



<https://doi.org/10.15407/eip2020.04.122>

УДК 339:[336:004.422.63]:330-027.3

JEL G10, G11, G20, Q02, O16

Вугар Ф. Намазов¹

ТОРГІВЛЯ СТРУКТУРОВАНИМИ ФІНАНСОВИМИ ПРОДУКТАМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЇЇ ВПРОВАДЖЕННЯ В НОВИХ ЕКОНОМІКАХ²

З допомогою таких методів дослідження, як порівняльний аналіз, емпіричний підхід та логічне узагальнення, досліджено ключові аспекти структурованих інструментів фінансування торгівлі, передумови їх виникнення та особливості функціонування. Основну увагу в цьому аспекті зосереджено на економіках, що розвиваються. Також для дослідницьких цілей проаналізовано поточну ситуацію на ринку, інфраструктуру, думки та рекомендації міжнародних організацій, розроблено оптимальні модель та ринкові умови. Визначено значення похідних фінансових інструментів, а також простежено організацію спотових ринків та системи складських розписок. Основним фактором, що обмежує це дослідження, є брак статистичних даних і математичних моделей, які б враховували особливості конкретної економіки. Кожна країна потребує специфічних досліджень та рішень, а не загальної моделі, яка підходить усім.

Практичне значення дослідження полягає у забезпеченні синергії між фінансовим та товарним ринками та розробленні стійкого інструменту управління ризиками, а також розширенні доступу до капіталу шляхом запровадження альтернативного фінансового інструменту та ринкового середовища для місцевих виробників, включаючи малих та середніх підприємців.

Ключові слова: фінансові ринки, фінансові інструменти, товарна торгівля, деривативи, складські розписки

Важливість структурованого товарного фінансування полягає у тому, що, воно розширює можливість фінансування підприємства у разі, коли стандартні інструменти не є економічно ефективними. Адже, за стандартною моделлю за позичень, при фінансуванні бізнесу позичальник повинен володіти активами

¹ **Намазов, Вугар Ф.** – кандидат наук, відділ фінансів та фінансових установ, Азербайджанський державний економічний університет (UNEC) (вул. Істіглаліят, 6, Баку, Азербайджан, AZ1001), ORCID: 0000-0003-0669-0877, e-mail: vuqarnamazov@gmail.com

² Стаття надійшла до редакції англійською мовою.



більшої вартості, ніж позика, на яку він претендує. Ця проблема особливо актуалізується у сировинному секторі, де обсяги великі, проте рентабельність, як правило, низька. І структуровані фінансові інструменти надають можливість щодо проведення таких торгових операцій, які без них були би неможливими.

На думку Роберта В. Колба та Джеймса А. Овердала [1], структуровані продукти є фінансовими інструментами, що поєднують грошові активи та/або деривативи для створення такого співвідношення "ризик – винагорода", який за інших умов недоступний або доступний лише за високу вартість на готівковому ринку.

Згідно з дослідницькими матеріалами, наданими Конференцією з торгівлі та розвитку Організації Об'єднаних Націй (ЮНКТАД) [2], з метою компенсації підвищених ризиків, при наданні позик у країнах, що розвиваються, фінансові установи зазвичай встановлюють на свої послуги вищі ціни, ніж для аналогічних господарюючих суб'єктів у розвинених країнах. Одним із способів пом'якшити цю проблему та значно розширити фінансові можливості є більш широке використання застави, що зумовлює т.зв. сек'юритизацію у рамках структурованих фінансових продуктів.

На думку Роберта В. Колба та Джеймса А. Овердала [1], інвестори в сек'юритизовані позики стикаються з ризиком дефолту та передплати, а також з деякими іншими ризиками, які не характерні для емітента первинного кредиту. Згідно з Нілом К. Шофілдом [3], з точки зору інвестора виділяються три основні проблеми, пов'язані з кредитуванням: імовірність дефолту (імовірність того, що протягом певного періоду часу станеться дефолт цього активу), кореляція дефолту (тенденція активів до спільного дефолту) і серйозність дефолту (сума збитків у разі настання дефолту).

