і чим вища ціна акції, тим вищою буде вартість опціону за інших однакових умов. Якщо ринкова ціна акції вища за ціну опціону, ймовірно, опціон буде виконаний.

Якщо ринкова ціна акції буде нижчою за ціну опціону, то ймовірно, покупець відмовиться виконувати цей опціон і не сплатить премію продавцю. Як вже пояснювалося, опціон дає власнику право, але не обов'язок, виконати довгу позицію ф'ючерсу за певною ціною. Зворотний опціон, відомий як пут-опціон, дозволяє власнику виконати коротку позицію ф'ючерсу, тоді як продавець зобов'язаний виконати довгу позицію ф'ючерсу, поки опціон не буде виконаний.

Опціони кол можуть бути розглянуті в контексті довгих або коротких позицій. Довгий опціон кол відповідає «бичачому» тренду на ринку, коли ціни

зростають. Покупець сплачує премію за опціон з надією на потенційне зростання ринкових цін. Короткий опціон кол відповідає «ведмежим» позиціям, коли очікується, що ціни на ринку будуть падати. Термін «довгий» застосовується до особи, що має опціон, тоді як термін «короткий» відноситься до особи, що випустила цей опціон. Довгий пут-опціон, навпаки, використовується для «ведмежих» позицій, коли очікується падіння цін на ринку. Короткий пут-опціон відображає «бичачого» інвестора, тобто ситуацію на ринку, коли ціни зростають. Вид опціону, який відкривається, повинен відображати стратегію інвестора на ринку.

З теоретичної точки зору, ціна опціону для продавця і покупця може залежати від двох основних факторів: внутрішньої вартості і часової вартості. На практиці, як і в разі будь-якого товару, ціни на опціони також піддаються впливу законів попиту і пропозиції: коли попит низький, але пропозицій багато, ціни знижуються; коли попит високий і власник опціону готовий прийняти ризик, ціни зростають. Внутрішня вартість опціону визначається як майбутня ціна, яка перевищує ціну опціону коло або менше ціни опціону пут. Наприклад, якщо ринкова ціна акцій компанії Microsoft становить 28 доларів за акцію, а ціна опціону пут – 32 долари за акцію, то внутрішня вартість акції становитиме 4 долари. Зовнішня вартість опціону визначається як поточна ціна опціону, яка менша за його внутрішню вартість. Зовнішню вартість також можна назвати часовою вартістю, оскільки час, залишений до виконання опціону, є ключовим фактором при визначенні його ціни. Часова вартість являє собою ризикову премію, яка залежить від співвідношення майбутньої ціни і поточної ціни, коливань цін та часу, що залишився до закриття опціону. Часова вартість фактично є втратою вартості активу, і саме тому багато трейдерів на ринку надають перевагу продажу опціонів, а не їх купівлі. Термін «стиль опціону» (американський, європейський, азійський, бермудський та обмежений) використовується для визначення способу виконання цього зобов'язання. Зазвичай термін обігу опціону складає один рік, але у випадку

валютних операцій цей період коротший за один рік [Ошибка! Источник с ссылки не найден., с. 151].

Форвардний контракт. Такий деривативний контракт як форвард може укладатися як на організованому ринку або поза ним. Таким чином, за форвардним контрактом поставка товару відбувається в майбутньому на умовах (обсяг, ціна та строк тощо) визначеними на момент укладення договору.

Для розуміння форварду слід розглянути стадії укладення цього контракту на прикладі. Припустимо, що форвардний контракт укладено 01.01.2023 р. на 90 днів на купівлю 100 000 євро за форвардним курсом (англ. forward exchange rate) 1,072620 дол США за 1 євро.

Форвардний курс не співпадає із прогнозованим курсом спот, а відображає валютні курси та процентні ставки на ринку на дату укладання форвардної угоди. В основі форвардного валютного курсу, який фіксується при укладанні контракту, лежить валютний курс спот на дату укладання угоди, скоригований на форвардні пункти, що називаються «премія» (pt) чи «дисконт» (dis) (залежно від того, додаються вони до курсу спот чи віднімаються), які залежать від різниці процентних ставок за валютами, що беруть участь у контракті. Такий контракт буде виконуватися у два етапи: на момент укладення, тобто 01.01.2023 р. буде визначено предмет контракту (форвард на купівлю валютних цінностей – євро), на суму (100 000 євро), за ціною (1,072620 дол. США), строк поставки (90 днів), однак виконання не відбудеться. Лише через 90 днів відбудеться виконання контракту, яке полягає в поставці $100\,000\text{ євро} \times 1,072620 = 107\,262\text{ дол. США}$ та отримання 100 000 євро. При цьому, ціна євро на момент поставки (спотова ціна) не враховується. Форварди торгуються переважно на неорганізованому ринку, що спричиняє підвищений ризик невиконання цих контрактів.

Форвардні контракти завжди містять чіткі умови, що включають специфікації щодо кількості (фактичний чи умовний принцип для встановлення ціни контракту), базової ціни (товару, активу чи індексу), місця

(якщо передбачається поставка), часу (остаточна поставка або дата розрахунку) і ціни. Наприклад, укладання форвардного контракту щодо продажу сільськогосподарської продукції після збору урожаю своєю метою має уникнення зниження ціни на продукцію, оскільки спотова ціна на момент збору врожаю є невідомою. Фіксації ціни продажу продукції в майбутньому у форвардному контракті страхує ціновий ризик виробника сільськогосподарської продукції шляхом перекладення ризику зміни ціни на торговця продукцією. Торговець зерном може зберігати свій ціновий ризик як спекулянт, або перенести його шляхом укладання іншого форвардного контракту як продавець самого форварду. Ціна кожного форварду залишається в секреті і не повідомляється на ринку. Виконання форварду відбувається шляхом поставки продукції її виробником у зазначеному місці та оплати дилером її вартості, обумовленої в договорі.

Базовим активом форварду також часто можуть бути інші товари (включаючи такі широкі категорії як метали та нафтопродукти), емісійні цінні папери, а також іноземна валюта. У всіх цих випадках контракти дуже схожі за структурою на наведений вище приклад. Однак на деяких форвардних ринках, наприклад, на ринку нафти та іноземної валюти, ринкові ціни широко розголошуються як на ринку, так і в пресі.

Форвардний контракт – це домовленість між двома сторонами, що передбачає майбутнє постачання певного об'єкта визначеного контракту. Ця угода укладається зазвичай поза організованими біржами. Умови контракту деталізуються при його укладанні і є обов'язковими для сторін. Виконання контракту відбувається відповідно до умов, визначених заздалегідь.

Об'єктом угоди можуть бути різні активи, такі як товари, акції, облігації, валюта і т.ін. Фактично форвардний контракт можна розглядати як договір на купівлю-продаж активу з умовою відстроченого виконання.

При укладенні форвардного контракту сторони домовляються про ціну, за якою угода буде здійснена. Ця ціна відома як ціна постачання і залишається незмінною протягом усього терміну контракту. Дата укладання контракту

відома як дата угоди, а дата, на яку сторони погоджуються здійснити операцію купівлі-продажу базового активу, відома як дата платежу або розрахунків.

Форвардний період є проміжком часу між датою угоди та датою платежу у форвардному контракті. Усі умови такого контракту, включаючи дати, суму, тип базового активу і ціну, встановлюються за індивідуальною згодою сторін, враховуючи їхні специфічні потреби.

Форвардні контракти належать до позабіржових інструментів, оскільки вони не підлягають торгівлі на організованих біржах через індивідуальні умови, що визначаються при укладанні контрактів. Це означає, що немає вторинного ринку для таких контрактів. Форвардні контракти є строковими договорами, які обов'язкові для виконання обома сторонами. Обов'язковість виконання є основною умовою існування та ефективності форвардних контрактів як інструментів з хеджування ризиків. Процедура фіксації ціни базового активу при укладанні форвардних контрактів дозволяє зменшити ризик, пов'язаний із майбутньою невизначеністю цін.

При укладанні форвардного контракту на інструмент, їх ціну заздалегідь визначають сторони – продавець і покупець. Таким чином, вони стають незалежними від ризику зміни ринкової ціни цього інструменту протягом форвардного періоду. Форвардний контракт не дає можливості продавцеві отримати користь від підвищення ціни, а покупцеві – від зниження ціни впродовж угоди. Однак це може призводити до ухиляння від виконання контракту, так як сторонам стає вигідніше провести операцію купівлі-продажу з зовнішніми учасниками.

Зазвичай форвардні контракти укладаються між надійними компаніями, банками, пенсійними фондами і страховими організаціями для зниження ризику зриву поставки. Контракти можуть бути укладені щодо реального обміну інструментами, але також можуть використовуватись для здійснення взаєморозрахунків між контрагентами, враховуючи різницю між контрактною і ринковою ціною.

Форвардні контракти мають свої переваги, такі як індивідуальний характер, відсутність додаткових платежів і необхідність щоденної переоцінки. Але їх головний недолік полягає в неможливості змінити умови або розірвати контракт до завершення угоди. Це може призводити до низької ліквідності та високого ризику невиконання зобов'язань.

Останнім часом учасники ринку шукають способи вдосконалити форвардні контракти, включаючи можливість дострокового розірвання з узгодженням сторін або з виплатою компенсації. Однак форвардні контракти все ще не є загальнодоступними і мають обмеження, які зменшують кількість учасників ринку, особливо для тих, хто не належить до групи активних учасників фінансових ринків.

Ф'ючерсний контракт. У випадку торгівлі ф'ючерсами продається сам контракт, а не базовий актив, тому поставка товару не відбувається. Виконання за ф'ючерсом проходить шляхом укладання зворотнього (офсетного) контракту, який передбачає заміну купівлі контрактом на продаж або навпаки, зі сплатою різниці цін на момент укладання контракту і на момент скасування.

За завчасно обумовленою в контракті кількістю та якістю товару відкривається позиція на біржі з визначенням ціни та строків поставки. Визначення ф'ючерсних цін за допомогою аукціону в умовах вільної конкуренції.

Ф'ючерсний контракт є двостороннім правочином. За усталеною термінологією покупець ф'ючерсного контракту займає довгу (long), а продавець – коротку (short) позиції. Зміна ціни контракту відбувається непередбачувано в залежності від кон'юнктури ринку. Падіння цін призводить до виграшу продавця, зростання – покупця.

Строком ф'ючерсного контракту (глибина контракту) є період часу від початку торгівлі на певний місяць до закінчення торгівлі цим контрактом.

Мінімальна ціна ф'ючерсу – тік або пункт (tick or minimum fluctuation) встановлюється не сторонами, а регульованим ринком. Пропозиція має

включати назву товару, строк поставки, попередню ціну, за якою товар можна купити або продати.

Ф'ючерсний контракт характеризується декількома основними характеристиками:

1. Біржовий характер торгівлі: Ф'ючерсні контракти укладаються і торгуються на біржі, що забезпечує прозорість і стандартизацію процесу.

2. Стандартні умови контракту (крім ціни): Багато умов ф'ючерсних контрактів є стандартними для кожного конкретного виду активу, за винятком ціни контракту, яка визначається між сторонами.

3. Гарантія клірингової палати: Клірингова палата гарантує виконання всіх контрактів, а також здійснює розрахунки між сторонами.

4. Висока ліквідність: Ф'ючерсні контракти є дуже ліквідними завдяки наявності активно діючого вторинного ринку, де контракти можна легко купити або продати.

5. Низька вартість укладання угоди: У порівнянні з іншими фінансовими інструментами вартість укладання ф'ючерсних контрактів є невеликою.

6. Доступність: Ф'ючерсні контракти є доступними для широкого кола інвесторів, що є ключовим принципом функціонування біржі.

7. Можливість, але не обов'язковість, реального постачання: Учасники можуть, але не зобов'язані здійснювати реальну поставку базових активів за укладеними угодами [150].

Ф'ючерсні контракти мають особливості, які дозволяють легко ліквідувати позиції на ринку. Учасникам торгівлі доступні два способи виходу з ринку: закриття позиції через укладання протилежного контракту (офсетна угода) або реальна поставка фізичних активів, що були предметом угоди. Проте лише невелика кількість угод закінчується фактичною поставкою активів, оскільки більшість учасників використовують ф'ючерси для хеджування ризиків (хеджери) або здійснення спекуляцій на зміну цін (спекулянти).

Фінансові ф'ючерсні контракти можуть стосуватися різних інструментів, таких як валюта, депозитні сертифікати, акції, облігації та інші. Особливістю ф'ючерсів є стандартні обсяги поставок (лоти). Торгівля ф'ючерсами відбувається щоденно, і це дозволяє котирувати контракти на довгий період та миттєво реагувати на ринкові зміни. Коли один контракт закінчується, новий контракт може бути відкритий відразу наступного дня.

Розрахунки за торговий день проводяться кліринговою палатою після закінчення останньої торгової сесії. Велика стандартизація та організація торгівлі ф'ючерсами надають учасникам ринку можливість зручно торгувати, ліквідувати позиції та здійснювати операції на фінансових ринках.

Виконання замовлення на купівлю-продаж ф'ючерсних контрактів, яке оформляються як торговельні ордери, відбувається біржовим брокером голосом в операційній залі біржі. Укладання контракту відбувається шляхом отримання згоди на пропозицію від іншого брокера, яка оформлюється у вигляді торговельної розписки у двох примірниках, один з яких залишається у брокера, а інший передається у клірингову палату біржі, де відбувається укладання договору про відкриття рахунку та попередня перевірка фінансового стану клієнта.

Контракт укладається у випадку, якщо ціни пропозицій продавця та покупця співпадають. Укладений ф'ючерсний контракт реєструється на біржі.

Торгівля ф'ючерсами на регульованому ринку захищена за рахунок внесення початкової маржі клієнтами (продавцями та покупцями) як гарантійного внеску на вимогу брокерів та процедури щоденного клірингу (взаємозалік) рахунків продавців та покупців.

Маржа встановлюється в межах 2-15% номінальної вартості контракту в залежності від рівня ризику ринку, який у свою чергу залежить від виду рахунку (хеджевого, який є менш ризикованим, ніж спекулятивний).

Історично першими видами фінансових строкових контрактів у США, які котирувалися на ринку, були ф'ючерси на боргові цінні папери, зокрема державні облігації.

Фінансовий ф'ючерс – є контрактом, за яким встановлюється зобов'язання купити або продати до стандартної дати виконання контракту певну кількість фінансових інструментів за ціною, погодженою в момент укладання контракту на біржі. Основний поділ ф'ючерсів залежить від об'єкту торгівлі: 1) фінансові ф'ючерси з конкретною базою (відсоткові ф'ючерси (interest rate futures); валютні ф'ючерси (currency futures)), якщо базовим активом є реальні об'єкти торгівлі, а реальна поставка базового активу можлива; 2) фінансові ф'ючерси з абстрактною базою, якщо використовується такий об'єкт торгівлі, як фондові, товарні індекси, свопи, енергія, метал, погода та на нерухомість.

Згідно ч.5 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» ф'ючерси укладаються на організованому ринку, за яким одна сторона зобов'язується у визначений момент у майбутньому передати базовий актив іншій стороні, а інша сторона зобов'язується прийняти та оплатити базовий актив за ціною та на інших умовах, визначених сторонами під час укладання контракту, відповідно до специфікації такого ф'ючерсу. Специфікація ф'ючерсу повинна містити, зокрема, інформацію про мінімальну кількість базового активу, який передається за контрактом, його якісні показники, мінімальний крок ціни в ході торгів, умови поставки, дату настання терміну виконання зобов'язання. Ф'ючерси дуже схожі із форвардними контрактами, однак мають істотні відмінності, оскільки торгуються за стандартизованими умовами організованого ринку, публічно продаються та клірингуються через розрахункову палату, а ризики усуваються за рахунок попереднього стягнення біржой маржі з покупця за ф'ючерсом.

Ф'ючерсні контракти, якими торгують на організованих біржах у Сполучених Штатах, настільки стандартизовані, що вони взаємозамінні, тобто вони замінні один одним. Ця взаємозамінність полегшує торгівлю та призводить до більшого обсягу торгівлі та збільшення. Виняток із цього становлять валютні форварди та валютні свопи, які зазвичай передбачають обмін основної суми.

Торгівля ф'ючерсами здійснюється на організованих біржах шляхом публічного оголошення ціни пропозиції. Учасники ринку в необмеженій кількості можуть зробити ставку, підняти пропозицію або підвищити чи знизити котирування. Інформація про пропозицію ф'ючерсу є відкритою, тому торговці обізнані про ціни та можуть робити вибір на підставі найкращої ціни на ринку. Контракти з біржового майданчика повідомляються в розрахункову палату, а контракти записуються заново або змінюються, так що розрахункова палата стає контрагентом для кожного контракту. Таким чином, розрахункова палата бере на себе кредитний ризик кожного контракту, що торгується на біржі. Наявність розрахункової палати як контрагента означає, що кожен учасник ф'ючерсного ринку має найвищий кредитний ризик як контрагент. Тому оцінка кредитоспроможності кожного фактичного та потенційного торгового партнера не проводиться ф'ючерсним трейдером, який має лише оцінити кредитоспроможність розрахункової палати.

Гарантія виконання ф'ючерсного контракту полягає у встановленні за цим контрактом рівня маржі таким чином, щоб покрити від 95% до 98% найбільших щоденних коливань цін за попередні шість місяців. Захист від надзвичайно значних коливань цін за день здійснюється шляхом встановлення права біржі змінювати маржинальні вимоги протягом дня та застосовувати неттінг (компенсація або повна ліквідація існуючої позиції шляхом укладання взаємозамінних контрактів з протилежною стороною). Невідповідність трейдера вимогам маржі призводить до ліквідації біржею позиції трейдера.

Отже, ф'ючерсний контракт є домовленістю між двома сторонами про майбутнє постачання предмета контракту. Особливістю ф'ючерсного контракту є те, що він укладається на біржі, де сторони взаємодіють за допомогою стандартизованих умов та правил, визначених біржовим органом. Це відрізняє ф'ючерсні контракти від форвардних контрактів, які укладаються безпосередньо між сторонами [52, с. 153-155]. Основна відмінність полягає в тому, що ф'ючерсний контракт укладається лише на біржі, яка сама розробляє стандартні умови для кожного виду активу. Це призводить до високої

ліквідності ф'ючерсних контрактів та наявності широкого вторинного ринку, оскільки умови контрактів є однаковими для всіх учасників. Після укладання ф'ючерсного контракту на біржі, його реєструють, і розрахункова палата біржі стає контрагентом для кожного учасника контракту. Розрахункова палата виступає як гарант виконання угод між своїми членами. У випадку, якщо один із контрагентів не виконує свої зобов'язання (наприклад, через неплатоспроможність), розрахункова палата бере на себе його позицію та понесені збитки. Для зменшення ризику розрахункова палата вимагає від своїх учасників внесення початкової маржі (заставного депозиту) для кожного контракту. Ця маржа є грошовим внеском, що є гарантією чесних намірів та еквівалентна одноденному зміщенню біржового курсу ф'ючерсного контракту. У разі не вигідних змін цін розрахункова палата може вимагати додаткової варіаційної маржі для покриття потенційних збитків. Варіаційна маржа розраховується на основі цін закриття контракту в кінці кожного біржового дня і приймається як маржа для сторін контракту.

Ф'ючерсні контракти є популярними на ринку завдяки великій стандартизації, що дозволяє їм легко обертатися. При продажу товару за ф'ючерсним контрактом, сторонам не потрібно мати його фізично в наявності. Щоб купити ф'ючерсний контракт, необхідно внести лише гарантійний внесок, який зазвичай становить лише 10% від суми контракту. Таким чином, інвестор може отримати такий же прибуток, що й при роботі з реальними цінними паперами, але інвестувати значно менше грошей.

Згідно з практикою, лише невелика частка договорів із ф'ючерсами завершується фактичним постачанням товару. Це пояснюється тим, що учасники ринку використовують ф'ючерсні контракти для захисту від можливого падіння цін у майбутньому (такі учасники відомі як хеджери) або для заробітку на очікуваній зміні цін (спекулянти). Такі контракти надають можливість інвесторам знизити ризик і отримати більшу гнучкість у здійсненні фінансових операцій [150].

Своп – це деривативний контракт, що укладається на організованому ринку або поза ним, за яким сторони зобов'язуються протягом дії такого контракту з визначеною ним періодичністю здійснювати обмін платежами, розмір яких визначається відповідно до умов такого контракту (ч.6 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Контракти своп є наймолодшими серед деривативів (перший валютний своп-контракт було укладено в серпні 1981 року між Світовим банком і IBM) і передбачають обмін двома різними видами платежів протягом певного часу. Наприклад, за відсотковими свопами виникає зобов'язання однієї сторони сплатити відсотки на певну суму за фіксованою ставкою, а інша сторона сплачує відсотки від тієї ж самої суми за змінною ставкою («ванільний» процентний своп). Свопи переважно є позабіржовими контрактами [222].

Для розрахунку кожного платежу застосовується певна процентна ставка, індекс, обмінний курс або ціна певного базового активу до умовної основної суми, оскільки своп вимагає переказу або обміну основної суми (за винятком валютних і валютних свопів). Платежі відбуваються регулярно протягом терміну дії свопу [245].

Своп не є стандартизованим договором, а його умови фактично з нуля визначаються сторонами в кожному договірному процесі, з умовою нерозголошення, що забезпечує конфіденційність сторін на ринку. Своп виступає способом кредитування між сторонами цього контракту для комерційних потреб [44, с. 79]. При цьому, до контракту своп застосовуються загальні правила цивільного права про зміну та розірвання договорів, а тому процедура неттінгу не застосовується. Сторони своп несуть ризик невиконання контракту, на відміну від біржових ф'ючерсів та опціонів, за якими гарантом виконання виступає біржа.

Серед видів свопів виділяють відсотковий (процентний) своп (Interest rate swaps), коли між сторонами контракту відбувається обмін боргового зобов'язання з фіксованою процентною ставкою на зобов'язання з плаваючою ставкою. Шляхом такого обміну фіксованого процента на плаваючий, а не

номіналу боргового зобов'язання, сторона, яка випустила зобов'язання та очікує падіння процентних ставок у майбутньому, в результаті обміну, зможе знизити свої витрати на обслуговування боргу. І, навпаки, для сторони, яка випустила зобов'язання під плаваючий процент з очікуванням у майбутньому зростання процентних ставок, обмін плаваючого проценту на фіксований дозволяє уникнути збільшення витрат по обслуговуванню боргу.

Найпоширенішим видом свопу є валютний своп (Currency swaps), за яким відбувається обмін номіналу й фіксованого проценту в одній валюті на номінал й фіксований процент в іншій, однак реальний обмін номіналом не є обов'язковим. Поява валютного свопу на ринку була обумовлена потребами учасників торгів обходити валютні обмеження щодо конвертації валют, страхування валютних ризиків тощо.

Для товарного свопу (commodity swap), як і для процентного, характерним є обмін фіксованих платежів на плаваючі, однак з умовою, що принаймні одна серія платежів визначається ціною товару чи товарним індексом. Метою укладання товарного свопу є довгострокове хеджування від росту цін на товаро-сировинну продукцію. Товарні свопи, на відміну від біржових контрактів, можуть укладатись на тривалий період та фіксувати певний рівень ціни для певних моментів часу в майбутньому.

Крім того, набули значного поширення свопи на акцію (equity swaps) та свопи на актив (asset swap). Своп на актив (asset swap) передбачає обмін фінансовими активами з метою створення синтетичного активу з більш високою дохідністю. Своп на акцію (equity swap) – це контракт, який встановлює зобов'язання кожної із двох сторін здійснювати платежі іншій, у розмірі, що залежить від значення доходу на акцію чи індексу акції [200].

Слід зазначити, майже кожного дня з'являються нові форми свопів, які розробляються з огляду на потреби конкретного клієнта.

Також закон виділяє різні комбінації вище охарактеризованих видів деривативних контрактів. Так, кредитно-дефолтні свопи (credit default swap, CDS) – це двохсторонній фінансовий контракт, за яким одна сторона

(покупець кредитного захисту) здійснює періодичні платежі іншій стороні (продавцю кредитного захисту) в обмін на платіж, зумовлений настанням кредитного випадку (реструктуризація боргу, дефолт боржника та ін.) за вказаним активом (reference asset) вказаного підприємства (reference entity). Дефолтні вопи купуються корпораціями з метою страхування ризику невиконання зобов'язань банками [49].

Свопціон – це деривативний контракт опціон, який укладається на своп, та надає право його покупцеві укласти своп на певних умовах (строк, порядок розрахунків, фіксована ставка).

Кредитний дефолтний своп та свопціон можуть укладатися як на регульованому ринку так і поза ним.

Ф'ючерс на своп – це деривативний контракт, що укладається на організованому ринку, поза регульованим ринком, за яким сторони зобов'язуються у визначений момент у майбутньому укласти своп на умовах, визначених сторонами під час укладання форварду на своп.

Форвард на своп – це деривативний контракт, що укладається поза регульованим ринком, за яким сторони зобов'язуються у визначений момент у майбутньому укласти своп на умовах, визначених сторонами під час укладання форварду на своп.

Отже, своп – це контракт між двома контрагентами про обмін платежами в майбутньому згідно з умовами, визначеними в контракті. У фінансовому сенсі, своп передбачає обмін зобов'язаннями щодо готівкових платежів, де обидві сторони, які називаються контрагентами, обмінюються переважним (зі свого боку) видом платіжного засобу або порядком здійснення платежів. Іншими словами, своп відбувається, коли сторони вирішили використати умови іншого контракту для своїх зобов'язань, і обмін платежами дозволяє кожній стороні здійснити переважні платіжні зобов'язання [194].

Свопи відрізняються від більшості інших фінансових інструментів тим, що вони включають двосторонні платежі. Це дає можливість здобувати

двосторонній прибуток, але також збільшує ризик вдвічі, оскільки кожна сторона підлягає кредитному та ринковому ризику.

До деривативних контрактів на сьогодні прямо віднесені **контракти на різницю цін** (англ. Contract For Difference (далі – CFD)) , які є контрактами, що укладається між продавцем та покупцем про сплату суми, що дорівнює різниці між ціною базового активу на момент вчинення такого правочину та ціною такого активу станом на дату закінчення дії контракту (далі – різницю цін). Механізм CFD дозволяє торгувати не самим фінансовим інструментом, а його ціною. Такі контакти здійснюються лише між брокером та трейдером, а обов'язок продавця передати базовий актив не може бути умовою контракту. CFD укладається на організованому ринку або поза ним.

НКЦПФР має право визначати інші види деривативних контрактів, які прямо не передбачені законом, але відповідають визначенню, встановленому ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

Загальними для усіх деривативних контрактів є такі їх характеристики, які визначають їх практичну роль в економіці.

1. Головною функцією деривативних контрактів є страхування учасників ринку деривативів від зміни цін, кон'юктури ринку та мінімізація їх збитків (хеджування економічних ризиків).
2. Деривативи забезпечують прозорість процесу ціноутворення.
3. Деривативи мають високу прибутковість, що робить їх привабливими об'єктами інвестування.
4. Деривативи є спекулятивними контрактами, спрямованими на підвищення ліквідності ринку.
5. Деривативи сприяють поширенню економічної інформації.
6. Відбувається постійне створення нових гібридних видів деривативних контрактів.

Функції деривативів. Використання деривативів з метою управління фінансовими ризиками точно відображає економічну сутність ринків фінансових деривативів, як ринків ризиків та очікуваних можливостей для

інвесторів. У процесі виконання функцій деривативів відбувається постійний процес збільшення їх типів з відповідним зростанням можливостей захисту спекулятивних стратегій. Постійний рух та диверсифікація фінансового капіталу на світових ринках забезпечується за рахунок створення фіктивного капіталу внаслідок використання деривативних фінансових інструментів. Ліквідність ринку деривативів зробило їх важливим інструментом вкладення інвестицій та транскордонних операцій з переміщення капіталів [24, с. 26-33].

По позиціям, пов'язаним із деривативами, можуть виникати такі ризики: валютні, ризик зміни процентних ставок або ринкових цін, кредитний ризик (ризик відмови від виконання зобов'язання).

Управління фінансовими ризиками передбачає виявлення системних та несистемних ризиків, а також контроль за ними. Можливість нейтралізації недиверсифікованих ризиків можлива з використанням фінансових інновацій, якими є гібридні деривативні інструменти. Дії з управління, послаблення та нейтралізації впливу фінансових ризиків проводяться шляхом механізму хеджування (англ. hedge – огорожа, перешкоджати), що дозволяє захиститися від можливих втрат [19]. Економічний зміст хеджування полягає в перенесенні частково або повністю ризику з одного учасника ринку (хеджера) на іншого. Ризики зміни (зниження, підвищення) вартості активу (товару) або потоку грошових коштів можна кількісно оцінити з використанням різних статистичних розрахунків, лінійного програмування, економетричних методів тощо і захистити свої активи за допомогою різних деривативних фінансових інструментів.

У хеджконтракті кожна із його сторін, з огляду на різне бачення динаміки фінансового ринку, виступає хеджером. Позиція на ринку, яку займає сторона деривативного контракту в будь-який час може бути нейтралізована, тобто хеджирована, шляхом укладання зворотнього контракту на спотовому (касовому) ринку.

Хеджування поділяється на початкове та ефективне. На початковому в етапі хеджування укладаються строкові контракти про купівлю (продаж)

товару за ціною, що склалася на момент укладання контракту з поставкою товару в майбутньому (форвардні операції, поставка). Ефективні дії з хеджування на форвардному, опціонному, ф'ючерсному, своповому ринках є наслідком початкового хеджування.

Можливість ефективного хеджування пов'язана із розвитком поряд з реальним (касовими, готівковим) ринком сфери строкового ринку, різниці в часі між укладанням контракту та часом його реального виконання, появи електронних торгів.

Спекулятивні фінансові операції (англ., Spread) передбачають одержання прибутку в ризикованому середовищі за допомогою ефективних деривативних інструментів, насамперед, через можливість вчинення зворотних контрактів.

Спекулятивна функція деривативів полягає в одночасній купівлі і продажі таких контрактів на один і той же базовий актив. Якщо хеджування відбувається з метою захисту від ризиків, то спекуляція використовується з метою отримання вигоди від майбутніх змін цін.

Крім того, спекуляція на ринках деривативних інструментів пов'язана із застосуванням як базового активу різноманітних розрахункових величин (індексів, відсотків тощо). На сьогодні спекуляція безпосередньо пов'язана із розвитком інформаційних технологій, у тому числі алгоритмічної торгівлі на біржах.