На думку Джона Д. Фіннерті та Рейчел В. Парк [4], з точки зору ефективного управління ризиками інструменти повинні бути належним чином структуровані. Згідно з UNCTAD [2], вартість застави на світових ринках залежить від ступеня впевненості в тому, що у випадку дефолту кредитор може вступити у володіння заставою та реалізувати її за справедливую ціну.

За даними Продовольчої та сільськогосподарської організації ООН (ФАО) [5], фінансування під складські розписки (warehouse receipt financing) є перевіреним інструментом, який дозволяє фермерам, торговцям, переробникам та експортерам отримувати фінансування, забезпечене товарами, розміщеними для реалізації (або як застава) на складі. Отже, добре функціонуюча система фінансування під складські розписки на базі державних складів має потенціал до зменшення ризиків та трансакційних витрат при заставному фінансуванні, що може розширити доступ до такого виду фінансування та знизити витрати. Однак для цього необхідно створити сприятливе правове середовище та інституційну структуру, щоб фінансисти та суб'єкти сировинного ринку довіряли такій системі, а також забезпечити її правильне функціонування.

Згідно з іншими дослідженнями, проведеними ФАО [6], ефективна система складських розписок також вигідна і фінансистам. Вона може зменшити ризики кредитування фермерів та інших сільськогосподарських виробників шляхом створення надійного забезпечення. Одним із способів створення ефективної структури фінансування на основі системи складських розписок є модель на основі викупних угод, відома як РЕПО. На думку Роберта В. Колба та Джеймса А. Овердала [1], РЕПО є "синтетичним кредитом цінного папера", що означає, що це просто форвардний контракт у поєднанні з продажем базового активу на спотовому ринку. Сировинні РЕПО використовують складську розписку як основне забезпечення, що в більш широкому сенсі означає право на товар, а не сам товар.

За Робертом В. Колбом та Джеймсом А. Овердалом [1], попри характеристики похідного інструменту (деривативу), РЕПО є відносно простими фінансовими продуктами, а не типовими деривативами, тому, на думку представників ФАО [6], легкість у використанні обумовлює можливість їх реалізації у випадках, коли важко застосувати стандартні моделі фінансування.

Дослідження, проведене Нілом К. Шофільдом [3], показує, що деякі структури, які стосуються нашої теми, при їх аналізі за допомогою методів Монте-Карло можна розкласти на складові елементи, але змодельований таким чином результат може бути дуже складним для аналізу. Однак можна представити порівняно просту структуру, яка дозволить інвестору проаналізувати будь-який продукт, з яким він стикається.

Метою дослідження є вивчення оптимальних характеристик структурованих інструментів фінансування на сировинному ринку в умовах нових ринкових країн, або у випадках, коли використання стандартних моделей фінансування не є продуктивним. Дослідження проводилося на основі узагальнення тематичних досліджень та порівняльного аналізу.

Згідно з дослідженнями автора, структуроване товарне фінансування здійснюється тоді, коли просте та "прямолінійне" двостороннє кредитування неєфективне. Структуровані товарні операції є альтернативним способом забезпечення торгівлі та кредитування. Прикладом цього слугує структуроване товарне фінансування нафтових трансакцій та забезпечення безпеки при переукладанні викупних угод.

Важливо проаналізувати товарні операції з участю таких основних елементів ринку, як торгові цикли, товари, покупці, продавці, управління ризиками та періоди торгів. У цьому контексті важливу роль відіграють фінансові установи як постачальники фінансування, інструменти управління ризиками, а також як установи, що підтримують кліринг та займаються хеджування валютних ризиків.

Структуровані механізми товарного фінансування включають:

- передекспортне фінансування;
- акредитиви;
- експортні кредити;
- фінансування під інвентарні запаси;
- фінансування під бартер та інвентарні запаси.

Перевагою структурованого фінансування торгівлі сировинними товарами є можливість використання комбінацій із широкого спектра інструментів товарного фінансування. Конкретна кредитна угода може бути скомпонована залежно від уподобань інвесторів щодо основних параметрів кредитування, таких як товарний клас, коефіцієнт левериджу, юрисдикція, структура забезпечення тощо.

Важливим аспектом структурованого фінансування є точність побудови бази забезпечення позики, або, іншими словами, структури активів, які будуть використані як гарантія виконання зобов'язань (застава). У цих межах сторони можуть також використовувати стандартні загально визнані інструменти зменшення ризику.