Таким чином, сучасні функції деривативів дозволяють забезпечити управління та перерозподіл фінансових ризиків як на національному, так і глобальному рівні, за умови постійного процесу розробки нових видів фінансових деривативів для запобігання фінансових кризових ситуацій, пов'язаних із значними змінами цін та курсів.

РОЗДІЛ 2. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОРВАРДНОГО КОНТРАКТУ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ УКРАЇНИ

2.1. Поняття, характерні ознаки форвардного контракту та його місце в системі договірних права України

Форвардні контракти були використані вперше у 1851 році в США на заснованій у 1848 р. Чиказькій товарній біржі – СВOT (англ. Chicago Board of Trade) та укладалися між торговцями зерном та переробниками з метою фіксації цін на зерно, яке буде поставлене навесні. Форварди на зерно були строковими знеособленими контрактами купівлі-продажу. Торговці зерном отримували його від фермерів восени або на початку зими, але повинні були зберігати його доти, поки воно достатньо висохне для навантаження на судно, а ріка звільниться від льоду. За такими форвардними контрактами фізична поставка продавцем продукції покупцеві відбувалася у визначений час у майбутньому. Ціна поставки визначалася в момент укладання контракту.

Для форвардного контракту характерним є вчинення купівлі-продажу товару до його поставки або навіть до того, як його буде вироблено. Форвардний контракт надавав можливість його продавцеві спланувати свої прибутки і покрити витрати, а покупцеві – захиститися від підвищення ціни та уникнути витрат на зберігання товару. Крім того, поява форвардів сприяла залученню спекулятивного капіталу, оскільки коливання цін на реальні товари і непередбачуваність на ринку надавали можливість покупцеві отримати спекулятивний прибуток, що залежав від оборотоздатності контракту. Можливість грати на пониження цін, яка мала місце при укладанні контрактів з відстрочкою поставки, також збільшила обсяг ринку капіталів.

До XIX століття включно, біржі були місцями, де торгували реальними товарами та фінансовими інструментами. На біржі укладали контракти на купівлю-продаж реальних товарів з негайною поставкою, які вже були наявні на складах біржі або в самостійних підприємств, що співпрацювали з біржею. Сучасні біржі забезпечують доставку товарів тільки в місця, які відповідають

вимогам зберігання. Спотові контракти на сьогодні є основою для ринку капіталів, проте учасникам ринку потрібна більш детальна інформація. Протягом біржового дня спотова ціна постійно змінюється. Укладання форварду передбачає прогнозування ціни на базовий актив, що й призвело до виникнення форвардних контрактів.

При цьому проблемними питаннями реального ринку форвардів була відсутність стандартизації цих контрактів і, відповідно, низький рівень їх оборотоздатності, коротка тривалість – до 24 місяців, відсутність гарантій виконання. У зв'язку із зазначеним, історично частка форвардів на біржах з реальним товаром постійно зменшувалася і зараз коливається в межах 1,2–2% [122, с. 21-23].

Специфіка торгів кольоровими металами робить на сьогодні винятком з цього правила лише засновану у 1877 році Лондонську біржу металів [257] (англ. London Metal Exchange, LME), яка торгує форвардами із золота і срібла. Однак слід уточнити, що Лондонська біржа металів надає кліринг та склади для учасників форварду, а торги золотом і сріблом проводяться на позабіржовому ринку, який називається Лондонським ринком злитків.

Отже, на сьогодні форварди на реальний товар є позабіржовими інструментами в більшості країн з розвиненим деривативним ринком. В Україні форвард визначено як контракт, який може укладатися на організованому ринку або поза ним. Організований ринок може бути біржовим (фондова або товарна біржі) або позабіржовим (організатором торгівлі є позабіржова торговельно-інформаційна система).

Форвардні контракти є ризиковими для сторін контракту та часто не виконуються сторонами через коливання цін на ринку та відсутність стандартизації. Тому форварди, які торгуються на біржах на сьогодні повністю стандартизовані та мають маржове забезпечення. Стандартизація форварда дозволяє торгувати саме контрактом, а не реальними товарами.

Відповідно до законодавства України, за форвардним контрактом одна сторона зобов'язується у визначений момент у майбутньому здійснити

фактичну передачу базового активу іншій стороні, а інша сторона зобов'язується купити базовий актив за ціною та на інших умовах, визначених сторонами на момент укладення договору (ч.4 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Форвард у більшості випадків не є біржовим інструментом і укладається на позабіржовому ринку. У зв'язку із позабіржовим характером форварду плата за його виконання (комісійні) є дуже незначною.

Базовим активом форвардного контракту виступають емісійні цінні папери (в тому числі іноземних емітентів), валюта, процентні ставки, біржові індекси тощо.

За своєю економічною природою форвардний контракт є найпростішим деривативом. У форварді визначається зобов'язання купити (продати) визначену кількість певного активу у визначеному місці за визначеною ціною в певний час у майбутньому. Отже, істотними умовами або специфікацією форварду є кількість активу, базова ціна (товару, активу або індекс), місцезнаходження (якщо передбачається доставка), дата контракту, дата платежу або розрахунків, форвардний період (період між датами укладання контракту та датою розрахунків), ціна поставки.

Умови форвардного контракту в кожному конкретному випадку погоджуються сторонами, тому, на відміну від ф'ючерсу, форвард є індивідуальним, а не стандартизованим контрактом.

У форвартному контракті ціну базового активу називають форвардною ціною. Форвардна ціна активу є поточною ринковою ціною контракту на відповідний актив. Ціна форварду відрізняється від ринкової спотової ціни в момент укладання контракту, що дозволяє використовувати його у процесі хеджування цінових, процентних та курсових ризиків. Різниця між цінами на ринку спот і форвардними цінами зменшується ближче дати поставки.

Форвардна ціна не є прогнозом на майбутнє, а є результатом обчислення майбутньої ціни, за якою укладається форвардний контракт [67]. При

укладанні форвардних контрактів сторони на власне переконання прораховують прийнятні для них діапазони цін та курсів.

Форвардна ціна на контракт строком до одного року розраховується за економічною формулою, яка базується на концепції того, що вартість базового активу має збільшуватися в певну одиницю часу на величину ринкової процентної ставки: Форвардна ціна = спотова ціна $(1 + \text{процент приросту вартості активу} \times \text{час дії форварда} / 365 \text{ днів})$.

Ціна поставки (виконання) – це ціна, за якою повинен бути виконаним раніше укладений форвардний контракт, тобто це ціна лише конкретного форвардного контракту.

Сторонами форварду є покупець та продавець. Покупець є стороною, яка зобов'язується сплатити гроші за актив. Продавець у форвардному контракті – сторона, що є власником активу і має передати його в обмін на гроші.

Таким чином, безумовно позитивними рисами форварду є його безоплатність на позабіржовому ринку (відсутність комісійних платежів), індивідуальний характер, що дозволяє встановлювати суми та строки для кожного конкретного клієнта.

Форвардні контракти поряд із позитивними рисами, мають і свої недоліки, головний із яких – низька ліквідність. Форвардний контракт підпорядковується загальним нормам цивільного права про заборону односторонньої відмови від договору, тому достроково розірвати контракт або змінити його умови за ініціативи однієї сторони не можливо. Дострокове припинення форварду можливе лише за взаємною згодою сторін, що не можна вважати позитивною рисою цього контракту, особливо у випадку банкрутства однієї зі сторін. Індивідуальність форварду також стає перепорою для його перепродажу як фінансового інструменту.

На відміну від біржових контрактів, гарантій виконання за небіржовим форвардом не існує. Гарантією їх виконання є лише довіра між сторонами, що робить цей контракт фідучіарним, однак положення ч. 2 ст. 214 ЦК України

про можливість відмови від договору в тому випадку, якщо його умови повністю сторонами виконані, не знайшли своє вираження в законодавстві України щодо деривативів. При цьому, сторони у форвардному контракті можуть передбачити самостійно підстави для односторонньої відмови від зобов'язання або односторонньої зміни його умов (ч.1 ст. 525 ЦК України). Порухення зобов'язання може бути відповідно до ст. 615 ЦК України підставою часткової або повної відмови від зобов'язання, якщо це встановлено договором або законом. У разі односторонньої відмови від зобов'язання винна сторона несе відповідальність за порушення зобов'язання. Внаслідок відмови від зобов'язання відбувається зміна умов зобов'язання або його припинення.

Оскільки форвардні ринки майже не регулюються, це призводить до недобросовісних дій деяких учасників цього ринку. На виконання форварду також впливають непередбачувані ситуації на ринку, зокрема, форс-мажор. Умови форвардного контракту не завжди передбачають штрафні санкції за його невиконання в разі виникнення обумовленої в контракті ситуації на ринку.

Форвардні контракти можуть укладатися на реальну або умовну суму, тобто з умовою поставки чи без такої. У першому випадку сторони домовляються про реальну операцію, яка закінчиться передачею прав власності на актив від продавця до покупця. Покупець сплачує за актив суму, яка була обумовлена при укладанні контракту. У другому випадку проводиться виплата різниці між ціною, що була зафіксована в момент укладання контракту та ціною в момент розрахунків. Укладаючи форвардні контракти на позабіржовому ринку, додаткову плату у вигляді комісійних не потрібно сплачувати.

Сторони зазвичай при укладанні цього контракту передбачають реальну поставку певного активу, однак на практиці реальна поставка може не відбутися. Форвард при цьому слугує засобом хеджування від можливих несприятливих цінових змін на актив. Продавець активу з використанням форварду може убезпечити свої грошові надходження або витрати без

урахування зміни цін на актив, а також отримати гарантії продажу активу в майбутньому за визначеною на момент укладання контракту ціною.

Форвард було виділено в самостійний вид договору, оскільки, він не є у чистому виді купівлею-продажем, поставкою чи будь-яким іншим передбаченим ЦК України договором. Наприклад, стосовно розрахункового форварду уся сутність відносин між його сторонами можна умовно звести до нерозривної комбінації двох взаємозумовлених договорів купівлі-продажу та зустрічної купівлі-продажу того ж базового активу, але вже за поточним курсом із заліком зустрічних однорідних вимог. Однак змістом розрахункового форварда є вимога однієї сторони про сплату грошей та відповідне йому зобов'язання з іншого боку, а зовсім не взаємні вимоги та зобов'язання сторін із передачі товару та сплати покупної ціни, тобто зарахування зустрічних однорідних вимог є істотною умовою форвардного договору, а не просто способом припинення зобов'язання. При цьому, поставний форвард не дериватив, оскільки правова мета поставного форвардного договору збігається з правовою метою договору поставки або купівлі-продажу з відстроченим терміном виконання, не містить ознаки продуктивності як конститутивної ознаки деривативного контракту, що не дозволяє віднести поставний форвардний договір до класу деривативних контрактів.

Форвард належить до двосторонніх консенсуальних договорів, тобто права та обов'язки виникають для обох сторін, і контракт вважається укладеним з моменту досягнення домовленості з усіх істотних умов договору.

Форвард є строковим контрактом. Строковим є контракт, в якому укладання і виконання не співпадають у часі. Від строкових необхідно відрізняти умовні правочини, в яких виникнення, зміна або припинення цивільних прав і обов'язків пов'язується з настанням якоїсь обставини. Для того, щоб правочин був визнаним умовним, ця обставина мусить мати місце в майбутньому і до того ж невідомо: настане вона чи ні. Отже, умовні правочини

відрізняються від строкових тим, що строк настає завжди, а от умова може настати, а може й не настати (ст. 212 ЦК України).

У залежності від того, чи пов'язують сторони з умовою виникнення, зміну, чи припинення правовідносин, умова може бути відкладальною або скасувальною. Якщо настання умови тягне виникнення, зміну або інші видозміни цивільних прав і обов'язків, то це умова відкладальна. За правочином з відкладальною обставиною права та обов'язки не виникають на момент його вчинення, а їх настання відбувається в разі настання відкладальної обставини. Якщо настання умови тягне припинення цивільних прав і обов'язків, то це умова скасувальна.

Відповідно до ч. 5 ст. 212 ЦК України певні особливості вчинення та виконання окремих правочинів, за якими настання, зміна або припинення прав і обов'язків обумовлені настанням відкладальних чи скасувальних обставин, можуть визначатися в окремих законах. Зазначена норма з'явилася у ЦК України у зв'язку із прийняттям Закону України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» [116] від 15 липня 2021 р. № 1667-IX, коли ст. 212 було доповнено частиною 5 відповідного змісту та ст. 650¹ «Запевнення щодо договору». Зазначені доповнення до ЦК України безпосередньо спрямовані на врегулювання ринку деривативних фінансових інструментів. Тому можна зробити висновок, що законодавець розглядає деривативні контракти як умовні договори.

Умовні правочини характеризуються такими рисами: настання обставин має бути об'єктивно можливим; сторонам не повинно бути відомо, настане така обставина чи ні; обставина може настати в майбутньому, однак вона може існувати і на час вчинення правочину за умови, що сторони не знали цього.

Якщо настанню умови недобросовісно перешкоджала сторона, якій це не вигідно, обставина вважається такою, що настала. Навпаки, якщо сторона, якій це вигідно, недобросовісно сприяла настанню обставини, з якою сторони пов'язують виникнення, припинення або видозміни правовідносин, то припускається, що ця обставина не настала.

Визначаючи правову природу форварду, слід відмежовувати поставні деривативи від строкових контрактів. Деривативами є лише ті взаємні договори, ціна яких є похідною від базового активу, ціна на який залежить від ринкових котирувань. Таким чином, усуваються з числа деривативів контракти, які передбачають реальну поставку активу. Тож форвард на поставку реального товару не слід відносити до деривативних фінансових інструментів, оскільки метою такого контракту є набуття права власності на товар, а не хеджування ризиків без наміру придбати товар.

До деривативних фінансових інструментів слід відносити лише розрахункові форварди (без поставки реального активу), які є умовними та алеаторними контрактами одночасно, оскільки за цим контрактом момент виникнення прав і обов'язків або перехід права власності на актив залежить від настання чи ненастання певної події, передбачити яку сторони не могли на момент укладення форварду. Грошове зобов'язання в розрахунковому форварді виникає в момент виплати варіаційної маржі, а не під час укладання договору форварду про купівлю або продаж товару. Реальна ціна товару безпосередньо впливає на ціну виконання форвардного контракту. При цьому, якщо ціна товару на момент укладення та виконання форвардного контракту співпадають, то зобов'язання з погашення контракту не виникає.

У розрахунковому форварді ціна на базовий актив на момент виконання зобов'язання визначає не лише розмір грошового зобов'язання, але й хто є боржником та кредитором. Тобто алеаторність розрахункового форварду обумовлює невизначеність відносин його сторін до самого моменту, коли відбувається виконання за ним.

Деривативні контракти і, зокрема, форвард, належать за усіма ознаками до цивільно-правових договорів, оскільки являють собою домовленість про передачу певного майна у власність однією стороною з обов'язком іншої сторони оплатити його вартість за ціною, встановленою на момент укладання договору. Таким чином, деривативні контракти є за правовою природою купівлею-продажем, поставкою чи контрактацією (гл. 54 ЦК України) з

умовою, однак з певними особливостями правового регулювання, що стосуються предмета, суб'єктного складу деривативного контракту та способу його виконання.

Оцінка певного договору як різновиду договору купівлі-продажу свідчить про можливість субсидіарного застосування до нього положень про договір купівлю-продаж. Так, відповідно до ч.2 ст.712 ЦК України до договору поставки застосовуються загальні положення про купівлю-продаж, якщо інше не встановлено договором, законом або не впливає з характеру відносин сторін.

За певних умов звичайний договір поставки може вважатися деривативним контрактом, до якого застосовуються особливі вимоги. Основна відмінність форварду від спот-контракту на поставку полягає в тому, що домовленість сторін спрямована на *майбутню* поставку, а спот-контракт стосується негайної поставки (в межах двох робочих днів або протягом іншого строку, визначеного товарною біржею, на якій укладається такий контракт).

Поставний форвардний контракт на продукцію, укладений на ОТМ або поза організованого ринку, не є фінансовим інструментом [117]. Якщо до цих умов додається умова про укладання на організованому ринку чи БТМ за відсутності реальної поставки, то форвард вже є фінансовим інструментом [128].

Форвардний контракт як дериватив вирізняється від інших цивільно-правових договорів спеціальними вимогами до стандартної форми форвардного контракту, передбаченими Положенням про форму деривативів; відсутністю можливості вносити зміни до форвардного контракту за виключенням випадку, коли в самому контракті сторони передбачили неможливість внесення відповідних змін.

Форвардні контракти не можна охарактеризувати як загальнодоступні похідні фінансові інструменти, оскільки на форвардному ринку існують істотні обмеження, такі як наявність кредитної лінії, високий рейтинг, постійні фінансові зв'язки з банком і т. ін. Ці умови значно звужують кількість

учасників форвардних ринків. Для клієнтів недоліком форвардних угод є також неможливість широкого вибору банку-партнера і, як наслідок, необхідність приймати ті умови, які диктує банк.

Однією з проблем, що постають у зв'язку з форвардними контрактами, є складність у пошуках партнерів, які мають намір зайняти протилежні позиції. Загалом з огляду на перелічені проблеми та недоліки форвардний ринок не є досить активним і популярним.

Сторонами форвардного контракту є продавець та покупець. У Положенні про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів продавець за форвардом визначається як особа, яка згідно з форвардним контрактом має продати базовий актив контракту. Покупець за форвардом має купити базовий актив контракту. Особливості суб'єктного складу форварду в цих визначеннях відсутні, однак, зазначене не означає, що будь-які особи можуть бути сторонами форвардного контракту.

Для валютного форварду обмеження щодо суб'єктного складу передбачені в п. 32 Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті [75]. Клієнти банків можуть укладати форвардні контракти з купівлі-продажу іноземної валюти за гривні на умовах «форвард» (з поставкою іноземної валюти або без її поставки) та на умовах «своп» виключно через банки. У п. 33 Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті банкам забороняється укладати розрахункові або з поставкою валютні форварди та операції на умовах маржинальної торгівлі щодо продажу клієнтам іноземної валюти/банківських металів за гривні, за винятком: «1) операцій з клієнтами-резидентами (юридичними особами та фізичними особами-підприємцями) для хеджування клієнтами ризику зміни курсу іноземної валюти за операціями: з експорту та імпорту товару (продукції, робіт, послуг, прав інтелектуальної власності та інших немайнових прав, призначених для продажу/оплатної передачі); за кредитними договорами (договорами позики)

резидентів-позичальників про залучення коштів від нерезидентів або від банку; 2) операцій з клієнтами – фізичними особами».

Нормативні акти України не містять заборон для клієнтів щодо укладання форвардів, а отже, і юридичні (під зобов'язання), і фізичні особи можуть укладати форвардні контракти. При укладанні цього договору без участі фінансового консультанта клірингової організації можуть виникнути негативні правові наслідки: фізична особа не зможе задовольнити вимог кредиторів щодо виконання розрахункових зобов'язань форвардного договору, а кредитор не зможе задовольнити свої вимоги з допомогою майна боржника. Це також стосується різних комерційних і некомерційних організацій, крім спеціалізованих фінансових і кредитних організацій. Законодавець повинен нормативно врегулювати ці правовідносини, а саме встановити законодавчу заборону на укладання форвардного контракту за участю фізичних та юридичних осіб, які не мають статусу спеціалізованих фінансових та кредитних організацій, без участі клірингової організації як гаранта своєчасного виконання зобов'язань за форвардним контрактом та реєстратора форвардних контрактів.

На підставі проведеного дослідження ознак форвардного контракту можна сформулювати таке його визначення. Так, за форвардним контрактом виникають зустрічні зобов'язання сторін у певний строк щодо сплати грошових коштів у розмірі позитивної різниці між початковим (погодженим при укладанні договору) та остаточним (що сформувався на день виконання) показником базового активу.

Проведений аналіз законодавства щодо форвардного контракту дозволяє виділити такі його характеристики: 1) форвард виник і сформувався у зв'язку зі строковим характером договірної зобов'язання, яке він обслуговує; 2) визнання форварду фінансовим інструментом відбулося внаслідок наявності в цього контракту похідного характеру (ціна форварду залежить від змін ціни на базовий актив); 3) алеаторність форварду, тобто

сторони можуть лише прогнозувати зміну ціни за цим контрактом, однак ринкова ціна на момент укладання контракту сторонам невідома.

Найбільш широко в Україні форвардні контракти використовуються на ринку зерна з 2008 р., коли було запроваджено програму форвардних закупівель зерна державою [83].

Укладання форвардних контрактів на закупівлю зерна регулюється Законами України «Про зерно та ринок зерна в Україні» [108] від 04.07.02 р. № 37-IV та «Про державну підтримку сільського господарства України» [94] від 24.06.04 р. № 1877-IV, Наказом Міністерства аграрної політики України від 21.02.2008 р. № 77 «Про затвердження форми форвардного біржового контракту» [106].

За допомогою державних форвардних закупівель зерна та/або на умовах ф'ючерсів держава підтримує сільськогосподарських виробників зерна на організованому товарному ринку України (ст. 10 Закону України «Про зерно та ринок зерна в Україні», п. 17².2 ст. 17-2 Закону України «Про державну підтримку сільського господарства України»).

Держава купує зерно з метою формування державного інтервенційного фонду через спеціально створені установи – Аграрний фонд та Аграрну біржу [51; 149; 43; 53, с. 20-23; 54]. Аграрна біржа – товарна біржа, що функціонує відповідно до Закону України «Про товарні біржі».

Як свідчить судова практика України, до регулювання прав та обов'язків сторін за форвардним контрактом на зерно застосовуються норми про договір контрактації сільськогосподарської продукції [81]. Однак правова природа цих контрактів є різною і тому до відносин форварду мають застосовуватися спеціальні норми Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

Відмежування форварду від контрактації може бути проведене за такими ознаками. На підставі цих договорів купується ще не вироблена продукція сільськогосподарського виробництва в майбутньому [29, с. 314],

однак за форвардом купується обмежена номенклатура зернових культур, тоді як контрактація таких обмежень не містить.

Різниця також полягає в суб'єктному складі цих договорів. Форвардний контракт на зерно може бути укладений між двома державними компаніями АТ «Державна продовольчо-зернова корпорація України» (далі – АТ «ДПЗКУ») та ПАТ «Аграрний фонд», з однієї сторони, та, з іншої, з сільськогосподарським підприємством (зазвичай, це великі агрохолдинги, малі та середні фермерські агрогосподарства, які мають позитивний досвід вирощування сільськогосподарських культур). При цьому, умовою підписання форварду є одночасне укладання договорів з продавцем за форвардом про поставку мінеральних добрив на вартість не більше авансового платежу за форвардом.

У договорі контрактації ціна встановлюється за домовленістю сторін, однак форвардна ціна прив'язується до ринкової кон'юнктури, мінімальних інтервенційних цін та фіксингу на момент укладання договору та його виконання.

Стосовно форми цих договорів також існують відмінності, оскільки контрактація вчиняється у простій письмовій формі, а біржовий форвард вимагає реєстрації на біржі.

Порядок виконання форварду також більш ускладнений ніж для договору контрактації. Форвард укладається не напряму між сторонами, а за допомогою посередників – брокерів, які отримують комісійні за свої послуги. Також в обов'язковому порядку продавець форварду укладає договір страхування та договір застави майбутнього врожаю сільськогосподарських культур, що підлягає нотаріальному посвідченню [95].

2.2. Характеристика основних видів форвардних контрактів

Відповідно до класифікації деривативних контрактів у ч.ч. 3 та 4 ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» форвардні контракти можуть бути:

1. поставні – закінчуються при передачі активу і наданні оплати за нього.
2. валютні – відбувається обмін валютою за фіксованим курсом.
3. розрахункові форвардні контракти або контракти без поставок – за таким контрактом зобов’язання не закінчуються на базі основної поставки.

Розрахункові форварди ще мають назву форварди без поставки (англ. non-deliverable forward contracts, NDF). Форварди без поставки – це типи форвардних контрактів, які дуже відрізняються від стандартних форвардних контрактів. Як і в таких контрактах, фізична доставка цінних паперів, активів чи коштів не відбувається. Натомість сторони просто обмінюють суму різниці під час розрахунку. Сума різниці визначається на основі контрактної ставки та ринкової ставки на момент розрахунку. Як правило, інвестори, які не мають достатньо коштів або не хочуть вкладати кошти чи блокувати величезні кошти, йдуть на такі типи форвардних контрактів.

У залежності від визначення дати розрахунків форварди поділяються на два основні типи:

1. Форвардні контракти з фіксованою датою (розрахунок обмежено лише однією майбутньою датою), в яких дата виконання твердо обумовлена між банком та клієнтом і не може бути змінена (крім випадків, коли дата валютування припадає на вихідний або святковий день). Такі контракти укладаються, коли клієнту відома точна дата платежу за експортною чи імпоротною угодою.

2. Форвардний контракт з правом вибору дати, або форвардний опціон (option forward). Такий вид контракту використовується, якщо клієнт не може точно знати дату платежу. Форвардний опціон — це контракт, який дає клієнту право купити або продати іноземну валюту в будь-який день між двома датами, що зазначені в контракті. Проте клієнт не може уникнути виконання контракту: операція щодо здійснення купівлі/продажу валюти обов’язково має бути здійснена не пізніше дня закінчення контракту. Стандартний форвардний контракт зазвичай має термін дії до 12 місяців. На

відміну від цього довгострокові форварди можуть мати термін погашення до 10 років. За винятком довшої дати розрахунку, усі інші характеристики довгострокових форвардів такі ж, як і стандартних форвардних контрактів).

За типом базового активу форварди поділяються на:

1. Фінансові – базовим активом є цінні папери, процентні ставки, валюта, фондові індекси.
2. Товарні – дорогоцінні метали, сировина, сільськогосподарська продукція.

Типи форвардних контрактів залежать також від сторін угоди:

1. Форварди між торговими і виробничими юридичними особами.
2. Форварди між банками, або банком і клієнтами.

Найбільш поширеними є валютні та відсоткові форварди, на характеристиці яких зупинимося більш детально.

На міжнародному міжбанківському валютному ринку важливу хеджувальну функцію відіграють валютні форварди (англ. foreign exchange agreement, FXA), які фіксують валютний курс за операцією купівлі-продажу обумовленої суми валютних цінностей на визначену дату в майбутньому. За валютним форвардним контрактом продавець зобов'язується здійснити поставку обумовленої при укладанні контракту кількості валютних цінностей за курсом на вказану дату, а покупець бере зобов'язання прийняти цю поставку і виплатити відповідну суму коштів в іншій валюті. Валютні форварди не є стандартизованими за строками чи сумами та фіксують умови на момент підписання контракту.

Форвардний валютний ринок існує з усіх основних валют з котируваннями терміном до одного року. Ліквідність цього ринку є вищою для більш коротких строків котирування. За своєю природою валютні форварди виступають одночасно операцією кредитування та продажу валют у межах одного контракту.

Операція з обміну валюти за форвардом може бути реальною або умовною, коли за домовленістю сторін не відбувається поставка суми

валютних цінностей, яка є базовим активом контракту, а замість цього виплачується курсова різниця в розрахунку на умовну суму контракту. Курсова різниця вираховується між курсом, зафіксованим у валютному форварді, та спот-курсом, який існує на дату фіксингу, тобто на день, коли фіксується ринковий курс валюти (дата фіксингу і дата валютування можуть як співпадати для певних видів валют, так і відрізнятися).

Валютні форварди в залежності від наявності або відсутності реальної поставки поділяються на валютні форварди з реальною поставкою та розрахункові валютні форварди (далі – NDF). Що стосується NDF, то вони є деривативами на різницю (англ. contracts for differences) та охоплюють декілька операцій. На першому етапі відбувається купівля/продаж певної суми іноземної валюти у встановлений сторонами термін за курсом, встановленим контрактом на момент його укладання. На момент виконання контракту проводиться купівля/продаж такої ж самої суми іноземної валюти за курсом, який визначається на дату виконання контракту. У результаті між сторонами відбувається залік зустрічних грошових вимог, що виникають у момент виконання першої операції (форвард) та зустрічної операції.

NDF є видом валютного форвардного контракту, в якому на момент погашення форвардний курс порівнюється з референтною ставкою цього дня – в Україні це ставка НБУ. Ці контракти зазвичай укладаються за межами внутрішнього ринку країни, де діють обмеження на переміщення валюти. Однак обидві сторони можуть домовитися про NDF переведенням можливих прибутків та збитків у вільно конвертовану валюту. Різниця між форвардним курсом та курсом фіксингу обчислюється у вільно конвертованій валюті на дату сплати, що дає змогу отримати прибуток або збиток у цій валюті.

За валютними форвардами хеджується валютний ризик, який може бути визначений як ризик, який виникає у сторони форварду при зміні курсу іноземної валюти у випадку неспівпадіння її активів та зобов'язань у різних валютах. Наприклад, валютний ризик виникає, коли експортер продає свою продукцію за іноземну валюту, а собівартість продукції – в національній

валюти. Так само валютний ризик виникає, коли, наприклад, компанія залучає фінансування в іноземній валюті, а виручку при цьому отримує в національній валюті.

У разі, якщо на дату фіксингу курс валюти на ринку був нижчий, ніж курс, зафіксований у валютному форвардному контракті, продавець отримує прибуток від валютної операції, а покупець повинен виплатити йому різницю в ціні. Розмір цієї суми визначається як добуток різниці між курсами на суму контракту. Якщо курс валюти виявився вищим, ніж курс у контракті, то покупець отримує суму платежу від продавця.

Отже, валютний форвард складається з двох операцій – купівлі-продажу валюти та форвардної валютної операції. У разі безпоставкового валютного форварду – NDF, операція купівлі-продажу валюти не проводиться і розрахунок відбувається за різницею курсу валюти. Якщо має місце реальна поставка валютообмінної операції, то розрахунок проводиться за існуючим на день фіксингу спотовим курсом. Безпосередньо за форвардним контрактом розрахунки проводяться окремо за сумою форвардного платежу (втрати або доходи за форвардними операціями).

Форвардні валютні контракти забезпечують захист обом учасникам від коливань валютних курсів протягом певного часового періоду. Курс валюти фіксується на момент укладення угоди, що дозволяє уникнути валютного ризику під час дії контракту. Операції хеджування не забороняють учасникам користуватися можливими перевагами змін валютного курсу, але одночасно захищають їх від негативних наслідків таких змін. При укладанні форвардних контрактів учасники валютного ринку точно знають суму грошових коштів, яку вони одержать або сплатять у майбутньому, що дозволяє їм планувати свої дії. Таким чином, протягом часу дії контракту учасники не піддаються валютному ризику, пов'язаному з коливаннями валютних курсів, а їх майбутнє становище стає повністю визначеним, що відповідає сутності хеджування.

Так, якщо валютний форвард укладено на купівлю євро за долари США через рік, то це рівнозначно таким правочинам. Покупець форварду (інвестор)

оформлює кредит на долари з оплатою за ставкою в доларах США, купує за них євро за курсом спот, які поміщує на річний депозит за ставкою в євро. Через рік інвестор купує долари США за ринковим курсом і повертає кредит.

Відповідно до підпункту 2 п.2 розділу I Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України, затвердженого Постановою Правління НБУ від 02.01.2019 р. № 1 [76] (далі – Положення про структуру валютного ринку), валютна операція на умовах «форвард» – це валютна операція за форвардним договором (контрактом), умови якого передбачають виконання цієї операції не пізніше ніж на другий робочий день після дня укладання договору. Валютний форвард є двостороннім деривативним контрактом грошового ринку, на підставі якого виникають обов'язки у сторін цього договору щодо купівлі, продажу, обміну в майбутньому іноземної валюти/банківських металів у строк та за курсом іноземної валюти/банківського металу, встановленими під час укладення такого договору. Умови форвардного договору (контракту) можуть передбачати поставку базового активу (іноземної валюти/банківських металів) шляхом його відчуження або здійснення розрахунків за таким договором без поставки базового активу (Підпункт 18 пункту 2 розділу I Положення про структуру валютного ринку).

Якщо банк хоче й готовий брати на себе ризики (й валютний і відсотковий), він може не закривати форвардний контракт зустрічною угодою на ринку. Але тоді банк несе ризик відкритої валютної позиції, яка в свою чергу є обмеженою лімітом (по 10% для довгої та короткої валютних позицій від регулятивного капіталу банку).

На практиці банки намагаються не брати на себе курсові ризики і закривають угоду на ринку в момент укладення форвардного контракту з клієнтом. Тоді спроможність укладати форварди обмежена лише ризиком невиконання зобов'язань клієнтом та ліквідністю на валютному ринку СПОТ,

оскільки банк купує/продає валюту вже сьогодні за свої кошти, а отримує їх від клієнта лише в день закриття форвардного контракту.

Національний банк України ще 24 лютого 2022 року ухвалив постанову «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» [115] від № 18 (далі – Постанова № 18), якою передбачено заходи, спрямовані на підтримання фінансової стійкості держави та регулювання фінансового сектору в умовах дії режиму воєнного стану. Банкам, небанківським фінансовим установам, операторам поштового зв'язку, які отримали ліцензію НБУ згідно з Законом України «Про валюту і валютні операції», забороняється здійснювати торгівлю валютними цінностями, включаючи операції за дорученням клієнтів (п. 12 Постанови № 18), однак купівля клієнтами іноземної валюти на умовах «форвард» за форвардними договорами, укладеними до 23 лютого 2022 року (включно), дозволена.

Обмежень строку та максимальної суми валютного форвардного контракту в законодавстві не передбачено, однак сума контракту залежить від:

- а) розміру ризику, який банк готовий нести (на свого клієнта і продукт),
- б) ліквідності (залучення активів), яку він може залучити на даний момент часу. Навіть за умов великих обсягів за контрактами, які потрібно захеджувати, клієнт завжди може розділити загальну суму на декілька частин, а також укласти форвардні контракти з різними банками.

На локальному ринку форварди з банками клієнти можуть укладати маючи підстави – експортно-імпортні контракти або валютні кредити.

Суть угоди з купівлі-продажу валюти полягає в тому, що один з її учасників зобов'язується продати іншому учаснику іноземну валюту через визначений термін по курсу, який фіксується в момент укладення угоди і називається форвардним валютним курсом. Інший учасник зобов'язується купити дану валюту на умовах, зафіксованих у контракті. Форвардний курс, зафіксований у контракті, має забезпечити продавцю валюти певний прибуток.

Продаж (передача) зобов'язань за форвардним валютним контрактом іншим особам здійснюється продавцем лише за умови згоди покупця форвардного валютного контракту в будь-який час до закінчення строку дії (ліквідації) форвардного контракту.

Продаж (передача) зобов'язань за форвардним валютним контрактом іншим особам, включаючи продавця такого форвардного валютного контракту, може бути здійснена покупцем без погодження з іншими сторонами форвардного контракту в будь-який час до закінчення строку дії (ліквідації) форвардного контракту.

Форвардні угоди з купівлі-продажу валюти широко використовуються в міжбанківській торгівлі валютою. На відміну від них, валютні ф'ючерси перебувають в обігу на біржовому ринку. Стандартні обсяги базових валют у ф'ючерсних контрактах становлять переважно сотні тисяч грошових одиниць. Стандартні дати поставки по форвардних валютних контрактах: один тиждень, 30, 60, 90, 180, 270 днів, 1-5 років. Строк переважної більшості форвардних операцій – до одного року. При цьому найчастіше зустрічається термін 180 днів. Звідси і важливість визначення ставок за 180-денними державними цінними паперами, які використовуються як базові для формування відповідних ринкових ставок.

Хеджування валютних ризиків для всіх юридичних і фізичних осіб є зручним і важливим інструментом управління валютним ризиком для отримання запланованого розміру прибутку, адже ризикувати в режимі «пан або пропав» притаманно саме професійним ринковим спекулянтам. Реальному бізнесу доцільно зафіксувати свої ризики (маржу) і не залежати від коливань на ринках, що і роблять усі великі компанії у світі.

Також варто зазначити, що хеджувати валютний ризик можна не лише такими фінансовими інструментами як форвард, ф'ючерс чи опціон. Уникати валютного ризику можна через появу будь-якого зустрічного зобов'язання в іноземній валюті на аналогічний строк та суму. Наприклад, компанія, що купила іноземну валюту і несе валютний ризик може паралельно отримати

кредит в іноземній валюті і продати її на ту ж суму і строк, і таким чином незалежно від зміни курсу її загальний валютний ризик буде нульовим.

Операція валютного свопу включає в себе як одну із протилежних валютних операцій форвардний контракт. За першою операцією відбувається покупка валюти за поточним ринковим курсом (курсом спот) з розрахунками на день укладення контракту своп (англ. swap – обмін), і одночасно продається та ж сама кількість валюти назад, але за форвардним курсом з розрахунками через 3 місяці. У формулі форвардного валютного курсу до курсу спот додаються (чи віднімаються) форвардні пункти, якщо базовим активом є поточний валютний курс спот.

У форвардних контрактах з цінними паперами на споті продається певний цінний папір (облігація), а потім цей же цінний папір купується за форвардною ціною.

Отже, за законом усі види форвардних контрактів є деривативними контрактами, оскільки між датою їх укладання та датою розрахунків проходить певний період часу. Однак, чи відповідає валютний форвард з умовою поставки критеріям деривативного фінансового інструменту?

Так, фінансовим інструментом безумовно є валютний ф'ючерс, оскільки купівля самої валюти при купівлі ф'ючерсу не відбувається, а сам контракт продається на біржі, ціна ф'ючерсу відрізняється від валютного курсу. Однак у випадку валютного форваду з умовою поставки купівля чи продаж однієї валюти за іншу відбувається в дату погашення контракту. У цьому випадку валютний форвард відрізняється від контракту про купівлю валюти за спотовою ціною лише використанням форвардного курсу обміну валют. Тому валютний форвард з умовою поставки не є деривативом. У зв'язку із зазначеним, пропонується внести відповідні зміни до ч.2 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» і викласти її в такій редакції: «2. Не є деривативними контрактами кредитні договори, форвардний валютний контракт з умовою поставки, договори репо, договори про участь у фонді фінансування будівництва, договори про придбання сертифікатів фонду

операцій з нерухомістю, договори позики, банківського вкладу (депозиту), банківського рахунка, поруки, гарантії, факторингу, лізингу або страхування».

Далі розглянемо відсоткові форварди, які набули поширення з 1984 року у зв'язку з розширенням переліку фінансових інструментів, які використовуються як базові активи деривативів, якими є майбутні відсоткові ставки на кредит.

Форвардний контракт за відсотковими ставками (англ. forward rate agreement, FRA) – це деривативний контракт, в якому визначається на момент його укладення відсоткова ставка та інші умови проведення операцій залучення або розміщення грошових коштів на визначену дату в майбутньому. Метою укладання такого контракту для покупця є хеджування ризиків від підвищення відсоткових ставок. Продавець за цим контрактом розраховує на інші показники ставок і прагне уникнення ризику їх зниження. Контракт FRA за змістом є операцією кредитування покупця з фіксованою відсотковою ставкою на день укладання контракту, однак з виконанням у майбутньому, при цьому, фактичного банківського кредитування в цій операції не відбувається.

У контракті FRA обов'язково зазначається сума контракту (розмір капіталу, який підлягає передачі в кредит), валюта контракту (валюта капіталу), дата контракту (день укладання контракту), дата розрахунку (умовна дата видачі кредиту), дата фіксації (день визначення ставки), дата погашення (умовний день погашення кредиту), термін дії контракту (період між датою розрахунку та погашення), контрактна ставка (процентна ставка, погоджена сторонами відсоткового форварду), ставка-орієнтир (ринкова процентна ставка, яка використовується в дату фіксації для визначення розрахункової суми), розрахункова сума (дорівнює різниці між контрактною ставкою і ставкою-орієнтиром і сплачується в розрахункову дату однією стороною іншій).

На грошовому ринку FRA є еквівалентами розрахункових валютних форвардів. У FRA фіксується майбутнє значення відсоткової ставки протягом певного періоду за уявним форвардним кредитом, який реально не передається

боржникові. На дату валютування проводиться розрахунок і виплата різниці між форвардною ставкою на момент укладання FRA та реальною відсотковою ставкою на дату валютування. Укладення FRA відбувається, оскільки умовні кредитор та боржник мають різні очікування стосовно зміни відсоткової ставки.

Сторони FRA називаються продавець (умовний кредитор уявної суми, який хеджує ризик пониження відсоткової ставки) та покупець (умовний боржник, що страхує ризик підвищення ставок).

Таким чином, за FRA відбувається поставка тією стороною, яка програла, різниці у відсоткових ставках за умовним кредитом.

Повна класифікація усіх видів деривативів і, зокрема, форвардних контрактів, не є доцільною, оскільки нові види деривативів виникають майже щодня. Вже існуючі конструкції деривативів поєднуються та видозмінюються у складному процесі фінансового інжинірингу (структуровані деривативи). Структуровані деривативи – це просто поєднання спотових, опціонних, ф'ючерсних або інших фінансових позицій. Інвестування у структуровані деривативні інструменти надає інвестору можливість брати участь у використанні різних класів базових активів зі створенням конкретної інвестиційної стратегії. Однак не всі структуровані деривативи дозволяється використовувати, оскільки визнання певного фінансового інструменту, не передбаченого ч.1 ст.33 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», деривативом віднесено до компетенції НКЦПФР.

Уявляється, нормативне визначення ознак деривативних контрактів у ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» не можна вважати ефективним регулюванням відносин на ринку деривативів, оскільки практика ринку змінюється швидше за законодавство. Тому найбільше значення для стабільності фінансових ринків має не державне регулювання, а ділова практика та звичаї ділового обороту. Зазначеним пояснюється неможливість відмови від виконання зобов'язання за деривативами на фінансовому ринку розвинутих країн.

Судовий захист учасників ринку деривативів на підставі усталеної ділової практики, зрозуміло, що буде ускладненим через відсутність відповідних професійних знань у суддів загальних судів, тому вирішення таких категорій справ має провадитися в арбітражі із залученням спеціалістів фінансового ринку.

2.3. Істотні умови форвардного контракту.

В Україні проблему стандартизації умов деривативних контрактів частково вирішено запровадженням генеральних контрактів на основі стандартизованих форм договорів, розроблених Міжнародною асоціацією свопів і деривативів (ISDA) [136]. Це допомогло уніфікувати процедуру укладання та виконання, зокрема, форвардних контрактів.

Документація ISDA для позабіржових деривативів складається з пакету стандартизованих документів, кожен з яких відіграє свою роль при укладанні деривативів, і в сукупності вони утворюють один єдиний договір, що складається з Генеральної угоди, Додатку до Генеральної угоди (Schedule), Додатку щодо механізмів забезпечення (Credit support Annex) та Підтвердження (Confirmations) [31].

Наразі український ринок деривативів перебуває на початковому етапі свого розвитку. Наявність стандартної документації, безперечно, сприятиме збільшенню популярності деривативних контрактів [148]. На сьогодні розробленою є стандартизована документація для укладання певних деривативних контрактів поза організованими ринками.

Слід зазначити, що відповідно до п.12 ч.1 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» генеральна угода – договір, що визначає загальні умови та порядок укладання та виконання деривативних контрактів або правочинів щодо фінансових інструментів, або правочинів щодо валютних цінностей, або договорів репо, або товарних операцій, укладених на підставі такого договору.

Для правової системи України використання терміна «угода» не є характерним і не визначено в законодавстві України, а замість того застосовується поняття «договір». На нашу думку, генеральну угоду слід визначити як домовленість, що буде відповідати положенням ЦК України, як основного акту цивільного законодавства України, що регулює договірні відносини між фізичними та юридичними особами.

Відповідно до ч.2 ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» зміст деривативного контракту в залежності від порядку його укладання визначається:

«1) генеральною угодою та/або специфікацією деривативного контракту для контрактів, що укладаються на організованому ринку;

2) генеральною угодою та/або описом деривативного контракту за домовленістю сторін для контрактів, що укладаються без використання багатосторонніх систем організованого ринку;

3) сторонами деривативного контракту самостійно для контрактів, що укладаються без використання багатосторонніх систем організованого ринку, за умови відсутності домовленості сторін про укладання деривативного контракту на основі генеральної угоди або опису деривативного контракту».

Оскільки форвард є позабіржовим контрактом, усі умови, в тому числі і контрактна ціна активу, визначаються при укладанні контракту за домовленістю сторін згідно з чинним законодавством. Попереднє визначення контрактної ціни, яке базується на прогнозуванні динаміки ринкових цін та передбачає необхідність урахування багатьох чинників, є найскладнішою проблемою, що потребує вирішення у процесі укладання форвардного контракту.

Для валютного форварду прогнозування валютних курсів досить складна проблема, особливо останнім часом, коли непередбачуваність і мінливість стали основними характеристиками міжнародних фінансових ринків. За нормальних умов розвитку економіки, коли ринки не зазнають впливу грошово-кредитних чи політичних потрясінь, рівні процентних ставок

можна вважати незалежними величинами, які відображають реальний та очікуваний рівні інфляції. Форвардні валютні курси є похідними (залежними) величинами від процентних ставок. Отже, тільки однакові темпи інфляції в обох країнах походження валют можуть стабілізувати валютний курс протягом значного періоду.

Первинним продажем форвардного валютного контракту вважається така домовленість про купівлю-продаж контракту, якій не передує інший форвардний контракт, однією зі сторін якого виступав покупець (продавець) цього контракту, а його предмет (сума іноземної валюти, дати поставки та здійснення платежу) збігаються з цим форвардним контрактом.

Форвардний контракт обов'язково має містити такі умови (реквізити): назва контракту; сторони контракту; базовий актив контракту та його характеристики (емітент, вид цінного папера, його номінальна вартість, термін обігу, інші відомості для цінних паперів; вид валюти – для коштів; асортимент – для інших товарів); кількість базового активу; вартість контракту; ціна виконання; термін виконання; порядок оплати придбаного (проданого) базового активу; відповідальність сторін у разі невиконання чи неналежного виконання зобов'язань, встановлених цим контрактом; порядок розгляду спорів, що виникають під час укладання та виконання контракту; адреси, підписи, печатки, реквізити банківських рахунків (для юридичних осіб) та паспортні дані (для фізичних осіб) сторін контракту [99].

Недодержання вимог законодавства щодо обов'язкових реквізитів деривативного контракту є підставою визнання його неукладеним. Якщо деривативний контракт є біржовим інструментом, то відсутність його реєстрації на біржі також тягне визнання недійсним такого контракту.

Далі розглянемо більш детально типові умови форвардних контрактів відповідно до української версії генеральної угоди ISDA для операцій з позабіржовими деривативами [15], якою визначаються основні терміни, зобов'язання сторін, випадки дефолту та припинення контракту, розірвання та ліквідаційного неттінгу, передачі прав, інші процедурні питання.

Типові умови правочинів форвард на аграрні товари, метали та дизель, опціон на товарні товари та своп з базовим показником на ціну товарів [143], встановлюють особливості укладання, виконання та припинення деривативних контрактів. Ці Типові умови застосовуються виключно до розрахункового (безпоставного) деривативу, якщо обов'язковість застосування цих Типових умов повністю або окремих їх положень передбачено в Підтвердженні до контракту.

Реквізитами контракту Товарний Форвард, відповідно до умов якого одна сторона зобов'язується сплатити суму платежу іншій стороні в дату платежу та на інших умовах, визначених сторонами правочину, є такі: товар; продавець; покупець; номінальна кількість товару; довідкова ціна товару; дата платежу; форвардна ціна.

Відповідно до п. 2.2. Типових умов правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп [142], істотні умови валютного форварду, які підлягають узгодженню в момент укладання контракту, різняться в залежності від виду форварду. Для поставного валютного форварду істотними є такі умови: валютна пара (базова валюта та валюта розрахунку); сума в певній валюті; форвардний курс; дата розрахунків. Для розрахункового валютного форварду істотними визначені такі умови: валюта розрахунків; базова валюта; продавець та покупець валюти розрахунків; номінальна сума в базовій валюті, що сплачує одна сторона, та форвардний курс, що сплачує інша, або номінальна сума; спосіб визначення курсу розрахунків; дата розрахунків.

Далі охарактеризуємо основні умови форвардного контракту. Слід вказати, що термінологія умов форвардного контракту ISDA істотно відрізняється від відповідної усталеної термінології договірних права України. Зокрема, предмет форвардного контракту має порівняно із звичайною купівлею-продажем такі особливості. У першу чергу, предмет деривативного контракту має особливу назву – базовий актив, який визначений у ст.32 Закону України «Про ринки капіталу та організовані

товарні ринки» через закріплення невиключного переліку майна, а саме: емісійні цінні папери (у тому числі іноземних емітентів), інші фінансові інструменти, валютні цінності, продукція, роботи, послуги, що мають грошовий вираз вартості, інший деривативний контракт. Базовим активом не можуть бути об'єкти, вилучені з цивільного обороту. Поставний або змішаний деривативний контракт щодо базового активу, який є обмежено оборотоздатним об'єктом цивільних прав, можуть укладати лише сторони, які за законом можуть бути власниками або управителями таким активом.

Стосовно базових активів, які можуть бути предметом форвардного контракту, слід зазначити, що особливістю укладання його на біржі буде вимога стандартизації, тому предметом біржового форварду можуть бути лише родові речі, які є взаємозамінними, для можливості біржової торгівлі ними. Підтвердження цьому знаходимо в п. 4 ч. 1 ст. 2 Закону України «Про фондові біржі», де зазначається, що «біржовий товар – актив, допущений до біржових торгів на товарній біржі згідно з правилами такої товарної біржі, а саме продукція та інші речі, визначені родовими ознаками».

Предметом форвардного контракту, який не передбачає обов'язку поставки базового активу, є грошова сума, яка складає різницю між форвардною та плаваючою ціною.

Оскільки відповідно ч. 1 до ст. 190 ЦК України майном є не лише окрема річ, сукупність речей, а також майнові права та обов'язки, то предметом деривативу можуть бути майнові права, зокрема, поширені на сьогодні майнові права на майбутній об'єкт будівництва, які є предметом форвардного контракту. Такий форвардний контракт укладається між покупцем та інвестиційним фондом, діяльність якого регулюється компанією з управління активами, передачу майнових прав на нерухомість у майбутньому за ціною, визначеною на момент укладання контракту. Форвард на майнові права на нерухомість реєструється через товарну біржу. При цьому, в механізмі купівлі певного об'єкта нерухомості за форвардом послідовно може бути укладено декілька договорів. Спочатку укладається форвардний контракт, за яким

забудовник продає майнове право на об'єкт будівництва в майбутньому, а компанія з управління активами зобов'язується придбати його за ціною, зафіксованою на момент укладення контракту.

Компанія з управління активами продає форвардний контракт інвестору інвестором (покупцеві) шляхом укладання договору купівлі-продажу деривативу на певний строк. Повна сплата вартості деривативу за договором купівлі-продажу деривативу надає право інвестору (покупець) підписати Акт прийому-передачі деривативу. При цьому можливий варіант, коли забудовник як умову договору купівлі-продажу деривативу передбачає розстрочення платежу, що суперечить природі деривативних контрактів і може призводити до визнання їх недійсними.

Продаж деривативу можливий лише в разі наявності вказівки на це у форвардному контракті або в порядку зміни сторони в зобов'язанні.

Після цього в механізмі форвардної операції з'являється договір купівлі-продажу майнових прав на майбутній об'єкт будівництва, який укладається в обумовлений у форварді час між інвестором (покупцем) та забудовником на підставі пред'явленого інвестором Акту прийому-передачі деривативу. Саме в договорі купівлі-продажу майнових прав на майбутній об'єкт будівництва визначається момент строку здачі в експлуатацію об'єкта, набуття забудовником права власності на об'єкт будівництва.

На сьогодні відповідно до абз.5 ч.1 ст.32 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», в разі, якщо базовим активом є інший деривативний контракт, відчуженням (продажем) та прийняттям (купівлею) такого базового активу вважається укладання деривативного контракту, який є базовим активом. Тому обмежень на укладання договору купівлі-продажу на форвард у законодавстві немає.

На практиці вважається, що строк виконання за форвардним контрактом є датою укладання договору купівлі-продажу майнових прав. Тому форвардні операції з нерухомістю містять підводні каміння для інвесторів. Зокрема інвестор після укладання договору купівлі-продажу майнових прав

позбавляється права пред'являти вимоги за договором купівлі-продажу деривативу (форварду), оскільки останній вже виконаний. У жодному із зазначених договорів не передбачено виникнення в інвестора права власності на об'єкт будівництва (конкретні квадратні метри), тому після підписання Акту приймання-передачі майнових прав за договором купівлі-продажу майнових прав інвестор (покупець) має самостійно зареєструвати право власності на себе відповідно до вимог законодавства. За окремим договором між інвестором та забудовником може бути передбачена процедура здійснення реєстрації прав власності забудовником на ім'я інвестора.

Цей складний механізм застосовується, оскільки відповідно до п. 196.1.1 Податкового кодексу України [73] (далі – ПК України), операції з продажу деривативу не є об'єктом оподаткування, тому забудовник не платить ПДВ у розмірі 20% від отриманих коштів за договором купівлі-продажу деривативу, і можу спрямовувати вивільнені від оподаткування кошти в розвиток будівництва. Відповідно до вимог п.п. 141.6.1. п. 141.6 ст. 141 ПК України, звільняються від оподаткування кошти спільного інвестування, а саме: кошти, внесені засновниками корпоративного фонду, кошти та інші активи, залучені від учасників інституту спільного інвестування, доходи від здійснення операцій з активами інституту спільного інвестування, доходи, нараховані за активами інституту спільного інвестування, та інші доходи від діяльності інституту спільного інвестування (відсотки за позиками, орендні (лізингові) платежі, роялті тощо). Доходи, що отримані позивачем від продажу майнових прав «Базових активів», не звільняються від оподаткування відповідно до пп.141.6.1 п.141.6 ст.141 ПК України та не є коштами спільного інвестування, оскільки не є коштами, внесеними засновниками корпоративного фонду, не є коштами залученими від учасників інституту спільного інвестування так як юридичні та фізичні особи, що придбали «Базовий актив», не є учасниками ІСІ, не є доходом від здійснення операцій з активами ІСІ, оскільки актив ІСІ не придбався за кошти інституту спільного інвестування, не є доходом ІСІ, що нараховані за активами ІСІ [125].

Як повідомляє НКЦПФР, шляхом продажу покупцям форвардних контрактів забудовник оптимізує податки, оскільки згадані операції не є об'єктом оподаткування, відповідно до ПК України. Форвардний контракт та продаж майнових прав на об'єкти інвестування, який ще не був оплачений за рахунок коштів спільного інвестування, не може бути включений до активів ІСІ в розумінні Закону України «Про інститути спільного інвестування». Тому доходи, отримані від їх продажу, не вважаються коштами спільного інвестування [68].

У відносинах інвестування будівництва житла сам об'єкт будівництва на момент укладення форварду ще не існує, тому продавець зобов'язується в майбутньому продати покупцеві такі майнові права після того, як сам набуде їх у власність. Форвард може укладатися стосовно майна, права на яке виникне у продавця в майбутньому, оскільки за цим контрактом момент укладення та виконання не можуть співпадати. Відповідно до ч.1 ст. 656 ЦК України предметом договору купівлі-продажу може бути майно (товар), яке є у продавця на момент укладення договору або буде створене (придбане, набуте) продавцем у майбутньому. Особливості купівлі-продажу об'єктів незавершеного будівництва та майбутніх об'єктів нерухомості визначаються законом. При цьому відмежуванням форварду від стандартного договору купівлі-продажу буде лише стандартизація умов форвардного контракту та реєстрація його на біржі.

Форвардний контракт на майбутній об'єкт нерухомості характеризується тим, що інвестор (покупець) не набуває право власності на сам об'єкт нерухомого майна, а лише набуває майнові права на право набутти в майбутньому цей об'єкт після введення об'єкта будівництва в експлуатацію (ст. 331 ЦК України). Інвестор (покупець) може визнати право власності на новозбудоване майно, оскільки у випадку оспорювання чи невизнання за інвестором, який виконав умови договору інвестування, первісного права власності на новостворений об'єкт інвестування, введений в експлуатацію, ефективним способом захисту такого права є визнання права власності на

підставі ст. 392 ЦК України. Віндикація у вказаній ситуації не буде належним способом захисту порушених, невизнаних чи оспорюваних прав, оскільки за змістом статей 387, 388 ЦК України позов про витребування майна пред'являється власником до володільця спірного майна [80].

Виконання зобов'язання з передачі майнових прав на об'єкт нерухомості відбувається за форвардним контрактом, базовим активом якого є майнові права на нерухомість. На практиці форвардний контракт підлягає виконанню шляхом укладення договору купівлі-продажу майнових прав на нерухоме майно.

Зокрема, відповідно до постанови Восьмого апеляційного адміністративного суду від 07.03.2020 р. у справі № 300/1717/19, в якій суд вирішував подібне питання щодо купівлі-продажу форварду. Судом було встановлено, що після оплати позивачем на користь продавця з коштів спільного інвестування вартості форвардного контракту надалі такий форвардний контракт відчужувався позивачем третім особам через укладання договорів купівлі-продажу деривативу за результатами участі у відкритих торгах на товарній біржі, з якою наявні відповідні договори на проведення аукціонів. Однак, на думку суду, оскільки договорів купівлі-продажу майнових прав на нерухоме майно (базовий актив) позивач не укладав, актів приймання-передачі нерухомого майна (як сукупності майнових прав) згідно з такими договорами не підписано, тому право власності на базовий актив до позивача не переходило. Зі змісту укладених позивачем договорів купівлі-продажу деривативу вбачається, «...що їх предметом є саме дериватив — форвардний контракт», що засвідчує зобов'язання девелопера (замовника будівництва) продати майнові права на нерухоме майно у визначений час та на певних умовах у майбутньому, із фіксацією цін такого продажу під час укладання форвардного контракту [82].

Якщо у форвардному контракті сторони обумовили укладання договору купівлі-продажу майнових прав після того, як настає строк виконання за цим

контрактом, то його слід кваліфікувати як попередній договір, а не деривативний контракт.

У цивільному законодавстві України попереднім договором визнається договір, сторони якого зобов'язуються протягом певного строку укласти договір у майбутньому на визначених попереднім договором умовах (ч.1 ст.635 ЦК України). Таким чином, попередній договір повинен містити істотні умови основного договору, зокрема про його предмет. Водночас, істотні умови основного договору, що не були узгодженні сторонами в попередньому договорі, узгоджуються ними в основному договорі, в порядку встановленому попереднім договором або актом цивільного законодавства. У зв'язку з цим за своєю суттю попередній договір є добровільно взятим зобов'язанням на укладання договору в обов'язковому порядку, що дозволяє вимагати укладання основного договору [8].

Особливості укладання попереднього договору регулюються як ЦК України, так і ГК України. Поняття попереднього договору, яке надається у ЦК України, практично дублюється у ГК України, встановлюючи лише певні особливості укладання попередніх договорів між господарюючими суб'єктами. Зокрема строк укладення основного господарського договору дорівнює одному року з моменту укладання сторонами попереднього договору (ч.1 ст.182 ГК України). Натомість ЦК України не встановлює жодних строків для укладання основного договору і містить лише вказівку на можливість обмеження такого строку законом.

У разі, якщо одна зі сторін попереднього договору ухиляється від укладання основного договору, друга сторона має право вимагати укладання такого договору в судовому порядку. Відповідно відсутні підстави в подібних випадках для стягнення з контрагента збитків, заподіяних внаслідок ухилення другої сторони від укладання договору. Однак, якщо сторона, яка вимагає укладання договору, не звертається до суду з вимогою його укладання у примусовому порядку, то сторона, яка необґрунтовано ухиляється від укладання договору, передбаченого попереднім договором, повинна

відшкодувати другій стороні збитки, завдані простроченням, якщо інше не встановлено попереднім договором або актами цивільного законодавства (ч.2 ст. 635 ЦК України). Зобов'язання, встановлене попереднім договором, припиняється, якщо основний договір не буде укладений протягом строку, встановленого попереднім договором, або якщо жодна із сторін не направить другій стороні пропозицію про його укладання (ч.3 ст. 635 ЦК України).

Попередній договір укладається в тій же формі, що й основний договір, а якщо форма основного договору не встановлена, – в письмовій формі. Якщо попередній договір укладається щодо купівлі-продажу об'єкта незавершеного будівництва або майбутнього об'єкта нерухомості, то він підлягає нотаріальному посвідченню (абз. 4,5 ч.1 ст. 635 ЦК України). Нотаріальне посвідчення форвардного контракту законом не передбачено.

Зазначимо, що закон забороняє перерахування авансових платежів на підтвердження відносин сторін за попереднім договором щодо купівлі-продажу об'єкта незавершеного будівництва або майбутнього об'єкта нерухомості, а також встановлення інших фінансових зобов'язань сторін, крім штрафних санкцій, за попереднім договором купівлі-продажу об'єкта незавершеного будівництва або майбутнього об'єкта нерухомості (ч. 5 ст.635 ЦК України).