У конкурентному середовищі фінансовими установами розроблялися індивідуальні рішення для точного задоволення потреб клієнта при операціях будь-якого обсягу.

Згідно з результатами дослідження, типовими формами структурованих інструментів фінансування на ринку є агентські фінанси, структуроване фінансування торгівлі сировинними товарами (structured commodity trade finance (SCTF)), синдиковані торгові позики, фінансування дебіторської заборгованості та товарні РЕПО. Загальна ринкова модель представлена на рис. 1, який демонструє, як при товарних транзакціях порівняно з традиційною банківською моделлю фінансування радикально змінюються контрактне середовище, гарантійні механізми та інституційні інвестори.

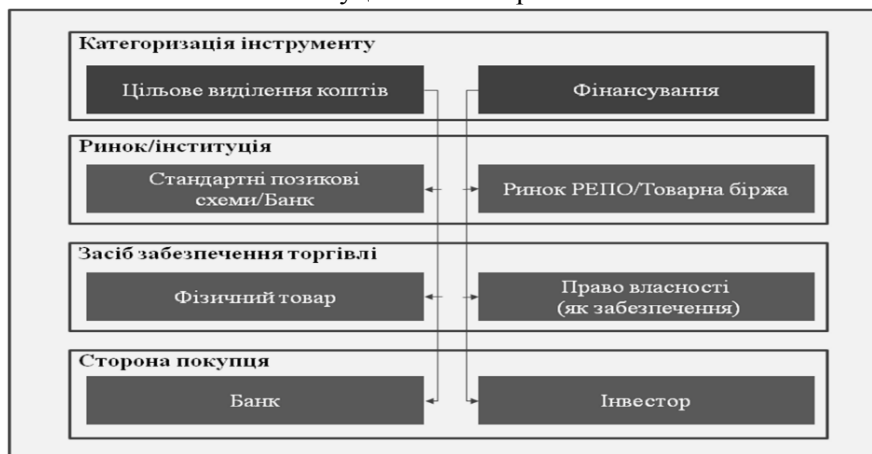


Рис. 1. Загальні характеристики моделі фінансування торгівлі сировинними товарами: традиційне банківське фінансування (ліва сторона) порівняно із фінансуванням торгівлі сировинними товарами (права сторона)

Джерело: складено автором.

Агентське фінансування – до переваг транзакцій, які здійснюються експортно-кредитними агентствами (Export Credit Agencies, ECA) та/або приватними страховими компаніями, що страхують ризики (Private Risk Insurance companies, PRIs), належить їх доступність у ситуаціях, коли самостійне фінан-



сування неможливе. Ці форми фінансування забезпечують відносно довгі періоди погашення (включаючи пільговий період), надають можливість використання більшості конвертованих валют, опціони із фіксованою процентною ставкою і забезпечують безпеку платежів для постачальників, а також значне зменшення ризиків, специфічних для конкретної країни, та стандартизацію процесів документування.

Основні продукти **SCTF** засновані на самоліквідуючих грошових потоках, що утворюються внаслідок торгівлі сировинними товарами і підтримують фінансову структуру та пом'якшують пов'язані з ними кредитні й трансфертні ризики. На практиці задіяними в такому механізмі можуть бути сировинні товари, що торгуються на біржі в енергетичних, металевих та софт-комплексах ("м'які" сировинні товари), а також в певних базових небіржових товарних комплексах, таких як чорні метали (у тому числі всі сталеві вироби), руди та тютюн.

Синдиковані торгові позики надаються позичальнику групою позикодавців. Вони структуруються, організуються та адмініструються одним або декількома комерційними чи інвестиційними банками, відомими як організатори, і – оскільки дають змогу розподіляти кредитний ризик між різними фінансовими установами – є важливим джерелом міжнародного фінансування.

Торгова дебіторська заборгованість формується від продажу товарів або послуг іншій компанії. Фінансування торгової дебіторської заборгованості дозволяє компанії фінансування за рахунок цієї торгової дебіторської заборгованості з метою збільшення щоденного грошового потоку і поліпшення здатності виконувати подальші замовлення та покривати щоденні операційні витрати³.