Отже, відмежування форварду від попереднього договору полягає в забороні за попереднім договором вчинення платежів, окрім пов'язаних з його порушенням, однак за форвардом може передаватися при укладанні цього договору суми в рахунок майбутніх платежів (аванс). Зокрема, у постанові Кабінету Міністрів України «Про запровадження державних форвардних закупівель зерна» [97], яка втратила чинність на підставі Постанови КМУ № 256 від 24.03.2021, було зазначено, що авансовий платіж здійснюється в розмірі 50 відсотків вартості зерна, розрахованої на підставі мінімальної інтервенційної ціни на момент укладення договору. Саме попередня оплата у вигляді значного авансу за форвардом зерна формує особливу привабливість цих контрактів для виробників сільськогосподарської продукції, які завдяки

авансу мають можливість провести посівну кампанію. У постанові КМУ «Про запровадження державних форвардних закупівель зерна» сума, яка при укладанні контракту передається продавцю за форвардом має назву саме авансової, а не завдатку. Аванс – це певна грошова сума або інші цінності, які боржник передає кредитору в рахунок майбутніх платежів. Аванс, як і завдаток, є доказом, який посвідчує факт наявності зобов'язання (доказова функція), а також зараховується в рахунок майбутніх платежів (платіжна функція), але не може бути визнаним одним із способів забезпечення виконання зобов'язання. Сторона, яка видала аванс, має право вимагати його повернення практично у всіх випадках невиконання договору, а сторона, яка отримала аванс, ні за яких умов не може бути зобов'язана до його повернення у більшому розмірі.

Відповідно до ст. 570 ЦК України завдатком є грошова сума або рухоме майно, що видається кредитором боржником у рахунок належних із нього за договором платежів, на підтвердження зобов'язання і на забезпечення його виконання. У випадку невиконання зобов'язання перед кредитором та боржником постає питання про відшкодування завданих цим збитків. У зв'язку з цим ч.2 ст. 571 ЦК встановлює, що сторона, винна в порушенні зобов'язання, має відшкодувати другій стороні збитки в сумі, на яку вони перевищують розмір (вартість) завдатку, якщо інше не встановлено договором. Отже, якщо за порушення договору відповідає сторона, яка надала завдаток, вона повинна відшкодувати збитки в частині, що перевищує суму завдатку. У випадках, коли невиконання або неналежне виконання договору відповідає кредитор, боржник може вимагати сплати подвійної суми завдатку (або повернення майна, отриманого як завдаток, та додаткової сплати суми в розмірі вартості цього завдатку) та, зверху того, відшкодування збитків у частині, що перевищує однократну суму завдатку. Правочин про завдаток повинен вчинятися в письмовій формі, в іншому випадку він є нікчемним.

На сьогодні, через скасування зазначеної постанови КМУ «Про запровадження державних форвардних закупівель зерна» питання авансу за форвардом зерна не визначено.

У 2021 році на ринку форвардів на постачання зерна відбувся дефолт через відмову товаровиробників від постачання продукції у зв'язку з різким підвищенням ціни на зерно на світових ринках. У зв'язку з цим трейдери на зерно за форвардами отримали штрафні санкції через невиконання договірних зобов'язань щодо постачання зерна, а покупці зерна за форвардами перейшли на румунський ринок форвардів зерна, яке є дорожчим, однак ринок форвардів у Румунії більш надійний. Тоді в Україні у 2021 році було запроваджено систему банківських гарантій при укладанні форвардів на зерно. Трейдер, який укладає форвардний контракт із постачальником зерна (товаровиробником) отримує банківську гарантію, за умовами якої в разі невиконання зобов'язання за форвардом він отримає гарантійний платіж від банку, який дорівнює різниці між спотовою ціною на зерно на час виконання контракту і форвардною ціною на момент укладення контракту. Постачальник при цьому не отримає оплату за форвардом, а лише зобов'язання перед банком за гарантією. На виконання гарантії банк також може встановлювати заставу, що в сукупності дозволяло до війни знизити відсоток дефолтів за форвардними контрактами з 30 до 5%.

Вже існуюча система страхування форвардних контрактів є запобіжником проти невиконання цих контрактів лише на українському ринку форвардів і не відома зарубіжним країнам, де страхуванню підлягає врожай, а не контракт. Така ситуація пояснюється в Україні низьким відсотком виконання судових рішень та відсутністю гарантованого відшкодування за договорами страхування від загибелі врожаю.

У деяких випадках форвардні контракти передбачають підписання договору поруки, застави, іпотеки (під певні майнові комплекси чи обладнання).

У разі невиконання форвардного контракту трейдер подає до суду на свого контрагента з вимогою повернення передоплати за контрактом, стягнення суми завданих збитків та штрафів, передбачених контрактом. Переважно випадки невиконання форвардних контрактів з компаніями-експортерами розглядаються в міжнародних арбітражах.

У порядку досудового врегулювання спорів товаровиробник може повернути отриману передоплату та виплатити трейдеру, так званий, вошаут – різницю між взаємними вимогами сторін, яка б звела до нуля зобов'язання за форвардом.

Поряд із позитивними рисами державних закупівель зерна, не можна погодитися із встановленням за користування авансом відсоткової ставки (у 2021 р. – від 9,5 % до 13 % річних у залежності від кількості величини партії). Встановлення відсотків за користування авансом за форвардом зерна призводить до нівелювання позитивного ефекту від державного сприяння розвитку сільського господарства в Україні, оскільки такий аванс, який є одним із головних мотиваційних факторів укладання форвардних біржових контрактів з боку сільськогосподарських підприємств, фактично перетворюється у звичайний кредит [26].

До істотних умов деривативного контракту належить також категорія «базовий показник деривативного контракту». Це може бути ціна базового активу (в тому числі його курс), дохідність базового активу, процентна ставка, індекс, показники статистичної інформації, фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього природного середовища. Базовий показник є ключовим елементом, який визначає цінову динаміку деривативного контракту. Зміни в ціні або вартості базового показника впливають на ціну та вартість деривативу. Таким чином інвестори можуть використовувати деривативні контракти на базовий показник для спекуляцій на рух цін або для зниження ризиків, пов'язаних з коливаннями цін на базовий актив.

Перелік базових показників в абз.1 ч.2 ст.32 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» також не є виключним і може бути

розширений відповідно до нормативно-правових актів НЛЦПФР та/або нормативно-правових актів НБУ в межах компетенції, визначеної цим законом.

Ціна форварду також має специфіку визначення та обчислення. Форвардна ціна є незмінною протягом усього строку контракту (незалежно від інфляції, зміни курсу валют, зміни ринкових цін на товар тощо) і визначається на момент укладення договору. Зокрема, для валютного форварду це ціна купівлі/продажу валюти за контрактом через деякий час, яка визначається як курс СПОТ (поточний курс) помножений на співвідношення процентних ставок двох валют [66].

Зазначимо, що на відміну від договору купівлі-продажу, ціна форварду є істотною умовою цього контракту. У договорі купівлі-продажу відповідно до ч.1 ст.691 ЦК України в разі відсутності в договорі умови про ціну товару, вона визначається відповідно до ч. 4 ст. 632 ЦК України, де зазначається, що не визначення ціни в договорі не призводить до його неукладеності, а ціна визначається виходячи із звичайних цін, що склалися на аналогічні товари, роботи або послуги на момент укладення договору. Виключення складають договори роздрібної купівлі-продажу, оскільки ціна договору оголошується продавцем у момент укладення договору (ч.1 ст.706 ЦК України), поставки (покупець має сплатити за товар нього певну грошову суму – ч. 1 ст. 712 ЦК України), контрактації (заготівельник зобов'язується оплатити продукцію за встановленими цінами відповідно до умов договору – ч.1 ст. 713 ЦК України).

У форвардному контракті закладається розмір форвардної маржі. Форвардна маржа, або форвардний спред (англ. forward margin or forward spread) – це різниця між форвардною ціною і поточною ринковою ціною активу або товару. Вона використовується для визначення вартості форвардного контракту і може залежати від різних факторів, таких як процентні ставки, дивіденди, волатильність ринку та інші фундаментальні й технічні чинники.

Коли форвардна маржа позитивна, це означає, що форвардна ціна вища за поточну ринкову ціну. Це може вказувати на те, що ринок очікує зростання цін на актив у майбутньому. Позитивна маржа може також відображати інтереси покупців активу ухвалити позицію на форвардному ринку з метою захисту від можливого підвищення ціни.

Коли форвардна маржа від'ємна, це означає, що форвардна ціна нижча за поточну ринкову ціну. Це може вказувати на очікування зниження цін на актив у майбутньому. Від'ємна маржа може також відображати інтереси продавців активу ухвалити позицію на форвардному ринку для захисту від можливого зниження ціни.

Різниця між цими двома курсами може бути або премією, або дисконтом, залежно від того, вищий чи нижчий форвардний курс спот-курсу відповідно.

Форвардна маржа є важливим фактором при укладанні форвардних контрактів, оскільки вона впливає на вартість та привабливість договору для обох сторін. Вона також може слугувати індикатором ринкових очікувань та сприйняття ризиків сторонами контракту.

Форвардна маржа є важливою концепцією для розуміння функціонування форвардних ринків, які є позабіржовими ринками, які встановлюють ціну фінансового інструменту або активу для майбутньої поставки. Форвардні ринки використовуються для торгівлі різними інструментами, включаючи валютний ринок, ринки цінних паперів і процентних ставок, а також товари.

Форвардна маржа дає трейдерам деяку інформацію про попит і пропозицію протягом певного часу на базовий актив, на якому базується форвард. Чим ширший спред, тим ціннішим буде базовий актив у майбутньому. Водночас менша маржа вказує на те, що базовий актив, швидше за все, буде більш цінним зараз, ніж у майбутньому. Форвардна маржа часто вимірюється в базисних пунктах, відомих як форвардні пункти, і якщо додати або відняти форвардну маржу до курсу спот, виводиться форвардний курс.

Строк форвардного контракту (також відомий як термін дії або термін доставки) – це період, протягом якого контракт зобов’язує сторони виконати свої зобов’язання з покупки або продажу активу за фіксованою ціною.

Форвардні контракти мають гнучкий термін дії, і дата доставки визначається сторонами під час укладання угоди. Це дозволяє сторонам вибирати термін, який найкраще відповідає їхнім потребам і стратегіям.

Строки в деривативах регулюються законом в особливому порядку. Існує відмінність за строками поставки між деривативами та біржовими договорами на умовах спот, за якими фактичне постачання біржового товару заплановано здійснюється в межах найбільшого з таких проміжків часу: двох робочих днів; проміжку часу, визначеного звичаєм ділового обороту, зафіксованим правилами товарної біржі (ч.1 ст.3 Закону України «Про товарні біржі»). У валютних форвардних контрактах (на 2019 р. валютні форварди становили не більше 2-3% від усіх валютних операцій) строк поставки має бути таким чином віддаленим від моменту укладання договору щонайменше на три дні. Цей висновок можна зробити, спираючись на положення підпункту 2 п. 2 розділу I Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України [76], де валютна операція на умовах «форвард» визначена як валютна операція за форвардним договором (контрактом), умови якого передбачають виконання цієї операції пізніше ніж на другий робочий день після дня укладання договору.

Інші види біржових форвардів можуть мати інші строки виконання договірних обов’язків. Наприклад, у форвардних біржових контрактах № 724 Ф та № 725 Ф від 24 травня 2012 року між ТОВ «Енселко Агро» (продавець) та державною спеціалізованою бюджетною установою «Аграрний фонд» (покупець) передбачено, що покупець має сплатити 50% від суми контракту як авансовий платіж на поточний рахунок продавця протягом трьох робочих днів після укладання контракту. Після того, як продавець отримає авансовий платіж, він видаватиме покупцеві податкову накладну на відповідну суму.

Остаточний розрахунок проводитиметься упродовж трьох робочих днів після поставки товару та надання документів згідно з умовами контракту [124].

Об'єктом форвардного договору є дія щодо виплати грошової суми однією стороною на користь іншої сторони зобов'язання, яка залежить від зміни ціни чи значення базового активу на ринку його обігу і є різницею між ціною (значенням), погодженої сторонами на дату укладання контракту, та ціною (значенням), що склалася на ринку базового активу на дату виконання договору.

РОЗДІЛ 3. УКЛАДАННЯ, ВИКОНАННЯ ТА ПРИПИНЕННЯ ФОРВАРДНОГО КОНТРАКТУ ЗА ЦИВІЛЬНИМ ЗАКОНОДАВСТВОМ УКРАЇНИ

3.1. Порядок укладання та виконання форвардного контракту

Форвардний контракт як будь-який цивільно-правовий договір відповідно до ч.1 ст.638 ЦК України є укладеним, якщо сторони досягли згоди з усіх істотних умов договору. Умови форвардного договору не є стандартизованими і підлягають індивідуальному погодженню сторонами під час укладання цього контракту, що відповідає загальним вимогам про порядок укладання цивільно-правових договорів лише з деякими особливостями. Зокрема, доказом досягнення домовленості з усіх істотних умов деривативного контракту може бути відповідне підтвердження, укладене в письмовій формі у спосіб, зазначений у додатку до деривативного контракту (п. 9.4.2 ст. 9 Генеральної угоди).

Згідно ч.2 ст.638 ЦК України договір укладається шляхом пропозиції однієї сторони укласти договір (оферти) і прийняття пропозиції (акцепту) другою стороною. З економічної точки зору форвардний контракт спрямований на передачу однією стороною ризиків щодо зміни ціни на базовий актив іншій стороні. Тому саме оферта відображає правову мету майбутнього правочину. При цьому, акцепт оферти протилежною стороною за правочином має таку саму мету, як і оферта, однак з протилежною позицією щодо пропозиції про динаміку майбутніх цін, оскільки на момент укладання договору розмір виконання невідомий, і навіть розподіл правових ролей (кредитор, боржник) відбувається в момент виконання форварду. Під час укладання форвардного контракту фіксації в оферті підлягає намір сторони укласти форвардний контракт на базовий актив із зазначенням його виду, кількості, виду ринку, на якому він торгується, строків та намірів контрагента на отримання маржі. З огляду на таку істотну ознаку форварду як формування розміру виконання за форвардним контрактом на підставі зміни цінового показника на базовий актив на ринку, період цієї зміни також підлягає

визначенню в оферті шляхом вказівки на дату первісного показника (передбачувана дата укладання договору) та дату підсумкового показника (дата виконання договору).

Зазначення в оферті періоду зміни ціни дозволяє іншій стороні в момент укладання договору оцінити ризики та очікувану вигоду, які пов'язані з її укладанням. Оскільки обидві сторони прагнуть досягти однієї й тієї ж правової мети, а саме перекласти ризики, пов'язані зі зміною ціни базового активу, на контрагента, кожна з них оцінює цінову динаміку по-різному. Тому можна зробити висновок, що оферта форвардного контракту може бути адресована як конкретній особі, так і не визначеному колу осіб (публічна оферта). У форвардних відносинах оференту не важливо хто буде контрагентом, головне, щоб він міг прийняти ризики за форвардом.

Постійні зміни показників ринку спот, які у форвардному договорі відображаються на дату укладання як первісний показник, обумовлюють оцінку оферентом коливання цін виходячи з відомої йому інформації на момент укладання форварду, і якщо за його прогнозами на майбутнє така динаміка є вигідною для оферента, то він формулює оферту. Однак, у зв'язку з постійними коливаннями показників на ринку спот ціна, яка задовольняла оферента на момент укладання договору, дуже швидко під впливом різних макро- і мікро-факторів може змінитися не на користь оферента, що зробить для нього не вигідним укладання форвардного договору на первинній умові про ціну. Тому оферта за форвардним договором може бути або із зазначенням певного нетривалого строку, враховуючи межі можливого прогнозування оферента про зміни ціни, або без зазначення строку, але тоді механізм укладання контракту має включати право сторін оперативно вносити зміни до умов в оферті (принаймні щодо первісного показника ціни), що з урахуванням поширення смарт-контрактів та глобальної інформатизації на фінансовому ринку цілком реально.

Укладення форвардного договору має відповідати законодавству в частині встановлених заборон. Так, українським банкам тривалий час

заборонялося здійснювати з нерезидентами операції на умовах «форвард», якщо операція передбачає купівлю в нерезидента іноземної валюти за гривню (за незначним винятком). Постановою Правління НБУ від 15 січня 2021 року №3 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів НБУ» [84] (набула чинності з 17 січня 2021 р.) **НБУ скасував низку обмежень для фізичних і юридичних осіб при проведенні операцій з інвалютою для посилення валютної лібералізації. Зокрема НБУ скасував заборону на операції фізичних осіб з купівлі та продажу іноземної валюти за гривні на умовах «форвард», на операції з купівлі та продажу іноземної валюти та банківських металів на умовах маржинальної торгівлі та на розрахунки в іноземній валюті під час купівлі державних цінних паперів, номінованих у валюті. Крім того НБУ скасував заборони для юридичних осіб на проведення операцій з продажу іноземної валюти на умовах «форвард».** Раніше такі операції проводилися лише з метою хеджування ризиків зміни курсу іноземної валюти за експортно-імпортними операціями та кредитними договорами, а також для придбання юридичними особами-нерезидентами облігацій внутрішньої державної позики [64]. Однак, у зв'язку з війною в Україні НБУ 24 лютого 2022 р. ухвалив постанову «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» № 18 (далі – Постанова № 18), якою встановив низку заходів, спрямованих на підтримання фінансової стійкості держави та регулювання фінансового сектору в умовах дії режиму воєнного стану. Постанова № 18 вводить заборони на обмін валюти та транскордонні грошові перекази за деякими виключеннями.

При укладанні форвардного контракту кожна із його сторін має надати низку заяв, які стосуються відповідно до Розділу 3 Генеральної угоди ISDA (2002 ISDA Master Agreement [178]): підтвердження повноваження для укладання та виконання контракту; прийняття стороною обов'язку на себе; відсутності порушення будь-якого закону, інших нормативних актів, рішення суду чи договірних обмежень, що застосовуються до сторони; одержання необхідних урядових, регуляторних чи інших дозволів. Під час укладання

форвардного контракту сторони також підтверджують, що вони не є дефолтними та що вся інформація, надана іншій стороні, є точною, і що заяви зроблені щодо їх податкового статусу, є правдивими.

Відповідно до Генеральної угоди ISDA кожна сторона вступає у відносини як принципал, а не як агент будь-якої іншої фізичної чи юридичної особи. Тому від сторін вимагається окрема заява про те, що вони виступають у форвардному контракті від свого імені.

Усі зміни до умов Генеральної угоди ISDA вносяться лише в письмовій формі та за згодою двох сторін (Розділі 9 Генеральної угоди ISDA).

Новелою ЦК України, яка безпосередньо відповідає змінам цивільного законодавства, пов'язаним із запровадженням категорії деривативних контрактів, є ст. 650-1 ЦК України, відповідно до положень якої у процесі укладання форвардного контракту сторони можуть погодити перелік запевнень, що надаються стороною або сторонами щодо обставин, які мають значення для укладання, виконання або припинення такого договору. Сторона, яка умисно або з необережності надала іншій стороні неправдиві запевнення про обставини, що мають значення для укладання, виконання або припинення договору, зобов'язана відшкодувати стороні, яка покладалася на такі запевнення, збитки, завдані у зв'язку з неправдивістю таких запевнень, якщо інше не передбачено договором.

Відповідно до ч. 3 Генеральної угоди кожна зі сторін надає запевнення на користь іншої сторони, які стосуються:

- 1) статусу сторони, як юридичної особи відповідно до законодавства України;
- 2) наявності у сторони повноваження на укладання контракту та будь-яких додаткових до неї документів відповідно до корпоративних рішень юридичної особи – сторони деривативу;
- 3) відсутності у зв'язку із укладанням деривативного контракту порушення законодавства України, статутних документів сторони, актам судових, арбітражних, третейських органів, органів державної влади та

місцевого самоврядування, договірних обмежень, вимоги яких є обов'язковими для відповідної сторони або стосуються її активів;

4) наявності усіх необхідних і чинних дозволів та ліцензій, необхідних для укладання контракту;

5) визнання сторонами примусового порядку виконання зобов'язань відповідно до положень контракту;

6) відсутності випадку дефолту в разі укладання деривативного контракту та випадку припинення, який настав та триває стосовно відповідної сторони;

7) відсутності загрози судового або іншого провадження, що можуть вплинути на примусове виконання зобов'язання за контрактом або на здатність виконувати сторонами зобов'язань за ним;

8) достовірності, точності повноти інформації, що міститься в Додатку до Генеральної угоди станом на дату її подання;

9) укладання сторонами договору від власного ім'я та за власний рахунок (не є агентом іншої особи).

Деривативні контракти підлягають укладанню лише в письмовій формі. Вимога їх обов'язкового нотаріального посвідчення в законодавстві відсутня. Відповідно до п.9.1 Генеральної угоди сторони при укладанні деривативного контракту мають підтвердити, що вони не покладаються на будь-які інші усні або письмові домовленості чи запевнення, якщо тільки посилання на них не містяться в самому деривативному контракті, підписаному сторонами. Також будь-які зміни чи доповнення до контракту вносяться лише в письмовій формі. До письмової форми деривативного контракту прирівнюється електронна форма (зокрема, шляхом обміну повідомленнями в системі електронних повідомлень, за допомогою інших технічних засобів зв'язку) з використанням кваліфікованого електронного цифрового підпису чи інших способів підписання, погоджених сторонами в контракті (п.9.3 Генеральної угоди).

Зазвичай форвардні договори містять умову, відповідно до якої вони не можуть бути визнані недійсними тільки через їх електронну форму.

Відповідно до ч.1 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки» деривативні контракти укладаються на організованих ринках капіталу, а також поза ними. При цьому визнання деривативного контракту фінансовим інструментом не впливає на можливість укладання його як на організованих ринках капіталу, так і поза ними.

У ч.2 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки» зазначається, що укладання деривативних контрактів на регульованому ринку деривативних контрактів здійснюється згідно із специфікаціями. Сторони не обмежені специфікаціями при формулюванні умов деривативних контрактів, які укладаються на БТМ та ОТМ. У ч.5 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки» питання умов деривативних контрактів, що укладаються поза організованим ринком, вирішується шляхом встановлення можливості їх укладання, зокрема, на підставі опису деривативного контракту та/або генеральної угоди.

Специфікації деривативних контрактів розробляються оператором для кожного з деривативних контрактів, які укладаються на відповідному ринку деривативних контрактів, та реєструються:

- НКЦПФР після їх погодження НБУ – щодо деривативних контрактів грошового ринку;
- НКЦПФР після їх погодження центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування та реалізує державну політику у відповідних сферах, – щодо поставних товарних деривативних контрактів, базовий актив яких належить до сфери регулювання такого регулятора або до сфери, державну політику в якій формує такий центральний орган виконавчої влади;
- НКЦПФР – щодо інших деривативних контрактів.

НКЦПФР встановлює перелік істотних умов форвардного контракту. У разі, якщо хоча б однією зі сторін генеральної угоди є банк, перелік істотних умов такої генеральної угоди встановлюється НКЦПФР за погодженням з НБУ.

НБУ у листі від 17.11.2021 р. № 40-0007/109155 «Про здійснення операцій за деривативними контрактами» [107] роз'яснив питання застосування норм валютного законодавства України під час здійснення операцій за деривативними контрактами, які укладаються з іноземними контрагентами як банками, так і їх клієнтами. Зокрема, Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України, затверджене постановою Правління НБУ від 02 січня 2019 р. № 1 (зі змінами) (далі – Положення № 1), визначає структуру валютного ринку України, загальний порядок та умови торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України. Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті, затверджене постановою Правління НБУ від 02 січня 2019 р. № 5 (зі змінами) (далі – Положення № 5), визначає заходи захисту, запроваджені НБУ, порядок їх застосування (порядок здійснення валютних операцій в умовах запроваджених цим Положенням заходів захисту), а також порядок здійснення окремих операцій в іноземній валюті.

Положення № 1 та Положення № 5 містять норми щодо порядку здійснення валютних операцій за деривативними контрактами грошового ринку, що є торгівлею валютними цінностями в розумінні Закону України «Про валюту і валютні операції» [90]. Це валютні операції на умовах «форвард» та «своп», під час здійснення яких мають ураховуватися, зокрема, вимоги підпунктів 1,2,18 п.2 розділу I, підпунктів 8, 9 п.10 розділу III Положення № 1, п.п. 32 – 34¹ розділу IV Положення № 5.

Водночас, валютні операції за контрактами на різницю цін, базовим показником яких є курс іноземної валюти до гривні або іншої іноземної валюти, здійснюються згідно з вимогами, встановленими нормативно-правовими актами НБУ з питань валютного регулювання до здійснення валютних операцій за розрахунковими форвардними договорами (контрактами) з купівлі, продажу або обміну іноземної валюти (п. 3¹ розділу I

Положення № 1). Крім того, у п. 34² розділу IV Положення № 5 встановлено, що операції з базовими активами деривативних контрактів грошового ринку (гривнею, іноземною валютою та банківськими металами) здійснюються з дотриманням вимог Положення № 5.

Положення про порядок погодження НБУ специфікацій деривативних контрактів грошового ринку [84], затверджене Постановою Правління НБУ від 29.06.2021 р. № 63, встановлює вимогу до оператора організованого ринку, який зобов'язаний до початку укладання деривативних контрактів грошового ринку, базовим активом/показником яких є валюта України, іноземна валюта, банківські метали, інше майно, що визначається базовим активом у нормативно-правових актах НБУ, курс іноземної валюти до гривні (іншої іноземної валюти), валютний індекс (курси кількох валют), ціна на банківські метали, процентна ставка (процентний індекс), інші показники, що визнаються базовими показниками в нормативно-правових актах НБУ, якщо таке укладання деривативних контрактів відповідно до вимог Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» здійснюється згідно зі специфікаціями, попередньо погодити з НБУ специфікації деривативних контрактів для кожного з деривативних контрактів, які укладаються на відповідному ринку деривативних контрактів. НБУ погоджує специфікацію деривативного контракту шляхом унесення відповідного запису до Книги погодження специфікацій деривативних контрактів і в письмовій формі повідомляє оператора організованого ринку та НКЦПФР про прийняте рішення.

Відповідно до ч.12 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» деривативні контракти, які є фінансовими інструментами, повинні вчинятися за участю або посередництвом інвестиційної фірми, які здійснюють діяльність з торгівлі фінансовими інструментами та створюються у формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю або товариства з додатковою відповідальністю, для яких операції з фінансовими інструментами є виключним видом

діяльності, крім випадків, передбачених Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» оперує новим, не відомим цивільному законодавству України терміном «інвестиційна фірма», яка проводить діяльність з торгівлі фінансовими інструментами (наприклад, цей термін міститься у ст.44 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). У Господарському кодексі України [22], Законі України «Про інвестиційну діяльність» [109], що регламентують загальні засади інвестиційної діяльності в Україні, термін «фірма» не міститься. У зв'язку із зазначеним, пропонується замінити у тексті Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» термін «інвестиційна фірма» в усіх відмінках і числах на термін «юридична особа, яка здійснює інвестиційну діяльність».

Встановлена у ч.12 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» вимога щодо вчинення правочинів щодо фінансових інструментів за участю або посередництвом інвестиційної фірми має декілька винятків, якими є розміщення, викуп та продаж емітентом власних цінних паперів, проведення розрахунків з використанням неемісійних цінних паперів, розміщення казначейських зобов'язань України, внесення цінних паперів до статутного (складеного) капіталу юридичної особи; дарування та застава (в тому числі, (блокування, заклад, переказ, користування, управління, звернення стягнення на предмет застави тощо) цінних паперів, спадкування та правонаступництво щодо цінних паперів (у тому числі поділу спадкового майна), вчинення правочинів, пов'язаних з виконанням судових рішень, та у процесі приватизації, укладання банком зі своїм клієнтом деривативних контрактів грошового ринку поза організованим ринком деривативних контрактів, укладання між кваліфікованими інвесторами, деривативів поза організованим ринком капіталу, укладання поза організованими ринками капіталу товарних деривативних контрактів,

передбачених ч.16 ст. 44 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», вчинення правочинів за межами України.

Уявляється, умова ч.12 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» щодо вчинення правочинів за участю або посередництвом інвестиційної фірми не відповідає приписам ст. 627 ЦК України, відповідно до якої «сторони є вільними в укладанні договору, виборі контрагента та визначенні умов договору з урахуванням вимог цього Кодексу, інших актів цивільного законодавства, звичаїв ділового обороту, вимог розумності та справедливості». Укладання фінансових деривативних контрактів лише за участю або посередництвом інвестиційної фірми унеможливорює проведення дрібних правочинів з фінансовими інструментами, у вчиненні яких інвестиційні фірми можуть бути не зацікавлені, що, у свою чергу, обмежує права власників відповідних фінансових інструментів на вільну участь у договірних відносинах.

Відповідно до ч.16 ст.44 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» в разі дотримання всіх умов, зазначених у ч. [17](#) цієї статті, не є професійною діяльністю на ринках капіталу: 1) «діяльність з укладання товарних деривативних контрактів з власної ініціативи, від свого імені та за власний рахунок; 2) діяльність з укладання товарних деривативних контрактів за рахунок та від імені клієнтів або за рахунок клієнтів, але від свого імені за умови, що такими клієнтами є особи, які в рамках провадження основної діяльності зазначеними юридичними особами є їх постачальниками та/або споживачами товарів (робіт, послуг), що виробляються (виконуються, надаються) такими юридичними особами».

Отже, деривативні контракти можуть укладатися без участі інвестиційної фірми за виконання таких умов:

- 1) це контракт щодо продукції;
- 2) особа укладає контракт поза організованим ринком;

3) особа укладає контракт від свого імені та за власні кошти або за кошти клієнтів, якщо вони є постачальниками та/або споживачами товарів такої особи;

4) укладання деривативних контрактів не є основною діяльністю такої особи;

5) особа не використовує високочастотну торгівлю, тобто не торгує автоматично через комп'ютерні алгоритми;

6) особа заздалегідь повідомила НКЦПФР про намір укласти такі контракти без посередництва інвестиційної фірми.

Згідно абз.1 ч.13 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» недодержання вимоги щодо участі інвестиційної фірми при укладанні деривативних контрактів, які є фінансовими інструментами, крім передбачених законом випадків, тягне нікчемність таких контрактів.

Про укладання деривативного контракту слід повідомити торговому репозиторію, який збирає інформацію про укладені деривативні контракти. Згідно п.64 ч.1 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» торговий репозиторій – «акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю або товариство з додатковою відповідальністю, яке здійснює централізоване збирання та ведення обліку укладених деривативних контрактів та укладених договорів про заміну сторони деривативних контрактів, за умови включення його до Реєстру торгових репозиторіїв та отримання свідоцтва про включення до Реєстру. У ч.1 ст.86 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» передбачено, що торговий репозиторій у порядку, встановленому НКЦПФР, забезпечує створення та функціонування бази даних про укладені деривативні контракти та договори про заміну сторони, що містить інформацію, перелік та зміст якої встановлюються нормативно-правовим актом НКЦПФР».

Згідно ч.7 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки» інформація про укладені деривативні контракти, а також про

внесення змін чи припинення деривативного контракту поза організованим ринком та в інших випадках, встановлених НКЦПФР, а щодо деривативних контрактів грошового ринку – за погодженням з НБУ, подається до торгового репозиторію. Однак, положення ч.7 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки» не поширюються на деривативні контракти щодо оптових енергетичних продуктів, інформація щодо яких подається в порядку, встановленому законодавством (ч.10 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки»).

Деривативний контракт, що допущений до торгів на організованому ринку, та якому присвоєно міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів (код ISIN), ідентифікується за таким кодом. Іншим деривативним контрактам торговий репозиторій присвоює унікальний ідентифікатор продукту (Unique Product Identifier, код UPI). Також торговий репозиторій присвоює унікальний ідентифікатор транзакції (Unique Transaction Identifier, код UTI) деривативному контракту для його ідентифікації.

В Україні може існувати кілька репозиторіїв. До 1 липня 2024 року цю функцію може виконувати НБУ відповідно до п. 8 розділу XIII «Прикінцеві та перехідні положення» Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки». Після 1 липня 2024 року НБУ може провадити діяльність торгового репозиторію виключно на підставі окремого рішення НКЦПФР.

Порядок провадження НБУ діяльності торгового репозиторію встановлюється НБУ за погодженням з НКЦПФР відповідно до вимог Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки».

НБУ провадить діяльність торгового репозиторію без проходження процедури авторизації, передбаченої ст.88 Закону України «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки».

У разі неповідомлення про укладений деривативний контракт НКЦПФР може накласти штраф – до 10% ціни такого контракту.

Інформація про деривативні контракти, укладені на організованому ринку, подається до торгового репозиторію в порядку, встановленому

НКЦПФР (ч. 8 ст. 34 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Порядок подання інформації про деривативні контракти до торгового репозиторію та розкриття інформації про деривативні контракти торговим репозиторієм затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 07 грудня 2021 р. № 1203 [77] (далі – Рішення НКЦПФР № 1203). Відповідно до Рішення НКЦПФР № 1203 звіти подаються у формі електронних документів у разі: 1) укладання деривативного контракту; 2) зміни умов деривативного контракту, в тому числі зміни ідентифікаційних даних відповідальних осіб та/або сторін, заміни сторони деривативного контракту, якщо інформація про умови, що змінюються, надавалась торговому репозиторію в попередніх звітах; 3) припинення деривативного контракту.

Особливості укладання та виконання деривативних контрактів, що укладаються на організованому ринку капіталу, передбачені в ч.1 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», де вказується, що такі деривативні контракти вважаються укладеними з моменту фіксації оператором організованого ринку капіталу факту укладення контракту (вчинення правочину) відповідно до правил функціонування такого організованого ринку капіталу. Зазначений контракт (правочин) не може бути розірваний, крім випадків, передбачених таким контрактом (правочином) або законом.

До змісту деривативного контракту відповідно до ч.6 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» може бути включена умова про можливість заміни сторони такого деривативного контракту на третю особу, визначену стороною самостійно. При цьому, згода сторони деривативного контракту на укладання іншою стороною деривативного контракту договору про заміну сторони не вимагається за умови повідомлення про заміну сторони торгового репозиторію в порядку, встановленому НКЦПФР, а щодо деривативних контрактів грошового ринку – за погодженням з НБУ.

Платник податків повідомляє центральний орган виконавчої влади, що реалізує податкову та митну політику, про здійснення контрольованої операції на підставі форвардного, ф'ючерсного контракту або контракту на здійснення операцій із сировинними товарами шляхом надання Повідомлення протягом 10 робочих днів з дня укладання відповідного контракту (п.3 Порядку подання Повідомлення про укладання форвардного, ф'ючерсного контракту або контракту на здійснення операцій з сировинними товарами, затвердженого Наказом Міністерства фінансів України від 31 грудня 2020 р. № 840 [77]).

Виконання форвардного контракту. Форвардний контракт є обов'язковим до виконання і за загальним правилом не передбачає можливості його одностороннього розірвання (про особливості припинення форвардного договору мова буде йти далі). Як вказує О. Каленюк, умови будь-якого стандартного форвардного контракту є досить чіткими, й відмовитись від його виконання одна сторона може винятково за наявності згоди іншої сторони контракту [39]. На практиці у форвардних контрактах передбачаються досить серйозні штрафні санкції за їх невиконання або неналежне виконання.

У п. 2.1.1 ст. 2 Генеральної угоди встановлюються зобов'язання сторін виконувати деривативний контракт шляхом здійснення платежів та/або поставки. Належне виконання обов'язку щодо платежу полягає в зарахуванні грошових коштів у повному обсягу у строк виконання зобов'язання на рахунок отримувача. Якщо окрім переказу грошових коштів, деривативний контракт передбачає поставку базового активу, то належним виконанням зобов'язання вважається виконання його у строк, спосіб та на умовах, визначених контрактом чи іншими його складовими частинами (додаток, підтвердження тощо), а за умови відсутності такого погодження – відповідно до чинного законодавства або звичаїв ділового обороту (зокрема, ІНКОТЕРМС).

У ч.7 ст. 36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» визначаються наслідки неможливості передачі базового активу за умовами деривативного контракту на момент виконання. У такому випадку обов'язок щодо передачі базового активу за згодою сторони, яка приймає таке

виконання, замінюється грошовими розрахунками між сторонами, виходячи із значення базового показника, якщо інше не передбачено законодавством або договором. За умови неможливості встановити значення базового показника, що враховується при визначенні загальної суми такого зобов'язання, використовується останнє відоме значення відповідного базового показника, якщо інше не передбачено законодавством або договором.

Слід враховувати, що в дату укладання форвардного контракту, як і будь-якого іншого деривативу, зобов'язання щодо платежу грошової суми та/або поставки базового активу не виникають. Як зазначено в п.2.1.3 ч.2 Генеральної угоди зобов'язання сторін деривативного контракту виникають у строк, передбачений підтвердженням укладання деривативу чи будь-яким іншим документом, що є частиною контракту.

Обставинами, які звільняють сторони від відповідальності за невиконання контракту, є:

- 1) випадок дефолту;
- 2) сторони визначили дату дострокового припинення контракту (випадок припинення);
- 3) настання іншої, передбаченої домовленістю сторін, відкладальної обставини.

Відповідно до ст.5 Генеральної угоди випадками дефолту є передбачені цією статтею події, які призводять до дострокового припинення зобов'язання, що виникає із деривативного контракту. Такими подіями є:

1. Прострочення платежу або поставки, якщо воно не було виправлене протягом наступного робочого дня після отримання повідомлення про невиконання від іншої сторони.
2. Порухення зобов'язання або обов'язку повідомити про випадок дефолту або випадок припинення, якщо воно не припинене і триває протягом 10 днів з дня одержання стороною повідомлення про порушення від іншої сторони контракту.

3. Заперечення стороною факту вчинення контракту, відмова від виконання частково або в повному обсязі, оспорювання дійсності контракту.

4. Порухення стороною або надавачем забезпечення зобов'язання, що виникло за документом про забезпечення деривативного контракту.

5. Надання запевнення, яке є неповним, неточним або вводить в оману щодо обставин, що мають істотне значення для виконання контракту.

6. Крос-дефолт, відповідно до якого за борговим зобов'язанням настає дефолт, якщо емітент не виконує умови іншого боргового зобов'язання. Умова про крос-дефолт у контракті забезпечує рівні права інвесторів на активи емітента в разі дефолту за одним із боргових зобов'язань емітента. Найчастіше зустрічаються такі обставини невиконання боржником зобов'язань за крос-дефолтом:

1) у разі укладання декількох форвардних контрактів перед тим же кредитором, порушення зобов'язання з виконанням за одним із них призводить до дефолту за усіма;

2) якщо в боржника декілька кредиторів, то порушення договорів чи умов обслуговування паперів, зазначених у документі, дає право кредитору оголосити дефолт боржника лише за поточними зобов'язаннями.

7. Ліквідація юридичної особи, визнання факту неплатоспроможності, процедура санації, відкриття провадження у справі про банкрутство, тимчасова адміністрація, відкликання ліцензій, подача третьою особою заяви про банкрутство сторони контракту, введення процедури розпорядження майном, мораторію та інші подібні події, передбачені законодавством про банкрутство та відновлення платоспроможності боржника.

8. Звернення стягнення або накладення арешту на всі або значну частину активів сторони контракту.

Випадок припинення є підставою дострокового припинення зобов'язання і настає за наявності таких подій:

- у разі внесення змін до законодавства внаслідок чого виконання за деривативним контрактом стає незаконним (випадок незаконності);

- у випадку форс-мажору;
- у випадку зниження кредитоспроможності після реорганізації сторони нижче порогового значення, визначеного деривативним контрактом або додатком до нього;
- інші додаткові випадки припинення зобов'язання, визначені у контракті, додатку чи підтвердженні контракту.

У разі виникнення випадку незаконності чи форс-мажору зобов'язання не вважається порушеним (простроченням чи відмовою від виконання), а платіж чи поставка відтермінуються:

- на перший робочий день після закінчення періоду очікування, який встановлюється в контракті для випадків незаконності чи форс-мажору;
- або до дати закінчення дії випадку незаконності або форс-мажору, якщо вона настала до закінчення встановленого в контракті періоду очікування залежно від того, чи є така дата робочим днем.

Період очікування встановлюються у ст.13 Генеральної угоди тривалістю у три робочі дні стосовно таких подій та обставин, як випадок незаконності (за виключенням виконання за документом забезпечення деривативу), або тривалістю у вісім робочих днів стосовно таких подій та обставин, як випадок форс-мажору (за виключенням виконання за документом забезпечення деривативу).

У процесі виконання форвардного контракту мають бути виконані такі умови:

1) щодо розкриття інформації, необхідної для виконання контракту іншою стороною, або в певних випадках державним органам у строки, визначені контрактом або у випадку відсутності відповідної умови в контракті – якнайшвидше (п.4.1 ч.4 Генеральної угоди).

2) забезпечувати чинність існуючих дозволів та ліцензій, докладати зусиль для отримання дозволів, які можуть знадобитися в майбутньому (п.4.2 ч.4 Генеральної угоди)

3) виконувати обов'язок щодо інформування торгового репозиторію про укладання форвардного контракту (п.4.4 ч.4 Генеральної угоди)

Передача прав за форвардним контрактом третім особам можлива лише за наявності згоди на це іншої сторони (Розділ 7 Генеральної угоди ISDA). Згода на переуступку прав не вимагається в разі перетворення юридичної особи шляхом злиття. Сторона також може передати свої права як сторона, яка не виконала зобов'язання, на отримання будь-якої суми дострокового розірвання, які можуть бути сплачені після закриття транзакцій. Згода сторони, що порушила, в цьому сценарії не потрібна.

За загальним правилом передача прав та обов'язків за деривативним контрактом здійснюється стороною лише за попереднім письмовим погодженням з іншою стороною. Винятки з цього правила передбачені ст. 7 Генеральної угоди і полягають у такому:

- у випадку реорганізації шляхом перетворення, злиття, приєднання чи поділу сторони, яка здійснює відступлення прав за умови відсутності загрози настання випадку зниження кредитоспроможності цієї сторони;
- у випадку дефолту однієї зі сторін контракту інша недефолтна сторона має право відступити третій стороні право вимоги на всю або частину суми нетто-зобов'язання, що підлягає сплаті дефолтною стороною, одночасно із переданням права вимоги на грошові кошти, які підлягають виплаті як проценти на суму відстрочки платежу, а також як витрати сторони, пов'язані із примусовим виконанням контракту та захистом своїх прав стороною (п.9.6 Генеральної угоди) або достроковим припиненням контракту (ст. 10 Генеральної угоди).

Нетто-зобов'язання визначається в п. 6.5 Генеральної угоди як сума, що підлягає сплаті на дату дострокового припинення зобов'язання і розраховується залежно від випадку припинення (випадку дефолту або випадку припинення).

Виконання зобов'язання за деривативним контрактом вважається виконаним належним чином, якщо воно виконано у валюті платежу,

обумовлений контрактом. За письмовим погодженням сторін валюта платежу може бути змінена (ст. 8 Генеральної угоди).

Алеаторний характер деривативного контракту визначає неможливість посилення його сторін на істотну зміну обставин, як підставу для зміни або розірвання контракту. Домовленість про можливість скасування зміни чи припинення у зв'язку з істотною зміною обставин має бути вчинена в письмовій формі (п.9.7.1 Генеральної угоди).

Стосовно певних видів форвардних контрактів права та обов'язки сторін деталізуються у відповідних Типових умовах правочинів. Так, у ст. 2 Типових умов правочинів форвард на аграрні товари, метали та дизель, опціон на аграрні товари та своп з базовим показником на ціну товарів за контрактом товарний форвард [143] основним обов'язком, який виникає за цим контрактом, є розрахунок між сторонами. Продавець сплачує покупцю форварду суму, визначену на дату платежу, якщо ця сума виражена додатним числом. Якщо сума платежу виражена від'ємним числом, то покупцем продавцю сплачується абсолютне значення цієї суми.

У п.2.1 Типових умов правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп [142] зазначаються особливі умови щодо розрахунків у залежності від виду валютного форварду. Для поставного валютного форварду в дату розрахунків кожна сторона сплачує іншу суму, що відповідно до підтвердження контракту підлягає сплаті певною стороною. За розрахунковим валютним форвардом у дату розрахунків за умови вираження суми валюти розрахунків додатним числом, покупець базової валюти сплачує цю суму розрахунків продавцю, а у випадку вираження суми валюти розрахунків від'ємним числом – сплачує абсолютне значення цієї суми.

Для поширених на сьогодні форвардних контрактів на придбання об'єкта нерухомості характерним є зазначення таких умов щодо предмета цього контракту та його виконання. Основним зобов'язанням продавця форварду стосовно нерухомості є передача самого форвардного контракту покупцю, а покупець – прийняти й оплатити форвардний контракт з певними

обумовленими характеристиками. Такий контракт укладається поза регульованим ринком, однак підлягає реєстрації на товарній біржі. Перед укладанням договору на біржі сторони мають пройти відповідну перевірку та здійснити акредитацію на певній біржі, яка перевіряє реальність базового активу та дозвільних документів на будівництво. Крім цього за підсумками торгів біржа складає протокол, а також спеціальний документ – аукціонне свідоцтво. Договір купівлі-продажу форвардного контракту та договір купівлі-продажу майнових прав на квартиру не потребують обов'язкового нотаріального посвідчення.

Оскільки розрахунки за форвардом здійснюються на дату припинення форвардного контракту, то на момент укладання форварду потрібне лише форвардне покриття як страховий депозит на випадок невиконання клієнтом своїх зобов'язань за домовленістю між банком та клієнтом. За форвардним контрактом механізмом забезпечення виконання зобов'язань клієнта виступає форвардне покриття (або страховий чи гарантійний депозит) у вигляді застави, яку вносить клієнт для відшкодування можливих втрат банку. Зазвичай форвардне покриття складається з початкової маржі (initial margin) та варіаційної маржі (variation margin). Початкова маржа є мінімальним обсягом покриття, необхідним для покриття потенційних збитків банку і залишається незмінною. Варіаційна маржа залежить від зміни ціни/курсу базового активу, оскільки в разі значних змін потенційний ризик може перевищити початкову маржу. Варіаційна маржа враховує потенційний ризик зміни ціни і може змінюватися протягом угоди. Якщо зміна ціни перевищує певний поріг, клієнт повинен сплатити або збільшити варіаційну маржу. Обсяг та розрахунки за обома видами покриття обговорюються між банком і клієнтом.

З метою пояснення розглянемо приклад: якщо клієнт (імпортер) уклав форвардний контракт на купівлю долара США по 39 грн, а на дату розрахунків не виконав своїх зобов'язань, у банку виникає збиток внаслідок різниці між форвардним і реальним (спот) курсами, наприклад, якщо курс опустився до 38 грн за долар. Якщо не враховувати отримані відсотки за період зберігання

коштів, можна сказати, що збитки банку становлять 1 грн на долар США. Тому форвардне покриття має бути достатнього розміру, щоб компенсувати ці збитки банку.

3.2. Припинення форвардного контракту. Ліквідаційний неттінг

Форвардні контракти мають деякі недоліки, які впливають на їх ліквідність та гнучкість. Одним із головних недоліків є неможливість дострокового розірвання або зміни умов контракту, а також відсутність вторинного ринку, на якому можна перепродати контракт. Це означає, що форвардні контракти мають обмежену ліквідність, а ризик невиконання зобов'язань за ними досить високий.

На відміну від ринку ф'ючерсних контрактів, на форвардному ринку відсутні клірингові палати, які гарантують виконання умов контракту та виступають протилежною стороною для кожного учасника. У форвардних контрактах два учасники безпосередньо домовляються про поставку та прийняття базового активу. Однак останнім часом учасники форвардних контрактів шукають способи виходу з цього обмеження. Наприклад, контракт може передбачати можливість дострокового розірвання за згодою обох сторін або з однієї сторони в будь-який момент часу з виплатою компенсації залежно від ринкової ситуації на момент відмови (сторона, що відмовляється від контракту, сплачує негативну курсову різницю). Такі контракти не можна охарактеризувати як загальнодоступні похідні фінансові інструменти, оскільки на форвардному ринку існують істотні обмеження, такі як наявність кредитної лінії, високий кредитний рейтинг, постійні фінансові зв'язки між контрагентами. Зазначені обставини значно звужують кількість учасників форвардних ринків.

Припинення деривативних контрактів передбачається ч.8 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», відповідно до якої припинення зобов'язань за деривативними контрактами може відбуватися в результаті проведення клірингу або ліквідаційного неттінгу, а також в інших передбачених законом випадках. Припинення первісного зобов'язання за деривативним контрактом відбувається шляхом заміни первісного

зобов'язання новим зобов'язанням у результаті проведення клірингу або ліквідаційного неттінгу щодо зобов'язань за деривативними контрактами.

Якщо кліринг являє собою напрямок гарантування виконання зобов'язань за деривативними контрактами, тобто покриття ризиків, то напрямок оптимізації розрахунків відбувається за допомогою процедури неттінгу.

Кліринг – це процедура проведення безготівкових розрахунків, коли здійснюється взаємозалік вимог та зобов'язань. У процесі клірингу (англ. «clear» – очищати) уточнюються зобов'язання, у тому числі шляхом заліку взаємних вимог та зобов'язань (неттінгу), за деривативними контрактами та правочинами щодо інших фінансових інструментів, валютних цінностей, за товарними операціями, що супроводжується забезпеченням функціонування системи управління ризиками та гарантій з виконання таких зобов'язань (п.23 ч.1 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Отже, у процедурі клірингу відбуваються розрахунки за біржовими контрактами наприкінці кожного робочого дня шляхом уточнення інформації про всі операції на біржі.

За клірингом передбачено два види розрахунків: 1) ліквідаційний неттінг є типом зустрічної торгівлі без центрального контрагента, за яким не передбачено використання кредитного плеча; 2) кліринговий кредит, який проводиться у вигляді надання кредитного плеча під невеликий відсоток (від 1 до 7% річних).

Ліквідаційний неттінг – це процес зменшення ризиків на фінансовому ринку шляхом зведення та скорочення кількості взаємних зобов'язань між двома сторонами контракту. У механізмі ліквідаційного неттінгу, замість того, щоб розраховувати та виконувати окремі операції з кожним контрактом, сторони згруповують свої угоди, які мають зв'язок між собою і виконують тільки сальдові платежі. Загальний сумарний платіж обчислюється як різниця між сумою всіх зобов'язань і позицій між сторонами. Таким чином, результатом ліквідаційного неттінгу є один платіж.

Приклад ліквідаційного неттінгу може бути таким: якщо дві сторони мають між собою кілька угод на купівлю і продаж акцій, то ліквідаційний неттінг дозволяє звести ці угоди і розрахувати лише один платіж за сальдо – різницю між вартістю купівлі і продажу.

Цей підхід допомагає знизити операційні витрати, мінімізувати кількість транзакцій та зробити ринок більш ефективним та менш вразливим до ризиків. Крім того, ліквідаційний неттінг сприяє покращенню ліквідності, оскільки знижує потребу в обміні реальними активами, замість цього, сторони можуть вирівняти свої позиції грошовими платежами.

Механізм ліквідаційного неттінгу [239] запроваджується відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який відповідає ключовим директивам та регламентам Європейського Союзу у сфері ринків капіталу та організованих товарних ринків, серед яких Директива № 2014/65/ЄС (MiFID II), Регламент (ЄС) № 648/2012 (EMIR) та Регламент (ЄС) № 600/2014 (MiFIR).

Процедура ліквідаційного неттінгу дозволяє сторонам деривативних контрактів завершити розрахунки між собою в разі настання певної заздалегідь визначеної події, такої як дефолт або неплатоспроможність контрагента.

Для цього Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» вносяться зміни до законодавства про неплатоспроможність українських банків та інших юридичних осіб. У разі настання випадку неплатоспроможності українського контрагента сторони зможуть припинити всі зобов'язання за існуючими деривативними контрактами, на які поширюється положення про ліквідаційний неттінг, розрахувати суму зобов'язань кожної зі сторін за кожним з таких контрактів та визначити загальну суму нетто-зобов'язання, яка підлягає сплаті однією зі сторін (розмір суми зобов'язань якої є більшим) іншій стороні (розмір суми зобов'язань якої є меншим). При цьому таке нетто-зобов'язання підлягатиме виконанню одразу

після його визначення, і на нього не поширюватиметься мораторій на задоволення вимог кредиторів.

Для реалізації в Україні механізму ліквідаційного нетінгу в українське законодавство були введенні поняття генеральної угоди та принцип остаточності проведення розрахунків за деривативними контрактами.

Відповідно до ч.6 ст.34 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» умовами генеральної угоди або правилами особи, яка провадить клірингову діяльність, може передбачатися можливість нетінгу.

Угода про ліквідаційний нетінг – «генеральна угода, положення якої містять умови та порядок проведення ліквідаційного нетінгу, або інший документ, що містить умови та порядок проведення ліквідаційного нетінгу, зокрема правила провадження клірингової діяльності, згоду на обов'язковість яких сторони деривативного контракту надали при укладанні договору про клірингове обслуговування з особою, яка провадить клірингову діяльність» (п.1 ч.1 ст.40 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

На підставі угоди про ліквідаційний нетінг виникає нетто-зобов'язання у вигляді суми грошового зобов'язання, що підлягає сплаті однією зі сторін угоди щодо ліквідаційного нетінгу (сума зобов'язань якої є більшою) іншій стороні такої угоди (сума зобов'язань якої є меншою), яка визначається як різниця між сумами зобов'язань таких сторін (п.5 ч.1 ст.40 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

У п. 28 ч.1 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» нетінг визначається як «повне або часткове припинення зобов'язань за деривативними контрактами, договорами про заміну сторони, правочинами щодо фінансових інструментів, валютних цінностей або за товарними операціями, яке здійснюється шляхом зарахування зустрічних однорідних вимог та/або заміни первісного зобов'язання новим зобов'язанням

між тими ж сторонами та/або припинення зобов'язань в інший спосіб, передбачений правилами клірингу».

Введення поняття «ліквідаційний неттінг» для операцій з деривативами та інших визначених операцій – це одне з основних нововведень реформи. Ліквідаційний неттінг означає право сторони Генеральної угоди припинити деякі або усі операції шляхом заліку (неттінгу) їхніх поточних вартостей при невиконанні зобов'язання іншою стороною або через виникнення інших обставин, передбачених угодою.

Визнання концепції ліквідаційного неттінгу в Україні є значним кроком для розвитку вітчизняного ринку деривативних фінансових інструментів та має сприяти більш активній міжнародній позабіржовій торгівлі деривативами з українськими компаніями.

З юридичної точки зору ліквідаційний неттінг є процесом, що складається з трьох етапів:

1) розрахунок вартості зобов'язань сторін за одним або кількома деривативними контрактами;

2) припинення всіх дійсних на дату ліквідаційного неттінгу деривативних зобов'язань за одним або кількома деривативними контрактами незалежно від їх змісту та/або строку (терміну) виконання, та заміна їх у порядку новації (ч.2 ст.604 ЦК України) новими грошовими зобов'язаннями, сума яких дорівнює вартості первісних зобов'язань.

3) припинення нових грошових зобов'язань відбувається шляхом зарахування зустрічних однорідних вимог за такими зобов'язаннями та визначення нетто-зобов'язання. Визначення суми нетто-зобов'язання відбувається шляхом зарахування зустрічних однорідних вимог між сторонами, під час якого сума вартостей, яка підлягає сплаті одній стороні, зараховується проти суми вартостей, яка підлягає сплаті іншій стороні.

Сторони договору можуть самотійно встановлювати валюту виконання нетто-зобов'язання. При визнанні та виконанні в Україні рішення, винесеного міжнародним арбітражем, українські суди стягуватимуть суму нетто-

зобов'язання у валюті, вказаній у відповідному рішенні міжнародного арбітражу. При визнанні та виконанні в Україні рішення, винесеного іноземним судом, українські суди конвертуватимуть суму нетто-зобов'язання, вказану у відповідному рішенні іноземного суду, в національну валюту України (гривню) за курсом, встановленим НБУ. При розгляді справи по суті в українських судах нетто-зобов'язання стягуватимуться у валюті, визначеній у договорі.

Згідно ч.10 ст.36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» нетто-зобов'язання може бути виконано шляхом звернення стягнення на предмет забезпечення, переданий сторонами угоди щодо ліквідаційного неттінгу для забезпечення виконання зобов'язань таких сторін за такою угодою. Зазначене нетто-зобов'язання також може бути виконано шляхом звернення стягнення на предмет забезпечення, який був переданий для забезпечення виконання зобов'язань сторін угоди щодо ліквідаційного неттінгу будь-якою іншою, крім сторін угоди щодо ліквідаційного неттінгу, особою.

Відповідно до ч.3 ст.40 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» спосіб припинення існуючих станом на дату ліквідаційного неттінгу зобов'язань за одним або кількома деривативними контрактами, укладеним (укладеними) сторонами угоди щодо ліквідаційного неттінгу може бути визначений в інший спосіб. Угода щодо ліквідаційного неттінгу може передбачати, що ліквідаційний неттінг здійснюється лише за заявою або повідомленням сторони угоди щодо ліквідаційного неттінгу, крім випадку проведення ліквідаційного неттінгу в разі неплатоспроможності сторони деривативного контракту.

Ліквідаційний неттінг здійснюється в позасудовому порядку та не потребує будь-якої згоди та/або затвердження сторони угоди щодо ліквідаційного неттінгу чи будь-якої іншої особи (ч. 5 ст. 40 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

Закон не встановлює обмежень ані щодо видів угод, які можуть передбачати ліквідаційний неттінг, ані щодо сторін, які мають право укладати такі угоди. Ліквідаційний неттінг може здійснюватися на підставі генеральної угоди (наприклад, Генеральної угоди ISDA або Глобальної генеральної угоди репо (GMRA) [212]), будь-якої іншої угоди, що передбачає ліквідаційний неттінг, або ж правил клірингу, прийнятих центральним контрагентом.

Підстави припинення форвардного контракту передбачені Розділом 6 «Дострокове припинення та ліквідаційний неттінг» Генеральної угоди, яким визначені наслідки настання випадку невиконання зобов'язань або випадку розірвання, які, у свою чергу, передбачені в Розділі 5 «Випадок дефолту та випадок припинення» Генеральної угоди. У Розділі 6 Генеральної угоди також описано, як працює механізм взаємозаліку закриття після настання події дефолту або події припинення.

Відповідно до п.6.1 ст.6 Генеральної угоди допускається дострокове припинення зобов'язань з деривативного контракту у випадку триваючого дефолту. У цьому випадку недефлотна сторона має право направити дефолтній стороні повідомлення із описом випадку дефолту та призначити дату дострокового припинення усіх контрактів не раніше дати отримання такого повідомлення і не пізніше ніж 20 календарних днів з дня його направлення (за винятком випадків відкриття провадження у справі про банкрутство, призначення тимчасової адміністрації, відкликання ліцензії, неплатоспроможності банку чи професійного учасника ринку капіталу (п. 5.1.7 (iv) або (v) ст. 6 Генеральної угоди), коли припинення контрактів настає в інші строки та без необхідності направлення повідомлення, а також коли угодою передбачене автоматичне припинення контракту.

У п.15 ст.2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» наведено визначення дефолту: «дефолт – одна або декілька обставин, визначених проспектом цінних паперів (рішенням про емісію цінних паперів) звичайних облігацій (крім облігацій зовнішніх державних позик) або іпотечних облігацій, що становлять порушення обов'язків емітента або особи,

яка надає забезпечення за облігаціями, або завдають шкоди правам та/або інтересам власників облігацій, та за настання яких власники облігацій набувають прав, визначених цим Законом, іншими актами законодавства та/або проспектом (рішенням про емісію) таких облігацій. У разі відсутності у проспекті цінних паперів (рішенні про емісію цінних паперів) зазначених обставин такими визнаються обставини, визначені цим Законом». З цього визначення не зрозуміло, чи стосується дефолт усіх цінних паперів чи лише облігацій. Крім того, визначення та подальше застосування цього терміна потребує доопрацювання ст.113 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», в якій під дефолтом розуміється лише дефолт за облігаціями, а також встановлено, що додаткові наслідки настання дефолту можуть бути передбачені лише проспектом емісії. Отже, в законодавстві України міститься прогалина в частині визначення поняття «дефолт» як підстави припинення зобов'язань, що виникають із цінних паперів та деривативних фінансових інструментів.

Право на розірвання форвардного контракту можна реалізувати лише протягом відповідного випадку дефолту або поки триває подія припинення. Якщо основну подію виправлено або іншим чином припинено, тоді право на розірвання контракту втрачається, і транзакції продовжуються як і раніше.