Товарні РЕПО забезпечують продаж товару з його подальшим викупом, таким чином різниця між ціною придбання та ціною викупу виконує функцію процентного доходу позичальника. Контракти РЕПО пов'язують товарні активи безпосередньо з ринком капіталу в обхід банківської системи. Це має значення, коли фінансування через банківську систему є економічно неефективним як для кредитора, так і для позичальника. Крім того, такий механізм дає як позичальнику, так і позикодавцю змогу уникати процедури застави.

Перспективи впровадження товарних РЕПО у фінансуванні сировинних товарів

Беручи до уваги а) широке використання інструментів РЕПО на фінансових ринках, для яких вже існує належне правове, технічне та інституційне середовище, і б) процедурну простоту їх впровадження на ринках сировинних товарів, цей інструмент заслуговує окремого дослідження, особливо щодо перспективи його використання в нових ринкових економіках.

Операції РЕПО по сировинних товарах вже давно використовуються учасниками ринку державного сектора в торгівлі сировиною як альтернативний інструмент фінансування. В таких угодах процентний дохід структурується відповідно до договорів купівлі-продажу базового активу. Предмет операції

³ <https://www.cib.db.com/solutions/trade-finance/structured-trade-finance.htm>

РЕПО може бути різним – від цінних паперів до сировинних товарів. Як інструмент РЕПО в основному фінансового характеру, а в більш широкому контексті РЕПО – це інструмент фінансового ринку. Його застосування для ринку сировинних товарів створює "міст" між фінансовим ринком та ринком сировинних товарів [1].

Простіше кажучи, РЕПО є еквівалентом готівкової операції у поєднанні з форвардним контрактом на купівлю/продаж базового активу чи товару (далі під "товаром" мається на увазі базовий актив). Готівкова операція має результатом передачу грошей позичальнику в обмін на юридичну передачу основного активу/товару позикодавцю. Форвардний контракт забезпечує повернення позики позикодавцю та повернення застави позичальнику.

Різниця між форвардною ціною та спотовою ціною полягає у процентах за позику, а датою розрахунку за форвардним контрактом є дата повернення позики. Сторона, яка спочатку купує товар, фактично діє як позикодавець, а сторона, яка спочатку продає товар, виступає позичальником. Тут товар використовується як забезпечення застави готівкової позики або, іншими словами, гарантує виконання другого етапу операції на дату погашення операції РЕПО.

Операція РЕПО заснована на продажі товару (зазвичай представленого складськими розписками) за готівку та його викупі на завершальній стадії у день погашення РЕПО. Період між першим та другим етапами операції класифікується як тривалість РЕПО, що може бути фіксованою або відкритою залежно від РЕПО-угоди [7].

Отже, підписуючи РЕПО-угоду, позикодавець не надає позику, а купує у позичальника товари за готівку. Водночас позичальник (як правило, спотовий учасник сировинного ринку) зобов'язується викупити товар назад у позикодавця (зазвичай це фінансова установа) у визначену дату та за визначену ціну.

Різниця між цінами закупівлі та викупу (або ціною відкриття та закриття РЕПО) фактично є процентною ставкою РЕПО.

Основною проблемою розрахунку ціни другого етапу трансакції або ціни погашення товарної операції РЕПО є витрати, пов'язані з перенесенням товару в часі (витрати на зберігання) та вартість запозичення фізичного активу в арбітражі (спотова ринкова ціна за строк погашення).

З точки зору ефективності управління запасами товарні РЕПО забезпечують операційну ліквідність компаніям, які інакше були би прив'язані до запасів.

Як ринковий інструмент, що торгується, РЕПО є відносно гнучким, забезпечує швидке фінансування, чим відрізняється від позик комерційних банків, які зазвичай мають нижчі процентні ставки.

Юридично базовий актив для РЕПО розглядається не як застава, а як забезпечення, що, в свою чергу, вимагає меншого обсягу юридичних процедур та не несе ризику ліквідації, тоді як заставне фінансування торгівлі сировинними товарами несе ризику ліквідації та юридичної процедури (що зазвичай вимагає врегулювання через суд) у разі невиконання позичальником своїх зобов'язань.

У товарних операціях з РЕПО позикодавець фактично має право власності на товари, що фінансуються, але, як правило, фізично ними не володіє. Таким



чином, структура товарного РЕПО несе деякі ризики, в основному пов'язані з юридичним статусом угоди та зі збереженням товарів [7].