У деяких випадках можуть існувати додаткові умови, які необхідно виконати перед розірванням форварду. Наприклад, від сторони може вимагатися умовами контракту спробувати передати відповідні транзакції іншій юридичній особі, щоб уникнути обставин, що призвели до події припинення, або повідомити або зачекати певний період, перш ніж скористатися своїм правом на розірвання форварду.

Відповідно до п.5.1 ст.5 Генеральної угоди випадки дефолту (невиконання зобов'язання) є підставами для дострокового припинення зобов'язань. До них належать: невиконання зобов'язання з оплати або поставки; порушення або відмова від угоди; дефолт забезпечення; спотворення інформації та інше введення в оману; дефолт у визначеній

транзакції; перехресний дефолт; банкрутство; звернення стягнення або накладення арешту.

Якщо стався випадок невиконання зобов'язань, застосовується Розділ 6 Генеральної угоди. Сторона, яка не виконує зобов'язання, може надіслати повідомлення про невиконання зобов'язань. На момент надсилання сповіщення подія невиконання зобов'язань повинна відбутися та тривати. Це означає, що, якщо подія невиконання зобов'язань відбулася, але більше не триває, повідомлення не може бути надіслано. Однак, якщо випадок невиконання зобов'язань «усунуто» після надсилання повідомлення, повідомлення все ще є дійсним, щоб сторона, яка не виконала зобов'язання, мала юридичну визначеність. У цьому повідомленні сторона, яка не виконує зобов'язань, повинна вказати дату дострокового розірвання, тобто дату, на яку припиняються всі транзакції, що регулюються Генеральною угодою між стороною, яка не виконує зобов'язань, і стороною, яка не виконує зобов'язань. Дата дострокового розірвання не має бути раніше за дату, коли відповідне повідомлення набуває чинності, і вона має бути протягом 20 днів після повідомлення.

Випадки припинення викладені в п.5.2 ст.5 Генеральної угоди та включають: незаконність; форс-мажорні обставини, податкова подія, кредитна подія після злиття, податкова подія після злиття та інші події, визначені в договорі.

Відповідно до п.5.3 ст.5 Генеральної угоди одночасно може відбуватися більше ніж одна подія. Як правило, сторони матимуть можливість вибрати підстави, на яких вони бажають припинити Генеральну угоду, вказавши це в повідомленні.

Якщо настає випадок припинення, то застосовується п.6.2 ст.6 Генеральної угоди. Постраждала сторона (тобто сторона, з якою сталася подія) повинна повідомити іншу сторону, «щойно їй стане відомо» про випадок припинення дії (за винятком випадків форс-мажорних обставин, в яких будь-яка сторона повинна негайно повідомити іншу сторону, усвідомлюючи це).

Невиконання цього може призвести до того, що випадок припинення стане випадком дефолту. У цьому повідомленні необхідно вказати подробиці про випадок припинення, його характер і кожну трансакцію, на яку це впливає.

Сторони можуть вказати в Генеральній угоді випадки припинення контракту в автоматичному режимі без будь-яких вимог щодо повідомлення контрагента.

Порядок проведення зарахування зустрічних вимог у випадку настання дефолту чи випадку припинення передбачений у п.6.7 ст.6 Генеральної угоди. Зарахування зустрічних вимог у випадку настання дефолту чи випадку припинення відбувається шляхом зменшення суми нетто-зобов'язання недефолтною або незадіяною стороною.

Однак, просте небажання сторони форварду закривати контракти за ціною, нижчою від ринкової, не обов'язково має закінчуватися дефолтом форвардної програми. Так, відмова від виконання договору в односторонньому порядку не допускається, якщо це не передбачається в самому форвардному контракті. Звісно, кожну ситуацію з невиконанням форвардного контракту потрібно розглядати окремо, спираючись на текст договору, адже є форвардні контракти, які укладаються на біржі (із застереженнями щодо біржових торгів), а є такі, що укладаються між сторонами без участі біржі. Зокрема, форвардний контракт може передбачати, що в разі порушення покупцем за форвардом обов'язку щодо здійснення оплати, продавець має право розірвати договір в односторонньому порядку шляхом направлення рекомендованим листом на адресу покупця, або вручення під розписку повідомлення про розірвання. У цьому випадку договір є розірваним і вважається припиненим у повному обсязі без укладення будь-яких інших документів з дня, наступного за днем направлення такого повідомлення про розірвання. У разі розірвання (припинення дії) договору продавець повертає сплачені покупцем кошти протягом певного строку з моменту направлення повідомлення про розірвання.

У разі невиконання форвардного контракту спір може вирішуватися в суді з вимогою повернення покупцю передоплати за контрактом, стягнення суми завданих збитків та штрафів, передбачених договором. Також форвардні спори часто вирішуються в досудовому форматі шляхом повернення продавцем отриманої передоплати та виплати покупцеві так званого вошауту – різниці між взаємними вимогами сторін, яка б звела до нуля зобов'язання за форвардом.

Періоди очікування, передбачені у ст.5 Генеральної угоди, визначаються як період часу, який надається стороні, що порушила зобов'язання, для «виправлення» невиконання зобов'язань. Це означає, що до закінчення періоду очікування транзакцію з похідними інструментами не можна припинити достроково на підставі події невиконання зобов'язань. Різні випадки невиконання зобов'язань мають різні періоди очікування.

Певні події дефолту можуть відбутися лише після закінчення визначеного пільгового періоду. Тому пільгові періоди надають сторонам можливість виправити проблему, яка в іншому випадку може призвести до події невиконання зобов'язань. Визначити тривалість пільгового періоду при настанні тієї чи іншої події можна не завжди прямо. Для визначення тривалості деяких пільгових періодів використовуються календарні дні. Інші визначаються на підставі днів, коли комерційні банки відкриті у відповідній юрисдикції, в якій місцезнаходження сторін (визначено в Генеральній угоді ISDA як «місцеві робочі дні»). Періоди відстрочки, що застосовуються до певних випадків невиконання зобов'язань, також можуть міститися в інших документах [220].

Отримання повідомлення про припинення регулюються ст.11 Генеральної угоди. Сторона, яка не порушила зобов'язання, повинна надсилати повідомлення стороні, яка не виконує зобов'язань, якщо сталася потенційна подія невиконання зобов'язань або подія невиконання зобов'язань. Сторона, яка не порушила зобов'язання, вирішує, чи хоче вона «викликати»

подію невиконання зобов'язань. Якщо це не в її інтересах, вона може проігнорувати випадок невиконання зобов'язань і не надсилати повідомлення.

У разі виникнення події припинення (окрім форс-мажорних обставин) постраждала сторона має надіслати повідомлення про припинення транзакцій одразу після того, як їй стало відомо про це. У разі виникнення форс-мажорних обставин будь-яка зі сторін має надіслати сповіщення одразу після того, як дізнається про це. Якщо вимоги щодо сповіщення не виконані, існує ризик того, що розірвання може бути визнано недійсним, тобто транзакція залишиться в силі.

Після надсилання повідомлення про припинення та призначення дати дострокового розірвання, сторонам необхідно надіслати звіт про розрахунок. У цій заяві вказується, яка сума належить кожній із сторін. У заяві має бути достатньо детально відображено всі розрахунки, зроблені для остаточного визначення суми дострокового розірвання.

На суму дострокового розірвання можуть нараховуватися відсотки, і форвардний контракт має містити конкретні положення, які встановлюють, за якою ставкою здійснюються розрахунки. Загалом, якщо відсотки сплачує дефолтна сторона, то ставка є вищою, ніж якщо платіж здійснює сторона, яка не порушила зобов'язання.

Додаткові випадки припинення форвардного контракту («випадки дестабілізації») встановлені у ст.5 Типових умов правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп і п.8.4 ст. 8 Типових умов правочинів форвард на аграрні товари, метали та дизель, опціон на аграрні товари та своп з базовим показником на ціну товарів.

Термін «випадок дестабілізації» відноситься до події, яка, якщо враховується при укладенні угоди, може призвести до іншого способу визначення курсу розрахунків у валютному форварді або релевантної ціни товару в товарному форварді. У разі настання такого випадку, угода може бути припинена або застосовані альтернативні методи визначення ціни. Це може

статися на дату визначення ціни угоди або, у випадку, коли ціни мали б бути опубліковані або оголошені згідно зі встановленим джерелом цін.

Сторони можуть вказати у відповідному підтвердженні випадки дестабілізації, з якими вони згодні працювати в рамках угоди. Ці випадки можуть включати такі події, як призупинення або обмеження торгів, значні зміни у складі або структурі базового активу, валютні обмеження та інші.

На практиці, підстави припинення форвардного контракту можуть бути сформульовані й по-іншому. Так, у галузі будівництва житла достатнього поширення набув форвард на нерухоме майно, який являє собою двосторонню домовленість, що засвідчує зобов'язання забудовника продати майнові права на квартиру, інше нерухоме майно у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни такого продажу під час укладання форвардного контракту. Між забудовником та покупцем квартири також укладається договір купівлі-продажу майнових прав. Форвардний контракт, укладений на товарній біржі, вважається чинним до моменту повного виконання зобов'язань за договором купівлі-продажу майнових прав. У разі непред'явлення покупцем до виконання форвардного контракту з причин розірвання договору купівлі-продажу деривативу, даний договір вважається припиненим, у т.ч. щодо прав та зобов'язань сторін.

Отже, у судовій практиці склалася ситуація, коли розірваними визнаються не самі форварди, а договори купівлі-продажу форварду. Так, у рішенні Києво-Святошинського районного суду Київської області по справі № 369/5776/20 про визнання договорів щодо придбання в майбутньому нерухомого майна розірваними, зокрема, форвардного контракту №87029-А/4 від 28.08.2019 р., було розірвано договір купівлі-продажу форвардного контракту. У рішенні зазначається, що згідно умов укладених договорів для розірвання договорів є необхідним відмова покупця від виконання договорів, вчинена ним письмово та надіслана, а виконання будь-яких інших умов або вимог не вимагається. Посилання відповідача на неможливість розірвання форвардного контракту вже пред'явленого до виконання, судом не було

прийнято, оскільки цей договір набирає чинності з моменту настання відкладальної обставини (а саме, з дати підписання сторонами Акту пред'явлення) і діє до повного виконання сторонами своїх зобов'язань за договором. Форвардний контракт №87029-A/4, укладений на товарній біржі від 28.08.2019 р., вважається чинним до моменту повного виконання зобов'язань за договором купівлі-продажу майнових прав. У разі непред'явлення покупцем до виконання форвардного контракту з причин розірвання договору купівлі-продажу деривативу, даний договір вважається припиненим, у т.ч. щодо прав та зобов'язань сторін [126].

3.3. Особливості укладання та припинення форвардних смарт-контрактів

Ринок деривативних фінансових інструментів як важлива складова світової фінансової системи, безумовно, має потенціал для подальшого розвитку. Для успішного функціонування даного ринку необхідно обмежувати емісію позабіржових деривативів, регулювати позабіржовий оборот, удосконалювати біржові технології, вводити на ринок все більше нових інструментів та інформаційних продуктів.

У зв'язку із сучасним розвитком технологій окремо слід зупинитися на особливостях укладання та виконання форвардних смарт-контрактів. Термін «сма́рт-контра́кт» можна визначити як автоматизований правочин, виконання заздальгідь визначених умов за яким відбувається за допомогою комп'ютерного алгоритму без контролю людини [195].

Сма́рт-контракти можуть мати потенціал для підвищення ефективності за рахунок автоматизації та обробки умов договору в комп'ютерному коді. При цьому дискусія стосовно юридичної сили договірних положень, виключно формально виражених у комп'ютерному коді, міститься в науковій літературі [231]. Питання полягає в тому, наскільки комп'ютерний код може належним чином мати справу з будь-яким видом правової діяльності. Зокрема, комп'ютерний код не вміє виражати деякі договірні умови в контексті

деривативів, наприклад, «економічно обґрунтований спосіб». Ця умова залежить від майбутньої, ще невідомої ситуації та свідомості людини. Тому умови контракту мають бути розроблені таким чином, щоб уникнути тих станів, де код не може точно описати відповідний правовий стан. Наприклад, форвардна ціна має бути відображена у смарт-контракті (з точки зору ринкових даних, моделі оцінки та її параметризації) шляхом посилання на конкретне джерело (офіційний сайт) ринкових даних.

Отже, деривативний смарт-контракт поєднує в собі елементи як правової, так і технологічної ефективності. Однак смарт-контракт не є цивільно-правовим контрактом з обов'язковими реквізитами, а натомість елементи юридичних контрактів представлені в ньому у вигляді програмного забезпечення [251].

Деривативний смарт-контракт завжди має подвійну структуру у вигляді комп'ютерного коду з технічними даними й автоматизацією для окремого контракту, а також представлений у документальному вигляді (наприклад, Генеральна угода).

Комп'ютерна програма, яка лежить в основі смарт-контракту, реагує детермінованим чином лише на заздалегідь визначені події і перемикає між попередньо визначеними станами результатів виконання контракту. Вона також обробляє критичні події в чіткій відповідності до прописаного алгоритму, що є корисною функцією порівняно із виконанням контракту в «реальному світі», оскільки сторони можуть зіткнутися з численними перешкодами до виконання, які залежать від взаємодії людей. За стандартами смарт-контрактів результат виникнення критичних подій стає повністю детермінованим і передбачуваним. Звісно, що з юридичної точки зору автоматизація багатьох критичних випадків, наприклад, у випадку загрози банкрутства, є достатньо складною справою, оскільки автоматизована трансакція, ініційована програмним забезпеченням, матиме юридичну силу незалежно від факту банкрутства сторони.

Особливістю смарт-контракту є можливість його укладання та виконання лише в певному інфраструктурному середовищі із залученням третьої сторони як агента, який має повноваження контролювати правильність виконання договору відповідно до алгоритму. Тому важливим питанням є наявність довіри в обох сторін до такого агента. Відповідно виникає питання відповідальності агента за недобросовісність при виконанні своїх обов'язків. Світова фінансова індустрія успішно справляється із зазначеними питаннями завдяки сприйнятій концепції пом'якшення ризиків централізації та розподілу ризиків. Регламент європейської ринкової інфраструктури (EMIR) запровадив зобов'язання централізованого клірингу для процентних свопів та інших стандартизованих позабіржових деривативів [203]. Регламент європейської ринкової інфраструктури (EMIR) вимагає від компаній, які торгують контрактами на фінансові інструменти, подавати докладні звіти через торговий репозиторій. Цю важливу нормативно-правову базу було запроваджено після фінансової кризи 2007-2008 рр., щоб покращити прозорість ринку та контролювати ризики, але її складні положення та технічна мова часто заважають компаніям повністю зрозуміти свої юридичні зобов'язання. EMIR поширюється на всі організації, засновані в ЄС або Великобританії, які укладають, змінюють або припиняють угоди з деривативами [227]. З 2016 року фінансові контрагенти не можуть обробляти життєвий цикл контрактів у двосторонньому порядку, а натомість змушені укладати контракти з кліринговою палатою або центральним контрагентом.

Потенційними перевагами використання деривативних смарт-контрактів є відповідність їх суворим нормативним вимогам до торгівлі фінансовими інструментами, автоматичне звітування даних і чітка процедура клірингу, а також зрозумілість стандартних умов смарт-контрактів, підвищення операційної ефективності та зниження витрат на узгодження контракту. Блокчейн і децентралізовані додатки можуть підвищити прозорість, автоматизувати переміщення застави, зменшити потребу у звірці та автоматизувати наслідки невиконання зобов'язань контрагентом.

Смарт-контракти можуть використовуватися для різноманітних випадків, наприклад, смарт-контракт може бути налаштований таким чином, щоб дозволити автоматичну ініціацію платежу однією стороною після настання певної події або дії іншої сторони без необхідності будь-якого втручання людини.

Використання смарт-контрактів для укладання деривативних контрактів розглядається як рішення, яке може забезпечити більш ефективний моніторинг і виконання складних і великих деривативних контрактів, які зазвичай базуються на комплексних і сильно стандартизованих генеральних угодах. Наприклад, умови контракту про дериватив, пов'язані з оплатою, які вимагають від однієї сторони сплати певної суми іншій у разі настання певних подій, можна закодувати у смарт-контракт, який зробить можливим їх автоматичне виконання. Зовнішня інформація (наприклад, обмінні курси, необхідні для розрахунку суми платежу на основі попередньо визначених методологій розрахунку) може бути включена у смарт-контракт через інтерфейси прикладного програмування (API), які є інтерфейсом спілкування програм на сервері та на пристрої клієнта і також розгорнуті в розподіленому реєстрі, тобто зовнішня інформація може бути включена в комп'ютерний код смарт-контракту повністю автоматизованим способом. Це значно спрощує процес і може зменшити ризик контрагента, пов'язаний з такими угодами.

Міжнародна асоціація свопів і деривативів (ISDA) визнала важливість смарт-контрактів для ринків деривативів і наразі опублікувала низку документів, в яких аналізуються різні правові та нормативні аспекти використання смарт-контрактів для автоматизації деривативів [221].

Відповідно до документа ISDA/Linklaters Smart Contracts and Distributed Ledger – A Legal Perspective [218] розрізняється дві різні моделі смарт юридичних контрактів: зовнішня і внутрішня. У зовнішній моделі закодовані положення залишаються поза юридичним договором, і являють собою лише механізм автоматичного виконання контракту. У внутрішній моделі, положення, які можуть бути виконані автоматично, включені в юридичний

договір, але подані в більш формальному виразі, ніж поточна форма природної мови, для забезпечення автоматизації роботи з контрактом. Отже, смарт-контракти є похідними від звичайного юридичного договору з деякими умовами, які можуть виконуватися автоматично. Зазначені умови виражені у формі, яка дозволяє виконувати їх з ефективною автоматизацією. Інші умови, які не виконуються автоматично, виражаються натуральною (не машинозчитувальною) мовою.

ISDA опублікувала перший проєкт типового деривативного смарт-контракту в жовтні 2017 року [219]. У процесі удосконалення цієї початкової версії моделі смарт-контракту ISDA опублікувала ISDA CDM 1.0 в червні 2018 року [255].

Основною автоматизованою умовою, на якій зосереджується ISDA CDM 1.0, є «події», які відбуваються протягом терміну дії деривативної транзакції. Події є незалежними, коли вони не залежать від економіки операції з деривативними інструментами. До незалежних подій належать створення, припинення, зміна та скасування транзакції. Події є залежними, якщо вони залежать від економіки операції з деривативами, наприклад, зміна плаваючої ставки для платежу, здійснення платежу та оцінка транзакції. З юридичної точки зору незалежні події можна розглядати як дії, які змінюють договір, тоді як багато залежних подій є діями, які відбуваються відповідно до умов контракту.

Смарт-контракт, в якому автоматизованими є лише деякі умови, може бути частиною загальної Генеральної угоди. При цьому, документ ISDA/Linklaters Smart Contracts and Distributed Ledger – A Legal Perspective надає роз'яснення, які саме умови деривативного контракту підлягають автоматизації, запроваджуючи поняття «операційних» та «неопераційних» умов контракту.

Операційні умови містять певну форму умовної логіки, як наприклад, умова контракту про те, що при настанні певної події або в певний час необхідно вчинити певну дію. Неопераційні умови контракту визначити в

смарт-контракті складніше через їх меншу здатність до автоматизації. Неопераційні умови складно переписати у більш формальному виразі на основі логічної структури, яку можна легко перетворити на мову програмування.

У рекомендаціях ISDA щодо укладання деривативних смарт-контрактів описані деякі потенційні моделі смарт-контрактів на деривативи, визначені принципи розробки таких контрактів та спеціальної документації, яка може бути необхідною при розробці та впровадженні нових технологічних платформ, продуктів і рішень для деривативів [229].

Деривативні смарт-контракти мають подвійну структуру: вони є цифровим виразом юридичного контракту та алгоритмом виконання процедури. Переоформлення класичного позабіржового деривативу на смарт-контракт потребує повного детермінованого визначення кожної події життєвого циклу торгівлі. Такими процедурними елементами, які одночасно є договірними компонентами деривативного смарт-контракту та можуть виконуватися автоматично, є: 1) визначення методу для моделі оцінки та параметризації; 2) розрахунок непогашеної чистої поточної вартості, визначеної моделлю оцінки; 3) обидві сторони мають право на отримання суми маржі на початкову дату контракту та після кожного розрахунку (після чого жоден із контрагентів не має претензій); 4) контракт припиняється автоматично, якщо контрагент не надав заздалегідь визначену мінімальну маржу до кінця періоду фінансування, або якщо врегулювання не може бути оброблено через недостатній баланс на рахунку; 5) після розірвання сторона, яка не виконала зобов'язання, буде зобов'язана сплатити заздалегідь визначену та вже внесену на рахунок комісію за розірвання. Цей платіж слугує для покриття витрат на заміну контрагента та робить економічно неефективним умисне розірвання контракту до його звичайного терміну погашення.

Ці умови перетворюють контракт на попередньо фінансований грошовий потік із щоденним оновленням. Дострокове припинення договору

штрафується і рідко трапляється, що усуває ризики контрагентів, оскільки претензії існують лише до наступного розрахунку та попередньо фінансуються [207].

Смарт-контракти мають відповідати технологічним, комерційним, регуляторним та правовим стандартам, що застосовуються як до деривативів, так і до смарт-контрактів. Наприклад, якщо смарт-контракти розробляються лише з урахуванням технологічних стандартів, вони можуть не мати законної сили, вони можуть суперечити нормативним вимогам, і вони можуть бути несумісним із тим, як фактично укладаються між сторонами контракти на похідні інструменти. Зазначене істотно перешкоджає їх використанню, навіть якщо вони є значним технологічним удосконаленням.

З іншого боку, якщо вони розроблені лише з урахуванням правових стандартів, то не виконують функцію автоматизації. Отже, важливо, щоб смарт деривативні контракти були сумісними із вищезазначеними стандартами, і робота над їх розробкою є спільними зусиллями юристів, спеціалістів з інформатики та практиків банківських технологій.

У форвардному смарт-контракті особливого значення набувають законодавчі приписи щодо недійсності, а також зміни та розірвання контракту. Тому в контексті використання смарт-контрактів слід передбачити автоматичне припинення виконання за контрактом у разі, якщо його зміст не відповідає юридичним зобов'язанням сторін або в разі його недійсності.

У разі невиконання стороною форвардного контракту своїх зобов'язань, Генеральна угода передбачає процес розірвання, який може бути ініційований однією стороною навіть за умови відсутності на це згоди іншої сторони. Однак інша сторона може вирішити ігнорувати замовчування та продовжувати виконувати умови контракту. Сторона також може подати судовий позов для повернення сум, яких не було сплачено, або зарахувати їх у рахунок своїх власних зобов'язань, або звернути стягнення проти застави. Отже, спрогнозувати, який із наведених варіантів вибере сторона з упевненістю неможливо. Особливо складним питанням для автоматизації за форвардним

контрактом є право сторін вибирати не виконувати, свідомо порушуючи договір, із компенсацією іншій стороні заподіяних відмовою збитків.

Отже, за форвардом виконання узгоджених умов контракту в захищений від несанкціонованого доступу спосіб, не завжди відповідатиме правовому результату контракту.

Таким чином, деривативні смарт-контракти мають бути створені лише з правом будь-якої сторони призупинити автоматичне їх виконання. Мова йде не про право припинити дію смарт-контракту, а лише про припинення автоматичного виконання контракту. У такому випадку, смарт-контракт як додаткова угода до основного тексту контракту припиняє свою дію, а сторони в подальшому керуються положеннями контракту, викладеними природньою мовою.

Право сторін на припинення смарт-контракту не повинне обмежуватися випадком невиконання зобов'язань, а має бути поширене також на випадки виникнення технічних помилок, зокрема, в роботі блокчейну, які підлягають виправленню. Наприклад, буде важливо переконатися, що будь-які сторонні події, які походять від операції з кодом (наприклад, помилка кодування, вірус або кібератака), не вплинули на виконання контракту.

Форвардний контракт, створений на блокчейні, з так званими ціновими оракулами, пов'язаними з базовим активом, може істотно змінити спосіб торгівлі та розрахунків за форвардними контрактами. Цінові оракули – це сторонні служби, які надають інформацію про ціни в реальному часі для різних активів, включаючи криптовалюти, товари та акції. Наприклад, DIA Association є оракулом, що орієнтується на DeFi-ринок і надає дані про ціни крипто- та національних валют, а також ставки міжбанківського кредитування. Інший ціновий оракул Tellor проводить підтвердження даних за допомогою валідаторів, які за це одержують токени як винагороду за правдиву інформацію. Поєднавши цінові оракули з форвардним контрактом на основі блокчейну, можна точно визначити ціну базового активу та використовувати її для розрахунків за контрактом після закінчення терміну дії.

При розробці технології смарт-контракту слід враховувати також багатоступеневу систему платежів за форвардним контрактом. Контракт має враховувати характер і мету кожного платежу та створювати відповідні записи, зокрема для обліку податкових зобов'язань і полегшення процесів аудиту.

Можливі технічні неполадки в роботі блокчейну, які впливають на зобов'язання щодо оплати та доставки, мають усуватися так само, як вирішуються операційні збої (наприклад, шляхом надання розширеного періоду відстрочки поставки), або сторони погоджуються на альтернативні методи оплати чи поставки поза обліковими записами.

Виконання будь-якого зобов'язання щодо платежу або поставки у форварді залежить від відсутності події дефолту або випадку припинення. Тому для того, щоб зазначені норми відображалися у смарт-контракті, його код повинен бути здатним розпізнавати виникнення випадків дефолту або випадків припинення, включаючи розрахунок будь-яких відсотків або компенсації, які можуть бути сплачені в разі припинення платежу або поставки.

Для взаємозаліку платежів у смарт-контракті необхідно прописувати код смарт-контракту таким чином, щоб він був здатним розрізняти виникнення двох (або більше) окремих зобов'язань, які виникають через різні транзакції і в різних мережах, а також визначати, що зобов'язання підлягають взаємозаліку платежів, якщо вони виникають за різними транзакціями (якщо застосовується взаємозалік платежів за кількома транзакціями).

У разі виникнення спорів за деривативними смарт-контратками їх вирішення, як і у випадку звичайного деривативного контракту буде відбуватися на двосторонній основі через переговори та національні суди, або арбітражні слухання, а не через механізми вирішення суперечок або управління, вбудовані у смарт-контракти або платформи.

З метою усунення можливих суперечок між сторонами в тексті основного форвардного договору має міститися застереження про те, що

версія контракту природною мовою матиме перевагу в разі будь-яких невідповідностей або забезпечення наявності певного механізму для підтвердження, перед версією машиночитаємою мовою [220].

Форвардні контракти у традиційному контексті мають кілька недоліків, які можна вирішити за допомогою форвардного контракту на основі блокчейну з ціновими оракулами. Серед недоліків, які усуваються за допомогою смарт-контракту, слід зазначити, в першу чергу, ризик невиконання контракту його стороною, що призводить до фінансових втрат для іншої сторони. У форвардному смарт-контракті процес розрахунків є автоматизованим, що зменшує ризики контрагента.

Також складність у пошуку контрагента та розгортання позиції за індивідуалізованим форвардом спричиняє ризик неліквідності форвардного контракту, що істотно зменшується у смарт-контракті шляхом використання децентралізованої біржі для полегшення пошуку контрагентів для торгів.

Прозорість форварду та його доступність для ширшого кола інвесторів також забезпечується використанням блокчейну з ціновими оракулами, що надають інформацію про ціни за контрактом у реальному часі.

Поєднання цінових оракулів та технології блокчейну відкриває широкі можливості для розвитку торгівлі та розрахунків за форвардними контрактами. Це створює можливість виконання таких розрахунків чітко, надійно та ефективно за реальними ринковими цінами. Використання блокчейну та цінових оракулів для форвардних контрактів може призвести до скорочення витрат, підвищення точності та розширення доступності для більшої кількості інвесторів. З розвитком цієї технології можна очікувати розвиток інновацій у фінансовому секторі.

Загалом, форвардний контракт на основі блокчейна з ціновими оракулами може усунути багато обмежень традиційних форвардних контрактів, забезпечуючи більшу ефективність, прозорість і доступність, одночасно знижуючи ризик контрагента та розрахунковий ризик.

ВИСНОВКИ

У **Висновках** викладаються найбільш важливі теоретичні положення дисертаційного дослідження, сформульовані пропозиції щодо вдосконалення чинного цивільного законодавства України щодо укладання, виконання та припинення форвардного контракту.

1. Деривативні фінансові інструменти, якими є деривативні цінні папери та деривативні контракти, призначені впливати на ціну базового активу або певну подію з фіксуванням цінової зміни або події за відсутності, переважно, реального обміну товарами. Прикладами деривативних контрактів є ф'ючерси, форварди, опціони та свопи, які можна поєднувати один з одним для створення гібридних інструментів. До деривативних цінних паперів на сьогодні закон відносить опціонні сертифікати, фондові варанти, кредитні ноти, депозитарні розписки та державні деривативи.

2. В Україні ринок деривативних фінансових інструментів тривалий час перебуває у стадії формування, що викликано такими основними проблемами, як відсутність спеціального законодавчого акту у сфері обігу деривативів, низький рівень систематизованості й узгодженості норм права, що регламентують використання деривативів в Україні, низькі обсяги торгівлі на внутрішньому ринку, низький рівень диверсифікації національного фондового ринку, який надає дуже обмежений вибір деривативних фінансових інструментів, тривала невизначеність системи державного регулювання відносин на ринку цінних паперів, недостатній рівень розвитку відповідної інфраструктури організованих фінансових ринків, високий ступінь кастомізації умов контрактів на нерегульованому ринку, низька ліквідність та висока ризиковість виконання зобов'язань за деривативами, відсутність зрозумілих механізмів клірингу та неттінгу.

3. Відсутність визначення та класифікації кредитних деривативів у законодавстві України є перепорою на шляху розвитку цього важливого сегменту ринку деривативів. Тому запропоновано доповнити класифікацію деривативних контрактів за типом базового активу кредитними

деривативними контрактам, а в ч. 4 ст. 31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» закріпити визначення кредитних деривативних контрактів як деривативних контрактів, базовим активом яких є кредитні події (дефолт, прострочення платежів або реструктуризація боржника в рамках процедури банкрутства).

4. Підставою розмежування деривативних фінансових інструментів та деривативних нефінансових інструментів є умова укладання деривативу через інвестиційну фірму, крім випадків, коли обидві сторони деривативного контракту є кваліфікованими інвесторами. Належність деривативу до категорії фінансових інструментів залежить, крім того, від його базового активу, торговельного майданчика та способу виконання зобов'язань. У цілому, якщо базовим активом деривативу є фінансовий інструмент, то такий дериватив вважається фінансовим інструментом. Якщо дериватив має базовим активом товар, то визнання його фінансовим інструментом залежить від торговельного майданчику та способу виконання зобов'язань за ним. Фінансовим є товарний дериватив, що торгується на регульованому ринку або на багатосторонньому торговельному майданчику. Також умова контракту про розрахунок у грошовій формі свідчить про те, що дериватив є фінансовим інструментом.

5. На даному етапі розвитку фінансового ринку, та в цілому економіки України, впровадження нових фінансових інструментів для подолання негативних та несприятливих явищ в економіці відбувається за умов їх фрагментарного, вузькоспеціалізованого правового регулювання, відсутності чіткого, єдиного термінологічного підґрунтя. Більшість науковців, що вивчають фінансовий ринок України, вважають, що в Україні не запроваджено дієве правове регулювання ринку деривативних фінансових інструментів, що викликає непрозорість ринку та можливість для зловживань з боку учасників відносин ринку деривативних фінансових інструментів.

6. Істотними умовами або специфікацією форварду є кількість активу, базова ціна (товару, активу або індекс), місцезнаходження (якщо передбачається доставка), дата контракту, дата платежу або розрахунків,

форвардний період (період між датами укладання контракту та датою розрахунків), ціна поставки.

7. Проведений аналіз законодавства України щодо форвардного контракту дозволив виділити такі його характеристики: 1) форвард виник і сформувався у зв'язку зі строковим характером договірної зобов'язання, яке він обслуговує; 2) визнання форварду фінансовим інструментом відбулося внаслідок наявності в цього контракту похідного характеру (ціна форварду залежить від змін ціни на базовий актив); 3) алеаторність форварду, тобто сторони можуть лише прогнозувати зміну ціни за цим контрактом, однак ринкова ціна на момент укладення контракту сторонам невідома.

8. Форвардний контракт як дериватив вирізняється від інших цивільно-правових договорів спеціальними вимогами до стандартної форми форвардного контракту, відсутністю можливості вносити зміни до форвардного контракту за виключенням випадку, коли в самому контракті сторони передбачили неможливість внесення відповідних змін.

9. До деривативних контрактів слід відносити лише розрахункові форварди (без поставки реального активу), які є умовними та алеаторними контрактами одночасно, оскільки за цим контрактом момент виникнення прав і обов'язків, або перехід права власності на актив залежить від настання чи ненастання певної події, передбачити яку сторони не могли на момент укладання форварду. У зв'язку із зазначеним, запропоновано внести відповідні зміни до ч.2 ст.33 Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» і викласти її в такій редакції: «2. Не є деривативними контрактами кредитні договори, форвардний валютний контракт з умовою поставки, договори репо, договори про участь у фонді фінансування будівництва, договори про придбання сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, договори позики, банківського вкладу (депозиту), банківського рахунка, поруки, гарантії, факторингу, лізингу або страхування».

10. Встановлення в законодавстві вичерпного переліку всіх видів деривативів і, зокрема, форвардних контрактів, не є доцільним, оскільки нові

види деривативів виникають майже щодня. Вже існуючі конструкції деривативів поєднуються та видозмінюються у складному процесі фінансового інжинірингу (структуровані деривативи). Структуровані деривативи – це просто поєднання спотових, опціонних, ф'ючерсних або інших фінансових позицій. Інвестування у структуровані деривативні інструменти надає інвестору можливість брати участь у використанні різних класів базових активів зі створенням конкретної інвестиційної стратегії. Однак, не всі структуровані деривативи дозволяється використовувати, оскільки визнання певного фінансового інструменту, не передбаченого ч.1 ст.33 Закону України Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», деривативом віднесено до компетенції НКЦПФР.

11. Нормативне визначення ознак деривативних контрактів у ст.31 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» не можна вважати ефективним регулюванням відносин на ринку деривативів, оскільки практика ринку змінюється швидше за законодавство. Тому, найбільше значення для стабільності фінансових ринків має не державне регулювання, а ділова практика та звичаї ділового обороту. Зазначеним пояснюється відсутність можливості відмови від виконання зобов'язання за деривативами на світовому фінансовому ринку.

12. Контракт, відповідно до умов якого сторони обумовили укладання договору купівлі-продажу майнових прав з фіксацією ціни на момент укладання після того, як настає строк виконання за цим контрактом, слід кваліфікувати як попередній договір, а не деривативний контракт.

13. Об'єктом форвардного договору є дія щодо виплати грошової суми однією стороною на користь іншої сторони зобов'язання, яка залежить від зміни ціни чи значення базового активу на ринку його обігу і є різницею між ціною (значенням), погодженої сторонами на дату укладання контракту, та ціною (значенням), що склалася на ринку базового активу на дату виконання договору.

14. За законодавством України будь-які фізичні та юридичні особи мають право укласти форвардний контракт. Відсутність вимоги про укладання цього контракту за участі фінансового консультанта клірингової організації може призводити до негативних правових наслідків, коли фізична або юридична особа не зможе задовольнити вимоги кредиторів щодо виконання розрахункових зобов'язань за форвардом, а кредитор не зможе задовольнити свої вимоги за допомогою майна боржника. Тому пропонується встановити законодавчу заборону на укладання форвардного контракту за участю фізичних та юридичних осіб, які не мають статусу спеціалізованих фінансових та кредитних організацій, без участі клірингової організації як гаранта своєчасного виконання зобов'язань за форвардним контрактом та реєстратора форвардних контрактів.

15. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» оперує новим, невідомим цивільному законодавству України терміном «інвестиційна фірма» (наприклад, цей термін міститься у ст.44 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). У Господарському кодексі України, Законі України «Про інвестиційну діяльність», що регламентують загальні засади інвестиційної діяльності в Україні, термін «фірма» не зустрічається. У зв'язку із зазначеним, пропонується замінити в тексті Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» термін «інвестиційна фірма» в усіх відмінках і числах на термін «юридична особа, яка здійснює інвестиційну діяльність».

16. Умова ч. 12 ст. 36 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» щодо вчинення правочинів за участю або посередництвом інвестиційної фірми не відповідає приписам ст. 627 ЦК України, відповідно до якої «сторони є вільними в укладанні договору, виборі контрагента та визначенні умов договору з урахуванням вимог цього Кодексу, інших актів цивільного законодавства, звичаїв ділового обороту, вимог розумності та справедливості». Укладання фінансових деривативних контрактів лише за участю або посередництвом інвестиційної фірми

унеможливиює проведення дрібних правочинів з фінансовими інструментами, у вчиненні яких інвестиційні фірми можуть бути не зацікавлені, що, у свою чергу, обмежує права власників відповідних фінансових інструментів на вільну участь у договірних відносинах.

17. Визначення та подальше застосування поняття «дефолт» до деривативних контрактів потребує доопрацювання ст.113 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», в якій під дефолтом розуміється лише дефолт за облігаціями, а також встановлено, що додаткові наслідки настання дефолту можуть бути передбачені лише проспектом емісії. Отже, в законодавстві України міститься прогалина в частині визначення поняття «дефолт» як підстави припинення зобов'язань, що виникають із інших цінних паперів та деривативних фінансових інструментів.

18. У форвардному смарт-контракті обов'язково має бути передбачено право будь-якої сторони призупинити його автоматичне виконання. У цьому випадку, смарт-контракт як додаткова угода до основного тексту контракту припиняє свою дію, а сторони в подальшому керуються положеннями контракту, викладеними природною мовою. Право сторін на припинення смарт-контракту не повинне обмежуватися випадком невиконання зобов'язань, а має бути поширене також на випадки виникнення технічних помилок, зокрема, в роботі блокчейну, які підлягають виправленню.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. Акуленко В. Л., Захаркін О. О., Дунаєв М. С. Тенденції розвитку ринку деривативів в Україні та світі. *Ефективна економіка*. 2021. № 5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8874>.
2. Андрєєва Г.І. Використання кредитних деривативів як інструментів перерозподілу (мінімізації) кредитних ризиків. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2007. Т. 21. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/56497/5/Andreeva_credit_notel.pdf
3. Андрєєва Г.І. Похідні цінні папери: сутність, поняття й визначення. *Ефективна економіка*. 2010. №12. С.98-117.
4. Андрєєва Г.І. Стратегії хеджування: інструменти та способи застосування. URL: <http://www.masters.donntu.edu.ua/2011/iem/deminskaya/library/23.pdf>.
5. Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва та обміну інформацією. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD386.pdf>.
6. Банківська енциклопедія / С.Г. Арбузов, Ю.В. Колобов, В.І. Міщенко, С. В. Науменкова. Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України: Знання, 2011. 504 с.
7. Белінська Я.В. Пруденційний нагляд у сучасній монетарній політиці. *Стратегічні пріоритети*. 2008. №4 (9). С. 104-114.
8. Бервено С.М., Майданик Р.А. Поняття і зміст попереднього договору за цивільним законодавством України. *Бюлетень Міністерства юстиції України*. 2005. № 10 (48). С.35-45.
9. Білінська Н.Є. Проблеми становлення та перспективи розвитку ринку деривативів в Україні. С. 156. URL: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/17809/1/75-Butym.pdf>
10. Блэк Дж. Толковый словарь: Англо-русский. М.: ИНФРА. М, Издат-во «Весь Мир», 2000. 840 с.

11. Ботвіна Н.О. Хеджування валютного ризику як складова банківської безпеки. URL: <http://www.econa.org.ua/index.php/econa/article/viewFile/262/69>.
12. Бурденко І.М. Передумови створення та використання інноваційних фінансових інструментів на ринку похідних фінансових інструментів України. *Маркетинг і менеджмент інновацій*. 2012. № 3. С. 181–190.
13. Вовк В. Я. Кредитування і контроль: навч. посібник. К.: Знання, 2008. 463 с.
14. Вовчак О.Д. Фінансові інструменти в управлінні кредитними ризиками банків України в умовах глобалізації: монографія. Кам'янець-Подільський: ПП «Медобори-2006», 2013. 240 с.
15. Генеральна угода щодо деривативних контрактів, що укладаються поза організованим ринком. URL: https://nabu.ua/images/uploaded/sys_media_doc/doc_becb604b7ed570463234e869c3f291d9.pdf
16. Глущенко С.В. Зниження ризиків фінансово-кредитної діяльності: досвід для України. URL: <http://www.ekmair.ukma.kiev.ua/handle/123456789/679>
17. Гниляк В.О. Методологічні аспекти формування поняття деривативу. *Агроінком*. 2006. № 1. С. 72–74.
18. Гниляк В.О. Особливості формування ф'ючерсного ринку в Україні. *Науковий вісник Національного аграрного університету*. 2003. Вип. 66. С. 248–251.
19. Гниляк В.О. Роль і функції біржового ринку товарних деривативів у сучасних умовах ринкової економіки. *Науковий вісник Національного аграрного університету*. 2005. Вип. 97. С. 309–311.
20. Гниляк В.О. Строкові угоди в удосконаленні біржового товарного ринку. *Науковий вісник Національного аграрного університету*. 2004. Вип. 76. С. 299–302.

21. Гниляк В.О., Солодкий М.О. Товарні деривативи: теорія, методологія, практика: монографія. К.: АграрМедія Груп, 2012. 238 с.
22. Господарський кодекс України: Кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>
23. Гоффе В.В. Правове регулювання операцій на ринку деривативів в Україні та розвинутих країнах. *Ринок цінних паперів України*. 2004. № 7-8. С.45–49.
24. Гоффе В.В. Проблеми та перспективи побудови ринку похідних фінансових інструментів в Україні. *Фінанси, облік і аудит: Збірник наукових праць*. 2003. Вип. 2. С. 26–33.
25. Гоффе В.В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01. К., 2005. 21 с.
26. Григор'єва Х. Правовий аналіз форвардних закупівель зерна як засобу державної підтримки сільськогосподарських підприємств аграрне та екологічне право. *Підприємництво, господарство і право*. 2016. № 5. С.47-52.
27. Деревнін В.С. Товарна біржа як суб'єкт цивільно-правових відносин. *Актуальні проблеми держави і права*. 2008. Вип. 42. С. 119-123.
28. Директива Європейського Парламенту і Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів та про внесення змін до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС від 15.05.2014 № 2014/65/ЄС. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_041-14#Text
29. Договір як універсальна правова конструкція: монографія. За заг. ред. А. П. Гетьман, В. І. Борисової. Х.: Право, 2012. 432 с.
30. Еш С.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. К.: Центр учбової літератури, 2009. 528 с.
31. Загальний огляд документації ISDA. ПАРД. URL: <https://www.pard.ua/uk/news/4988-zahalnyy-ohlyad-dokumentatsiyi-isda/>
32. Закон про товарні біржі запрацював на повну силу. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/zakon-pro-tovarni-birzhi-zapratsiuvav-u-povnu-sylu/>
33. Звіт НКЦПФР за 2016 рік. URL: <http://www.ssmc.gov.ua>

34. Звіти НКЦПФР за 2007–2015 роки. URL: <http://www.ssmc.gov.ua>
35. Згама А.О. Правові аспекти функціонування похідних фінансових інструментів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Сер.: Право*. 2014. Вип. 25. С. 71-74.
36. Инглис-Тейлор Э. Производные финансовые инструменты: Словарь; пер. с англ. М.: ИНФРА. М, 2001. Т.8. 224 с.
37. Ільїн А. Нові правила гри на ринках капіталу і товарних ринках. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/arsen-ilin-novi-pravyla-hry-na-rynkakh-kapitalu-i-tovarnykh-rynkakh/>
38. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України: Постанова Національного банку України від 26.12.2018 р. № 153. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0153500-18#Text>
39. Калінюк О. Поняття, форма та деякі види попереднього договору. *Мала енциклопедія нотаріуса*. 2018. № 1. URL: <https://goo.gl/1vKJrh>.
40. Квактун О.О. Особливості участі України на світовому ринку деривативів. *Економічний простір*. 2014. № 83. С. 16-24. URL: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ecpros_2014_83_4.pdf
41. Кейнс Дж. М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей: реферат-дайджест. К.: Асоціація українських банків, 1999. 189 с.
42. Ковалев А. Кредитные деривативы – будущее банковского риск-менеджмента. *Финансовый директор*. 2006. № 12. URL: www.gaap.ru/biblio/management/curp/052.asp
43. Коваленко Т. Державні форвардні закупівлі зерна: особливості правового регулювання. *Агробізнес сьогодні*. 2014. № 12. URL: <http://www.agro-business.com.ua/2011-05-11-22-05-40/8682012-02-16-13-54-33.html>
44. Колб У.Р. Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е; Пер. с англ. М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1997. 360 с.

45. Колодізев О.М., Коцюба О.В. Аналіз перспектив розвитку ринку деривативів в Україні з урахуванням вирішення проблеми його нормативно-правового регулювання. *Проблеми економіки*. 2016. № 1. 242-248.

46. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 р.: затверджена Постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 р. № 391. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/CP_finsektor_2020_2015-06-18.pdf?v=4

47. Концепція реформи інфраструктури ринків капіталу в Україні: Концепція НКЦПФР від 26.10.2018 р. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/kontseptsya-reformi-nfrastrukturi-rinkv-kaptalu-v-ukran/>

48. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку України: постанова Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. №342/95-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1995. № 33. Ст. 257.

49. Кравчук І. Операції банків з кредитними деривативи. *Наука молода*. 2007. №7. С. 76–80.

50. Кротюк В. Л., Міщенко В. Еволюція підходів до оцінки капіталу в Базельських угодах. *Банківська справа*. 2005. № 4.С. 3-10.

51. Кузьменко М. С. Хеджування ризиків у сільському господарстві за допомогою базових опціонних стратегій. *АгроСвіт*. 2011. № 24. С.39-42.

52. Лисак О. В., Ільющенко Г. В. Порівняльно-правова характеристика основних положень форвардних і ф'ючерсних контрактів. *Порівняльно-аналітичне право*. 2018. № 2. С. 153–155.

53. Лупенко Ю. Ф'ючерсні механізми розвитку аграрного сектору економіки. *Фінансовий ринок України*. 2012. № 9. С. 20-23.

54. Лупенко Ю.О., Фещенко В.В. Хеджування фінансових ризиків та сучасний ринок деривативів для підприємств аграрного сектору економіки. *Фінанси України*. 2014. №11. С. 98-115.

55. Ляшенко Д.В. Основні тенденції розвитку ринку деривативів у структурі вітчизняного ринку цінних паперів. Управління розвитком. 2012. № 12. С. 37-40. URL: <http://www.repository.hneu.edu.ua/jspui/handle/123456789/1386>.
56. Макаренко І.О. Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Суми, 2011. 264 с.
57. Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям. М.: ИНФРА-М, 1998. 784 с.
58. Маслова С.О. Фінансовий ринок: навч.посіб. К.: Каравела, 2004. 344 с.
59. Мельник В.А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск. К.: А.Л.Д., ВІРА-Р, 1998. 560 с.
60. Миськів Г.В. Кредитні деривативи як новітні інструменти кредитного ринку. *Ефективна економіка*. № 7. 2014. <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3177>
61. Мица Ю.В. Правова природа похідних цінних паперів: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03. Харків, 2006. 211 с.
62. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: пер. з англ. К. : Основи, 1999. 963 с.
63. Мэрфи, Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. М.: Альпина Паблишер, 2011. 616 с.
64. Нацбанк зняв заборону на валютні операції на умовах «форвард». URL: <https://finclub.net/ua/news/natsbank-zniav-zaboronu-na-valiutni-operatsii-na-umovakh-forward.html>
65. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти», затверджене Наказом Міністерства фінансів України від 30.11.2001 № 559. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01#Text>

66. НБУ. Використання форвардів в умовах нового валютного регулювання. 2019. URL:

https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Instrumentu_hedjyvannia_valytnuh_ruzukiv_pr_2019-12-03.pdf

67. НБУ. Питання та відповіді. URL: <https://bank.gov.ua/ua/faq?page=1&perPage=5&search=>

68. НКЦПФР попереджає про ризики інвестицій в нерухомість через форвардні контракти. URL:

https://smida.gov.ua/news/allnews/nkcpfr_poperedzhaeh_pro_riziki_investicij_v_nerukhomist_cherez_forvardni_kontrakti

69. Орловский С. Музыка финансового рынка: кредитные ноты. The Chief (Шеф). № 6. 2006. URL: www.jur-jur.ru/articles/articles280.html

70. Патерило І. Правове підґрунтя функціонування та розвитку ринку деривативів в Україні. *Науковий вісник Дніпропетровського державного університету внутрішніх справ*. 2022. № 4. 162-168.

71. Патряк Т. С. CDS (Кредитні дефолтні свови) – індекси світового фінансового ринку. URL: <http://www.m.nayka.com.ua/?op=1&j=efektyvna-ekonomika&s=eng&z=706>

72. Пересада А.А. Портфельне інвестування: навч. посібник. К.: КНЕУ, 2004. 408 с.

73. Податковий кодекс України: Закон України від 02 грудня 2010 р. № 2755-VI. *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. 2011. № 13-14. № 15-16. № 17. Ст.112.

74. Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів: постанова Кабінету Міністрів України від 19.04.1999 р. № 632. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF#Text>

75. Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті, затвердженого Постановою Правління Національного банку України від 02.01.2019 р. № 5. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0005500-19#Text>

76. Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України, затвердженого Постановою Правління Національного банку України 02.01.2019 № 1. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0001500-19>

77. Порядок подання інформації про деривативні контракти до торгового репозиторію та розкриття інформації про деривативні контракти торговим репозиторієм, затверджений Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 07 грудня 2021 року № 1203. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1652-21#Text>

78. Порядок подання Повідомлення про укладання форвардного, ф'ючерсного контракту або контракту на здійснення операцій з сировинними товарами: Наказ Міністерства фінансів України від 31 грудня 2020 р. № 840 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0095-21#Text>

79. Посполітак В.В. Правове визначення поняття цінних паперів. Ознаки та класифікація цінних паперів. *Юридичний журнал*. 2005. № 1. С. 92–103.

80. Постанова Великої Палати Верховного Суду від 14 грудня 2021 року у справі № 344/16879/15-ц (провадження № 14-31цс20). URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/102221949>

81. Постанова Вищого господарського суду України від 05 червня 2014 року у справі № 902/789/13. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/3918559>

82. Постанова Восьмого апеляційного адміністративного суду від 07.03.2020 р. у справі № 300/1717/19. URL: <https://verdictum.ligazakon.net/document/92601644>

83. Постанова Кабінету Міністрів України від 16 травня 2007 року №736 «Про запровадження державних форвардних закупівель зерна». (втратив чинність). URL: <https://ips.ligazakon.net/document/KP070736>

84. Постанова Правління Національного банку України від 15 січня 2021 року №3 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів

Національного банку України. URL:
https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_15012021_3

85. Постанова Правління Національного банку України від 29 червня 2021 р. № 63 «Про затвердження Положення про порядок погодження Національним банком України специфікацій деривативних контрактів грошового ринку та внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України». URL:

https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0063500-21?find=1&text=%D1%84%D0%BE%D1%80%D0%B2%D0%B0%D1%80%D0%B4#w1_1

86. Правила випуску та обігу фондових деривативів в Україні: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24 червня 1997 р. № 13 (Правила втратили чинність від 16 червня 2009 р. № 572). URL:
<http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0997-01>.

87. Примостка Л.О. Біржовий ринок деривативів в Україні: історія, сучасність, перспективи розвитку. *Фінанси України*. 2014. № 7. С. 49-65.

88. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти. К.: КНЕУ. 2001. 263 с.

89. Примостка Л.О., Краснова І.В. Біржовий ринок деривативів в Україні: історія, сучасність, перспективи розвитку. *Фінанси України*. 2014. № 7. С. 49–65.

90. Про валюту і валютні операції: Закон України від 21 червня 2018 р. № 2473-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>

91. Про внесення змін до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств»: Закон України від 22.05.1997р. № 283/97-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/283/97-%D0%B2%D1%80/ed19970522>

92. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text>

93. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996р. № 448/96-ВР. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>
94. Про державну підтримку сільського господарства України: Закон України від 24.06.04 р. № 1877-IV URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1877-15#Text>
95. Про деякі питання здійснення страхування посівів та майбутнього врожаю озимих зернових сільськогосподарських культур з державною підтримкою від сільськогосподарських ризиків на весь період вирощування: розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 21.05.2014 р. № 1501. URL: <https://goo.gl/3aprcs>.
96. Про деякі питання здійснення страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою: розпорядження Національно комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 30.10.2012 р. № 1968. URL: <https://goo.gl/hnEkay>
97. Про запровадження державних форвардних закупівель зерна: Постанова Кабінету Міністрів України (втратила чинність на підставі Постанови КМ № 256 від 24.03.2021 р.). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/736-2007-%D0%BF#Text>
98. Про затвердження «Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року»: Рішення НКЦПФР від 27.12.2019 р. № 797. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10686471>
99. Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів: Постанова від 19 квітня 1999 р. № 632. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF#Text>
100. Про затвердження Положення про депозитарну діяльність: рішення Державної комісії цінних паперів та фондового ринку України від 17.10.2006р. № 999. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/Laws/show/z1238-06/page1>.

101. Про затвердження Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті: Постанова НБУ від 02.01.2019 р. № 5. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0005500-19#n12>

102. Про затвердження Положення про Національну комісію цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23 листопада 2011 року № 1063/2011. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011#Text>

103. Про затвердження Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів: рішення Державної комісії цінних паперів та фондового ринку України від 17.10.2006 № 1000. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0049-07>.

104. Про затвердження Положення про структуру валютного ринку України, умови та порядок торгівлі іноземною валютою та банківськими металами на валютному ринку України: Постанова НБУ від 02 січня 2019 р. № 1. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/law/02012019_1.pdf?v=4

105. Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії: рішення Державної комісії цінних паперів та фондового ринку України від 16.06.2009 №572. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/J320100B.html

106. Про затвердження форми форвардного біржового контракту: Наказ Міністерства аграрної політики України від 21.02.2008 р. № 77. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0204-08#Text>

107. Про здійснення операцій за деривативними контрактами: лист НБУ від 17.11.2021 р. № 40-0007/109155. URL: <https://document.vobu.ua/doc/8095>

108. Про зерно та ринок зерна в Україні: Закон України від 04.07.02 р. № 37-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/37-15#Text>

109. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18 вересня 1991 р. № 1560-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12#Text>

110. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України від 28 грудня 1994 р. № 334/94-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1995. № 4. Ст. 28.

111. Про похідні (деривативи): Проект Закону України від 30.05.2011 № 8576. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/JF6M800A?an=6>

112. Про похідні цінні папери (деривативи): Лист Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 грудня 2005 р. №10/03/19701. URL: <http://expert-ua.info/document/archivehb/law3inwbi.htm>.

113. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 19 червня 2020 року № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#n3559>

114. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#n1974>

115. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану: Постанова НБУ від 24.02.2022р. № 18. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>

116. Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні: Закон України від 15 липня 2021 р. № 1667-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1667-20#n420>

117. Про схвалення роз'яснення «Щодо застосування деяких положень частин першої та другої статті 7 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»»: Рішення НКЦПФР від 06.10.2021. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12557327>

118. Про товарні біржі: Закон України від 10 грудня 1991р. № 1956-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1956-12#Text>

119. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14#Text>

120. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України 23 лютого 2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

121. Прозоре ціноутворення: розширено перелік продукції, торгівля якою має відбуватися виключно на товарних ринках. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/prozore-tsinoutvorennia-rozshyreno-perelik-produktsii-torhivlia-iakoiu-maie-vidbuvatysia-vykliuchno-na-tovarnykh-rynках/>

122. Резнік Н.П., Яворська В.О., Слободяник А.М., Хміль Н.В. Фінансові деривативи: навчальний посібник. К.: Вид-во КиМУ, 2017. 480 с.

123. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2019 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/#page-4>

124. Рішення Господарського суду Хмельницької області від 22.04.2014 р. у справі № 24/233/13-г за позовом заступника прокурора Хмельницької області в інтересах держави та Аграрного фонду до товариства з обмеженою відповідальністю «Енселко Агро» про стягнення заборгованості, штрафу та пені. URL: <https://goo.gl/w2xtiH>.

125. Рішення Івано-Франківського окружного адміністративного суду від 28 листопада 2019 р. у справі № 300/1717/19. URL: <https://zakononline.com.ua/court-decisions/show/86350750>

126. Рішення № 92477442, 14.09.2020, Києво-Святошинський районний суд Київської області. URL: <https://youcontrol.com.ua/ru/catalog/court-document/92477442/>

127. Саврадим В.М. Світова фінансова криза 2008 року: передумови й наслідки. *Культура народів Причорномор'я*. 2011. № 213. С. 88-92.

128. Самбір О.Є. Розмежування форвардного контракту та договору купівлі-продажу. *Університетські наукові записки*. 2018. № 67-68. С. 102-116. URL: www.unz.km.ua

129. Ситникова Н.Ю. Управление кредитным риском с помощью кредитных деривативов. *Банковские услуги*. 2004. № 2. С. 21-23.
130. Слав'янська Н.Г. Перспективи використання похідних фінансових інструментів в Україні. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. Суми, 2013. Вип. 29. С. 256-264.
131. Смолянська О.Ю. Фінансовий ринок: Навчальний посібник. Київ: Центр навчальної літератури, 2005. 384 с.
132. Сохацька О.М. Біржова справа: [підруч.]. Т.: Карт-бланш, 2003. 602 с.
133. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні: дис... д-ра екон. наук: 08.05.01; Тернопільська академія народного господарства. Т., 2003. 471 с.
134. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. Т.: Екон. думка, 1999. 408 с.
135. Стало відомо, яка компанія провела перший в Україні валютний своп. *Економічна правда*. 28.03.2019. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2019/03/28/646522/>
136. Стандартизована документація для укладення певних деривативних контрактів поза організованими ринками. URL: <https://chamber.ua/ua/news/standartyzovana-dokumentatsiia-dlia-ukladennia-pevnykh-deryvatyvnykh-kontraktiv-poza-orhanizovanymy-rynkamy/>
137. Стеля В.В. Кредитное страхование: современная стратегия банковского кредитного риск-менеджмента. *Банковские услуги*. 2006. № 2. С.10-16.
138. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року (проект). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy2025.pdf?v=4.Ст.4.
139. Сутченко Р. Деривативи на є/є зможуть запрацювати, коли буде створений повноцінний кліринг. URL: <https://expro.com.ua/statti/roman->

[sutchenko-derivativi-na-ee-zmojut-zapracyuvati-koli-bude-stvoreniy-povnocniy-klring-](#)

140. Сьомченков О.А. Перспективні напрями депозитарної діяльності в Україні. *Фінанси і кредит*. 2016. № 7. С. 116-127.

141. Commodity futures modernization act of 2000. URL: <https://www.sec.gov/about/laws/cfma.pdf>

142. Типові умови правочинів валютний форвард, валютний опціон та валютний своп. URL: <https://chamber.ua/ua/news/standartyzovana-dokumentatsiia-dlia-ukladennia-pevnykh-deryvatyvnykh-kontraktiv-poza-orhanizovanymy-rynkamy/>

143. Типові умови правочинів форвард на аграрні товари, метали та дизель, опціон на товарні товари та своп з базовим показником на ціну товарів. URL: https://nabu.ua/images/uploaded/sys_media_doc/doc_e2b6eb806f1f31fcc8261d40a5a8519.pdf

144. Товкун І.М., Щеглаков І.Е. Проблемні питання правового регулювання обігу окремих видів опціонів в Україні. *Право та інноваційне суспільство*. 2021. № 1 (16). С. 18-22.

145. Трофименко Д. С., Сущ О. П. Проблемні аспекти правового регулювання деривативних фінансових інструментів. *Науковий вісник Ужгородського Національного Університету*. 2022. С. 100-107.

146. Труба В.І. Правове регулювання цінних паперів в Україні: автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03. К., 1999. 16 с.

147. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011#Text

148. Україна готова запустити ринок деривативів завдяки стандартній документації ISDA (28.09.2021). URL: <https://nabu.ua/ua/ukrayina-gotova-zapustiti-rinok-derivativiv-zavdyaki-standartniy-dokumentatsiyi-isda.html>

149. Україна має захопити лідерство на ринку продовольства. URL: http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art_id=247448956.
150. Управління банківськими ризиками: навч. посібник. За заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Л. О. Примостки. К.: КНЕУ, 2007. 600 с.
151. Фінансові інструменти: оцінка і відображення у звітності банків: монографія. Кол. авторів ; за ред. д-ра екон. наук, проф. Р.А. Слав'юка. К.: УБС НБУ, 2015. 307 с.
152. Хаб'юк О. Банківське регулювання та нагляд через призму рекомендацій Базельського комітету: монографія. Івано-Франківськ: ОППЮ; Снятин: ПрутПринт, 2008. 260 с.
153. Хаб'юк О. Вплив Базеля II на банки та економіку. *Вісник Національного банку України*. 2006. № 8. С. 10-13.
154. Харитонova О.І. Організаційно-правові питання управління економікою і роль товарних бірж в умовах реформування ринкових відносин» (спеціальність 12.00.07). Одеса, 1985.
155. Ходаківська В.П. Ринок фінансових послуг: навч.посіб. Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. 501 с.
156. Хорунжий С.В. Аналіз теоретичних засад формування інструментів біржової торгівлі цінними паперами. *Ринок цінних паперів України*. 2009. № 3–4. С. 19-24.
157. Хто використовує деривативи та навіщо? URL: <https://www.nssmc.gov.ua/khto-vykorystovuie-deryvatyvy-ta-navishcho/>
158. Цивільний кодекс України: Закон України від 16 січня 2003р. № 435-IV. *Офіційний вісник України*. 2003. № 11. Ст. 461.
159. Цуняк І. Г. Прогноз використання деривативів в Україні: аналіз чинного цивільного законодавства України. *Європейський вибір України, розвиток науки та національна безпека в реаліях масштабної військової агресії та глобальних викликів XXI століття» (до 25-річчя Національного університету «Одеська юридична академія» та 175-річчя Одеської школи права)* : у 2 т. : матеріали Міжнар.наук.-практ. конф. (м. Одеса, 17 червня 2022

p.) / за загальною редакцією С. В. Ківалова. Одеса : Видавничий дім «Гельветика», 2022. Т. 2. С. 712-714. <https://hdl.handle.net/11300/20190>

160. Цуняк І.Г. Валютні форварди. *Європейські орієнтири розвитку України в умовах війни та глобальних викликів XXI століття: синергія наукових, освітніх та технологічних рішень* : у 2 т. : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 19 травня 2023 р.) / за загальною редакцією С. В. Ківалова. Одеса : Видавництво «Юридика», 2023. Т. 2. С. 571-574. http://dspace.onua.edu.ua/bitstream/handle/11300/25900/Ківалов_8.%20Європейські%20орієнтири%20розвитку%20%20України%20в%20умовах%20війни%20та%20глобальних...%202023%20т.%202%20%283%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y

161. Цуняк І.Г. Деривативні контракти. *Сталий розвиток суспільства та держави: сучасні виклики та перспективи розвитку*: матеріали всеукраїнської наукової конференції молодих вчених (м. Одеса, 17 грудня 2021 р.) / за ред. М. Р. Аракеяна, К. І. Спасової ; уклад. : Ю.Д.Батан, О.С.Бондарчук, В.С.Кучерявенко. Одеса : Фенікс, 2021. С. 49-52. <http://dspace.onua.edu.ua/handle/11300/20477>

162. Цуняк І.Г. Особливості укладення та припинення форвардних смарт-контрактів. *Часопис Цивілістики*. 2023. № 49. С. 38-44. URL: <http://clj.nuoua.od.ua/archive/49/6.pdf>

163. Цуняк І.Г. Поняття та правове регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Юриспруденція*. 2023. № 63. С. 76-81. URL: <http://vestnik-pravo.mgu.od.ua/archive/juspradenc63/18.pdf>

164. Цуняк І.Г. Правове регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України. *Юридичний науковий електронний журнал*. № 9. 2022. С. 648-652. URL: http://www.lsej.org.ua/9_2022/160.pdf

165. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Юридичний вісник*. 2023. № 4. С. 239-250. URL: http://yurvisnyk.in.ua/v4_2023/30.pdf

166. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Шерешевські читання: Проблеми цивілістики в умовах пандемії та IT*: матер. Всеукр. наук. конф. / за заг. ред. д. ю.н., проф. Є. О. Харитонова. Одеса: Фенікс, 2021. С. 69-73. <http://dspace.onua.edu.ua/handle/11300/20456>
167. Чепульченко Т.О., Монаршук А.О. Правове регулювання фондового ринку в Україні: проблематика та перспективи розвитку. *Право і суспільство*. 2020. № 2. Ч. 2. С. 276-282.
168. Шевченко О.М. Сучасні тенденції функціонування ринку деривативів в Україні. *Економічна теорія та історія економічної думки*. 2018. №16. С. 9-15. URL: http://www.market-infr.od.ua/journals/2018/16_2018_ukr/4.pdf
169. Шевченко О.М., Ніколенко С.С. Формування ринку цінних паперів в умовах ринкової трансформації: монографія. Полтава: РВВ ПУСКУ, 2008. 159 с.
170. Шелудько В., Вірченко В. Сучасні тенденції розвитку світового ринку деривативів. *Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Серія: Економіка*. 2014. №163. С. 81-87.
171. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. К.: Знання-Прес, 2002. 535 с.
172. Шишков С. Спасут ли фондовый рынок деривативы. Информационный портал о личных инвестициях и финансах «Investfunds». URL: <http://www.investfunds.ua/news/spasut-li-fondovyj-rynokderivativy-forbes-ukraina-126709/>
173. Шкварчук Л. О. Фінансовий ринок : навч. посібник. К.: Знання, 2013. 382 с.
174. Школьник І. Особливості державного регулювання фінансового ринку в Україні. *Світ фінансів*. 2007. № 4 (13). С. 86–93.
175. Шмуратко Я.А. Перспективи розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2016. № 18. С. 140–144.

176. Щербина Г.В. Ринок фінансових деривативів в Україні: проблеми та перспективи розвитку. URL: <http://www.inter-nauka.com/uploads/public/14279033492509.pdf>.
177. Яворська О.С. Правове регулювання обігу цінних паперів: навч. посіб. Львів. 2015. 336 с. URL: <https://law.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2017/03/%D0%A6%D0%86%D0%9D%D0%9D%D0%86-%D0%9F%D0%90%D0%9F%D0%95%D0%A0%D0%98.pdf>
178. 2002 ISDA Master Agreement. URL: <https://www.isda.org/book/2002-isda-master-agreement-mylibrary/>
179. Akbar S., Rehman S., & Ormrod P. The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*. № 2013. № 26. P. 59–72. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.05.004>
180. An official website of the European Union. Derivatives / EMIR. URL: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/derivatives-emir_en
181. Aristotle The Politics. vol. 2. Clarendon Press, 1885p. 453 p.
182. Aysun U., & Guldi M. Derivatives market activity in emerging markets and exchange rate exposure. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2011. № 47 (6). P. 46–58. URL: <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X470603>
183. Bae S.C., Kim H., S.K., & Kwon T.H. Currency derivatives for hedging: New evidence on determinants, firm risk, and performance. *Journal of Futures Markets*. 2017. № 38 (4). P. 446–467. URL: <https://doi.org/10.1002/fut.21894>
184. Bardoscia M., Bianconi G., & Ferrara G. Multiplex network analysis of the UK OTC derivatives market (Working Paper No. 726). *Bank of England*. 2019. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3180709>
185. Bartram S. M., Brown G. B., & Fehle F. International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management*. 2009. № 38 (1). P. 185–206. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01033.x>

186. BBA Credit Derivatives Report [British Bankers' Association]. 2008. URL: http://www.bba.org.uk/content/1/c4/76/71/Credit_derivative_report_2006_e
187. Begg I. Regulation and supervision of financial intermediaries in the EU: The Aftermath of the Financial Crisis. *JCMS: Journal of Common Market Studies*. 2009. № 47 (5). P. 1107–1128. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2009.02037.x>
188. Bezzina F. H., & Grima S. Exploring factors affecting the proper use of derivatives. *Managerial Finance*. 2012. № 38 (4). P. 414–417. URL: <https://doi.org/10.1108/03074351211207554>
189. Blanco I., & Wehrheim D. The bright side of financial derivatives: Options trading and firm innovation. *Journal of Financial Economics*. 2017. № 125 (1). P. 99–119. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.004>
190. Boneva L., Böninghausen B., Fache L. Rousová and Elisa Letizia Derivatives transactions data and their use in central bank analysis. *ECB Economic Bulletin*. 2019. Issue 6. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201906_01~dd0cd7f942.en.html
191. Borger V. The currency of solidarity. Constitutional transformation during the Euro Crisis. *Cambridge University Press*. 2020. URL: <https://doi.org/10.1017/9781108864633>
192. Carroll A., O'Brien, F., & Ryan J. An examination of European firms' derivatives usage: The importance of model selection. *European Financial Management*. 2017. № 23 (4). P. 648–690. URL: <https://doi.org/10.1111/eufm.12115>
193. Carruthers B. G. Diverging derivatives: Law, governance and modern financial markets. *Journal of Comparative Economics*. 2013. № 41(2). P. 386–400. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.03.010>
194. Chorafas D.N. Introduction to Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging. 2008, New York: The McGraw-Hill Companies, Inc. 384 c.

195. Clack C., Bakshi V., and Braine L., Smart Contract Templates: foundations, design landscape and research directions. 2017. URL: <https://arxiv.org/abs/1608.00771>
196. Commodity Futures Modernization Act of 2000. URL: <https://www.congress.gov/bill/106th-congress/house-bill/4541>
197. Decreto legislativo n.58 «Testounico delle disposizioni in material di intermediazione finanziaria», 1998. URL: <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1998-02-24;58!vig=>
198. Dick K. Nanto The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications: a Congressional Research Service Report Prepared for Members and Committees of Congress. 2009. URL: <https://sgp.fas.org/crs/misc/RL34742.pdf>
199. Directive 2014/65/EU 2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments. URL: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii>
200. Don M. Chance. Equity swaps and equity investing. URL: <http://www.bus.lsu.edu/academics/finance/research/working%20papers/EquitySwapsandEquityInvesting.pdf.81>
201. Donohoe M. P. Financial derivatives in corporate tax avoidance: A conceptual perspective. *The Journal of the American Taxation Association*. 2015. № 37 (1). P. 37–68. URL: <https://doi.org/10.2308/atax-50907>
202. Duc Hong Vo, others. The Importance of the Financial Derivatives Markets to Economic Development in the World's Four Major Economies. J. *Risk Financial Manag.* 2019. № 12 (1). URL: <https://doi.org/10.3390/jrfm12010035>
203. European Securities and Markets Authority. Clearing obligation and Risk mitigation techniques under EMIR. URL: <http://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearingobligation>
204. Exchange Traded Derivatives. In a Professionally Managed Portfolio. Chicago Mercantile Exchange, 1999. URL:

<http://www.altavra.com/docs/thirdparty/exchange-traded-derivatives-in-professionally-managed-portfolio.pdf>

205. FCA Handbook. URL: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G279.html>

206. Financial Derivatives. URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/fd/index.htm#:~:text=Financial%20derivatives%20are%20financial%20instruments,markets%20in%20their%20own%20right>

207. Fries C. P. and Kohl-Landgraf P. Smart Derivative Contracts. Detaching Transactions from Counterparty Credit Risk: Specification, Parametrisation, Valuation. 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3163074> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3163074>

208. Galliani S. Copula Functions and Their Applications in Pricing and Risk Managing Multiname Credit Derivative Products. *Masters Thesis, King's College*. 2003. URL: http://www.defaultrisk.com/pp_crdrv_41.htm

209. Garškaitė-Milvydienė K. The Risk of Development of Lithuanian Derivatives Markets. *Journal of Business Economics and Management*. 2021 Vol. 22. Issue 2. PP. 346–368.

210. Garškaitė-Milvydienė. The Risk of Development of Lithuanian Derivatives Markets. *Journal of Business Economics and Management*. 2021. Vol. 22. Issue 2. P.346–368.

211. Gesetz über den Wertpapierhandel. 1998. URL: <https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/BJNR174910994.html>

212. Global Master Repurchase Agreement. URL: <https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/repo-and-collateral-markets/legal-documentation/global-master-repurchase-agreement-gmra/>

213. Hentschel L., & Smith C. Risk and regulation in derivatives (or why derivatives are a blessing, not a curse). *Journal of Applied Corporate Finance*. 2020. № 32 (1). P. 36–37. URL: <https://doi.org/10.1111/jacf.12387>

214. Hokkanen M. Derivatives and the European VAT System. 2021. URL: <https://projects.tuni.fi/uploads/2021/04/996682a5-marja-hokkanen.pdf>

215. Hudson A. The Law on Financial Derivatives. 5th ed. Sweet & Maxwe. 2012. 990 pp. URL: <https://eprints.soton.ac.uk/343265/>
216. Hull John C. Options, futures and other derivatives. New Jersey: University of Toronto, Prentice Hall, Englewood Cliffs. 5 ed., 2009. 780 p.
217. International Swaps and Derivatives Association. URL: <http://www2.isda.org/>
218. ISDA and Linklaters LLP, Smart Contracts and Distributed Ledger – A Legal Perspective. 2017. URL: <https://www.isda.org/a/6EKDE/smart-contractsand-distributed-ledger-a-legal-perspective.pdf>
219. ISDA Common Domain Model Version 1.0 Design Definition Document. 2017. URL: <https://www.isda.org/a/gVKDE/CDM-FINAL.pdf>
220. ISDA Legal guidelines for smart derivatives contracts: the ISDA master agreement. URL: <https://www.isda.org/a/23iME/Legal-Guidelines-for-Smart-Derivatives-Contracts-ISDA-Master-Agreement.pdf>
221. ISDA Papers on DLT and Smart Contracts. URL: <https://www.isda.org/2019/10/16/isda-smart-contracts/>
222. Jacque L.L., Hawawini G. Myths and realities of the global market for capital: Lessons for financial managers. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1993. Vol. 6. Issue 3. P. 81-90
223. James S. The Law of Derivatives. 1999, Informa Law from Routledge. 382 p.
224. Joshi, M. The Concepts and practice of mathematical finance. *Cambridge University Press*. 2003. 255 p.
225. Kosowski R. L., Neftci S. N. Institutional aspects of derivative markets. *Principles of Financial Engineering*. 2015. C. 25-52.
226. Kumar R. Stock markets, derivatives markets, and foreign exchange market. *Strategies of banks and other financial institutions theories and cases*. 2014. C. 125-164.
227. Laws P. EMIR Reporting Explained – What You Need to Know. URL: <https://eflowglobal.com/emir-reporting-explained-what-you-need-to-know/>

228. Lee J., Kang J., Ryu D. Common deviation and regime-dependent dynamics in the index derivatives markets. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2015. C. 1-22.
229. Legal Guidelines for Smart Derivatives Contracts: Introduction. URL: <https://www.isda.org/2019/01/30/legal-guidelines-for-smart-derivatives-contracts-introduction/>
230. Li, Sh., & Marinc, M. The use of financial derivatives and risks of U.S. bank holding companies. *International Review of Financial Analysis*. 2014. № 35. PP. 46–71. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.007>
231. Linklaters. Smart Contracts and Distributed Ledger – A Legal Perspective. 2017. URL: <https://www.linklaters.com/de-de/about-us/newsand-deals/news/2017/smart-contracts-and-distributedledger--a-legal-perspective>
232. Lynch M. Credit Derivatives Handbook: A Guide to the Exotics Credit Derivatives Market». *Credit Derivatives Strategy*. Vol. 2. 2006.: <http://www.classiccmp.org/transputer/finengineer/%5BMerrill%20Lynch%5D%20Credit%20Derivatives%20Handbook>
233. Mayordomo S., Rodriguez-Moreno M., & Pena J. I. Derivatives holdings and systemic risk in the U.S. banking sector. *Journal of Banking and Finance*. 2014. № 45. P. 84–104. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.037>
234. McDonald Robert. Derivatives Markets. Addison Wesley. 2003. 881 p.
235. McPartland K., Monahan K. Derivatives Market Structure. 2020. URL: <https://www.fia.org/sites/default/files/2020-03/Derivatives-Market-Structure-2020-PRINT.20-2012%20%282%29.pdf>
236. MiFIR – британська версія Регламенту (ЄС) № 600/2014 Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 р. про ринки фінансових інструментів та внесення змін до Регламенту (ЄС) № 648/2012. URL: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifir>

237. Oldani C. Governing global derivatives: Challenges and risks. Taylor and Francis. Edition, illustrated. Publisher, Ashgate Publishing, Ltd., 2008. 203 p.
238. Parlapiano F., Alexeev V., & Dungey M. Exchange rate risk exposure and the value of European firms. *The European Journal of Finance*. 2017. № 23 (2). P. 111–129. URL: <https://doi.org/10.1080/1351847X.2015.1072570>
239. Philip R. Wood. Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems. Thomson Reuters trading as Sweet & Maxwell, 2019. 470 p.
240. Ponaka S. Financial Derivatives – Meaning and Types. URL: <https://scripbox.com/pf/financial-derivatives/>
241. Proposals of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. *European Commission staff working paper*. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1058&from=EN>
242. Quaglia L. Financial regulation and supervision in the European Union after the crisis. *Journal of Economic Policy Reform*. 2013. № 16 (1). P. 17–30. URL: <https://doi.org/10.1080/17487870.2012.755790>
243. Rajan A. The Structured Credit Handbook. Wiley Finance, 1st ed., 2007. 124 p.
244. Randall D. Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation. URL: https://www.researchgate.net/publication/23780462_Derivatives_the_Shape_of_International_Capital_Flows_and_the_Virtues_of_Prudential_Regulation
245. Randall D. Primer: Derivatives Instruments. Available at. 2000. URL: www.financialpolicy.org/dscinstruments.htm
246. Randall D. The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis. In John Eatwell and Lance Taylor (editors), *International Capital Markets: Systems in Transition*. New York: Oxford University Press. 2002.
247. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending

Regulation (EU) No 648/2012. URL: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifir>

248. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32012R0648>

249. Rubinstein M. Rubinstein on derivatives: futures, options and dynamic strategies. Risk Books (London, Chicago, IL), 1999. 471 p.

250. Sarveswara Reddy, A., & Sathish, K. The importance of the financial derivatives markets to economic development in the world's four major economies. *International Journal for Research in Engineering Application & Management (IJREAM)*. 2020. № 6 (1). P. 508–519. URL: <https://doi.org/10.35291/2454-9150.2020.0341>

251. Stark J., Making sense of blockchain smart contracts. 2016. URL: <https://www.coindesk.com/making-sense-smart-contracts/>

252. Stout Lynn A. How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them Can Prevent Another. Lombard Street. *Cornell Law Faculty Publications*. Vol. 1. №. 7. 2009. URL: <https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/723>

253. Swann D. The Regulation of Derivatives. Routledge, 1995.

254. The Futures Industry Association. FIA Annual Volume Survey. 2022. URL: https://www.fia.org/sites/default/files/2023-02/2022%20Annual%20Review%20ETD%20Trading%20Trends_updated%20v2%5B15%5D_0.pdf

255. The ISDA CDM 1.0 (June 2018). URL: <https://www.isda.org/2018/06/04/the-isda-cdm-1-0/>

256. The JPMorgan. Risk Magazine Guide to Risk Management. A Glossary of Terms. Risk Waters Group, London, 2001. URL: <https://www.worldcat.org/title/jpmorganrisk-magazine-guide-to-risk-management-a-glossary-of-terms/oclc/48591162>

257. The London Metal Exchange. URL: <https://www.lme.com/>
258. The WFE Derivatives Report 2021. URL: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/2021%20Annual%20Derivatives%20Report.pdf>
259. Vo D. H., Huynh S. V., Vo, A., & Nguyen M. H. The importance of the financial derivatives markets to economic development in the World's Four Major Economies. *Journal of Risk Financial Management*. 2019. № 12(1). URL: <https://doi.org/10.3390/jrfm12010035>
260. West M.D. Private Ordering at the World's First Futures Exchange. Michigan Law. 1999. Review 8. pp. 2574- 2615.

ДОДАТКИ

Додаток А

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧКИ

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

1. Цуняк І.Г. Правове регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України. *Юридичний науковий електронний журнал*. № 9. 2022. С. 648-652. URL: http://www.lsej.org.ua/9_2022/160.pdf (DOI <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2022-9/160>)

2. Цуняк І.Г. Поняття та правове регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Юриспруденція*. 2023. № 63. С. 76-81. URL: <http://vestnik-pravo.mgu.od.ua/archive/juspradenc63/18.pdf> (DOI <https://doi.org/10.32841/2307-1745.2023.63.17>)

3. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Юридичний вісник*. 2023. № 4. С. 239-250. URL: http://yurvisnyk.in.ua/v4_2023/30.pdf (DOI <https://doi.org/10.32782/yuv.v4.2023.30>)

4. Цуняк І.Г. Особливості укладення та припинення форвардних смарт-контрактів. *Часопис Цивілістики*. 2023. № 49. С. 38-44. URL: <http://clj.nuoua.od.ua/archive/49/6.pdf>

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

5. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Шерешевські читання: Проблеми цивілістики в умовах пандемії та IT*: матер. Всеукр. наук. конф. / за заг. ред. д. ю.н., проф. Є. О. Харитонova. Одеса: Фенікс, 2021. С. 69-73. <http://dspace.onua.edu.ua/handle/11300/20456>

6. Цуняк І.Г. Деривативні контракти. *Сталий розвиток суспільства та держави: сучасні виклики та перспективи розвитку*: матеріали всеукраїнської наукової конференції молодих вчених (м. Одеса, 17 грудня 2021 р.) / за ред. М.

Р. Аракеляна, К. І. Спасової ; уклад. : Ю.Д.Батан, О.С.Бондарчук, В.С.Кучерявенко. Одеса : Фенікс, 2021. С. 49-52.
<http://dspace.onua.edu.ua/handle/11300/20477>

7. Цуняк І. Г. Прогноз використання деривативів в Україні: аналіз чинного цивільного законодавства України. *Європейський вибір України, розвиток науки та національна безпека в реаліях масштабної військової агресії та глобальних викликів XXI століття» (до 25-річчя Національного університету «Одеська юридична академія» та 175-річчя Одеської школи права) : у 2 т. : матеріали Міжнар.наук.-практ. конф. (м. Одеса, 17 червня 2022 р.) / за загальною редакцією С. В. Ківалова. Одеса : Видавничий дім «Гельветика», 2022. Т. 2. С. 712-714. <https://hdl.handle.net/11300/20190>*

8. Цуняк І.Г. Валютні форварди. *Європейські орієнтири розвитку України в умовах війни та глобальних викликів XXI століття: синергія наукових, освітніх та технологічних рішень : у 2 т. : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 19 травня 2023 р.) / за загальною редакцією С. В. Ківалова. Одеса : Видавництво «Юридика», 2023. Т. 2. С. 571-574. http://dspace.onua.edu.ua/bitstream/handle/11300/25900/Ківалов_8.%20Європейські%20орієнтири%20розвитку%20%20України%20в%20умовах%20війни%20та%20глобальних...%202023%20т.%202%20%283%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y*

ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ

Результати дисертаційного дослідження підготовлено і обговорено на кафедрі цивільного права Національного університету «Одеська юридична академія».

Основні положення та висновки, що отримані в процесі дослідження, обговорювалися на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях, круглих столах, а саме на: Всеукраїнській науковій конференції Шерешевські читання: «Проблеми цивілістики в умовах пандемії та ІТ»;

Всеукраїнській науковій конференції молодих вчених «Сталий розвиток суспільства та держави: сучасні виклики та перспективи розвитку»; Міжнародній науково-практичній конференції «Європейський вибір України, розвиток науки та національна безпека в реаліях масштабної військової агресії та глобальних викликів XXI століття» (до 25-річчя Національного університету «Одеська юридична академія» та 175-річчя Одеської школи права); Міжнародній науково-практичній конференції «Європейські орієнтири розвитку України в умовах війни та глобальних викликів XXI століття: синергія наукових, освітніх та технологічних рішень».

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Ректор Національного університету

«Одеська юридична академія»,

Олег ТОДОЩАК

«24» листопада 2023 р.

АКТ

**про впровадження наукових розробок дисертаційного дослідження
Цуняк Ірини на тему: «Форвардні контракти за цивільним
законодавством України»
в навчальну та науково-дослідну діяльність
Національного університету «Одеська юридична академія»**

Комісія у складі: *голови* – проректора з наукової роботи Національного університету «Одеська юридична академія», професора М. Аракеяна, *членів комісії*: проректора з навчальної роботи Національного університету «Одеська юридична академія», професора Г. Ульянової, начальника навчально-методичного відділу Національного університету «Одеська юридична академія», асистента Л. Кузнецової, декана факультету цивільної та господарської юстиції Національного університету «Одеська юридична академія», доцента Д. Колодіна, завідувача кафедри цивільного права Національного університету «Одеська юридична академія», професора Є. Харитонова, склала цей акт про те, що результати дисертаційного дослідження Цуняк Ірини на тему: «Форвардні контракти за цивільним законодавством України» на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 081 «Право» використовуються у навчальному процесі Національного університету «Одеська юридична академія» при викладанні навчальних дисциплін «Цивільне право», «Цивільне та сімейне право», «Цивільне право: теорія і практика», «Сучасні проблеми цивільного права та цивільно-процесуального права», «Практичні аспекти договірних права», «Цивільне право в сучасних умовах», «Актуальні питання адаптації цивільного законодавства України до права ЄС», а також у науково-дослідній роботі студентів, аспірантів, науковців.

Так, були враховані положення дисертації про необхідність розширення обсягу матеріалу, що викладається у рамках навчальних дисциплін «Цивільне право», «Цивільне та сімейне право», «Цивільне право: теорія і практика», «Сучасні проблеми цивільного права та цивільно-процесуального права», «Практичні аспекти договірних права», «Цивільне право в сучасних умовах», «Актуальні питання адаптації цивільного законодавства України до права ЄС», зокрема, включити питання щодо аналізу концептуальних засад

правового регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України, визначені характеристики деривативних фінансових інструментів в Україні, надане визначення поняття та видів деривативних контрактів за цивільним законодавством України, поняття та видів форвардного контракту та його місця у системі договірного права України, надані характеристики структурних елементів форвардного контракту, визначений порядок укладення, виконання та припинення форвардного контракту, розглянуті особливості укладення та виконання форвардних смарт-контрактів..

При розробці програми навчальних дисциплін «Цивільне право»; «Цивільне та сімейне право», «Цивільне право: теорія і практика», «Сучасні проблеми цивільного права та цивільно-процесуального права», «Практичні аспекти договірного права», «Цивільне право в сучасних умовах», «Актуальні питання адаптації цивільного законодавства України до права ЄС» були враховані висновки дисертаційної роботи, зокрема, в Україні ринок деривативних фінансових інструментів тривалий час перебуває у стадії формування, що викликано такими основними проблемами, як відсутність спеціального законодавчого акту у сфері обігу деривативів, низький рівень систематизованості і узгодженості норм права, що регламентують використання деривативів в Україні, низькі обсяги торгівлі на внутрішньому ринку, низький рівень диверсифікації національного фондового ринку, який надає дуже обмежений вибір деривативних фінансових інструментів, тривала невизначеність системи державного регулювання відносин на ринку цінних паперів, недостатній рівень розвитку відповідної інфраструктури організованих фінансових ринків, високий ступінь кастомізації умов контрактів на нерегульованому ринку, низька ліквідність та висока ризиковість виконання зобов'язань за деривативами, відсутність зрозумілих механізмів клірингу та неттінг. Встановлення у законодавстві вичерпного переліку усіх видів деривативів і, зокрема, форвардних контрактів, не є доцільним, оскільки нові види деривативів виникають майже щодня. Вже існуючі конструкції деривативів поєднуються та видозмінюються в складному процесі фінансового інжинірингу (структуровані деривативи). Структуровані деривативи це просто поєднання спотових, опціонних, ф'ючерсних або інших фінансових позицій. Інвестування в структуровані деривативні інструменти надає інвестору можливість брати участь у використанні різних класів базових активів зі створенням конкретної інвестиційної стратегії. Однак, не усі структуровані деривативи дозволяється використовувати, оскільки визнання певного фінансового інструменту, не передбаченого ч.1 ст.33 Закону України Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», деривативом віднесено до компетенції НКЦПФР.

Крім того, рекомендовано до використання у навчальному процесі наукові праці, основними з яких є наступні публікації:

1. Цуняк І.Г. Правове регулювання ринку деривативних фінансових інструментів за законодавством України. *Юридичний науковий електронний журнал*. № 9. 2022. С. 648-652. URL: http://www.lsej.org.ua/9_2022/160.pdf
2. Цуняк І.Г. Поняття та правове регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Юриспруденція*. 2023. № 63. С. 76-81. URL: <http://vestnik-pravo.mgu.od.ua/archive/juspradenc63/18.pdf>
3. Цуняк І.Г. Форвардний контракт за цивільним законодавством України. *Шерешевські читання: Проблеми цивілістики в умовах пандемії та IT*: матер. Всеукр. наук. конф. / за заг. ред. д. ю.н., проф. Є. О. Харитонova. Одеса: Фенікс, 2021. С. 69-73. <http://dSPACE.onua.edu.ua/handle/11300/20456>
4. Цуняк І.Г. Деривативні контракти. *Сталий розвиток суспільства та держави: сучасні виклики та перспективи розвитку*: матеріали всеукраїнської наукової конференції молодих вчених (м. Одеса, 17 грудня 2021 р.) / за ред. М. Р. Аракеяна, К. І. Спасової ; уклад. : Ю.Д.Батан, О.С.Бондарчук, В.С.Кучерявенко. Одеса : Фенікс, 2021. С. 49-52. <http://dSPACE.onua.edu.ua/handle/11300/20477>

Використання зазначених результатів дозволило більш повно та ґрунтовно викласти матеріали вказаних навчальних дисциплін та надати студентам Національного університету «Одеська юридична академія» відомості про поняття та правову природу форвардних контрактів. На основі вищезазначених публікацій запропоновано шляхи вдосконалення нормативно-правових положень про форвардні контракти.

Голова комісії:

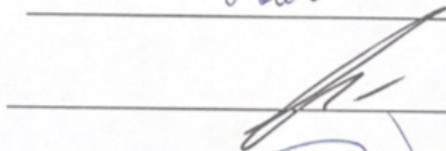


М. Аракеян

Члени комісії:



Г. Ульянова



Л. Кузнецова



Д. Колодін

Є. Харитонов