Наприклад, у випадку банкрутства позичальника суд вирішує, що РЕПО-угода була не справжнім продажем, а скоріше, прихованою позикою. І на цій підставі він перекваліфікує РЕПО-угоду як позику, а будь-які вимоги позикодавця стають частиною загальної процедури банкрутства. Тобто така РЕПО-угода вже не захищена / не сек'юритизована. Це можливе у разі, якщо вартість РЕПО-угоди різко відрізняється від ринкової ціни або якщо позичальник здійснював фактичний контроль над товарами [7].

Інший приклад: у разі, якщо склад не поставив товар на дату погашення РЕПО, позичальник вимагає повернення не права власності на товар (складську розписку), а самого фізичного товару, "створюючи" юридичну особу позикодавця як необхідну умову для виконання своїх платіжних зобов'язань або, іншими словами, для повернення позики [8]⁴. Якщо РЕПО-угода підписана, фінансування здійснюється на умовах передачі складських розписок, а не передачі фізичного товару (при цьому товар представлений складською розпискою). Протягом періоду дії РЕПО-угоди, склад, де фізично зберігаються товари, може стати неплатоспроможним. А на дату погашення позичальник може стверджувати, що, оскільки передача права власності не означає передачу фізичного активу, він не зобов'язаний повертати кошти, оскільки позикодавець не виконав своїх умов.

Через такі перешкоди, зважаючи на те, що, по-перше, більшість фінансових установ вважають за краще не проходити рутинні процедури оформлення своєї власності на склади, а лише використовують їх, щоб мати змогу фінансувати торговців, і, по-друге, що передача заставної документації не тотожна передачі фізичних товарів, ризик для банків при операціях РЕПО значно підвищується. Отже, питання зберігання товарів протягом терміну РЕПО стає іще важливішим.

Усі умови РЕПО фіксуються у генеральній РЕПО-угоді (Repo Master Agreement). Основною метою укладання генеральних РЕПО-угод у контексті операцій РЕПО є полегшення маржинування трансакцій по всьому портфелю трансакцій та можливість попередньо узгодженої стратегії виходу із РЕПО-угоди у випадку, якщо одна із сторін не виконає свої зобов'язання [4].

Протягом процедури виходу з трансакції, якщо сторони бажають елімінувати РЕПО на умовах угод про передачу акцій або на умовах, зафіксованих у позабіржових деривативах, вони, швидше за все, застосовуватимуть генераль-

⁴ Справа Citi vs Mercuria – про те, чи насправді передача квитанції на товар означає "доставку" відповідного товару. Mercuria розпочала судовий процес проти Citi у червні, після того як цей американський банк вимагав дострокового повернення позики у 270 млн доларів, продовженої згідно з РЕПО-угодою. Суперечка щодо РЕПО спалахнула після того, як влада Китаю запечатала складські приміщення в Циндао та Пенлай у зв'язку з фінансовим шахрайством. Кошти були надані компанії Mercuria за умови передачі квитанцій про зберігання, а не передачі фізичних товарів, і завершення операції повинно було настати після зворотної передачі квитанцій компанії Mercuria від Citi. Однак Mercuria стверджувала, що оскільки передача квитанцій не означає фізичної передачі товару, то вона не зобов'язана повертати запозичені кошти, тому що Citi не виконав своїх умов [8]).

ні міжпродуктові угоди (cross-product master agreements). У загальноприйнятій практиці цей інструмент використовується рідко, оскільки його застосування для вирівнювання позицій у позабалансових операціях (зокрема, у створенні позабіржових деривативів) шляхом здійснення балансових операцій (таких, як операції РЕПО та операції із передачі акцій), як правило, не дозволяється [4].

Згідно із дослідженнями ФАО та Світового банку, у країнах із високоефективним фінансовим сектором прибуток позикодавців невеликий, тоді як для позичальників прибуток насамперед залежить від умов, на яких вони зазвичай отримують доступ до фінансування. У країнах з добре розвиненими корпоративними рейтинговими системами та потужною правовою системою фермери, переробники та торговці часто вже і так мають достатній доступ до фінансування за прийнятними ставками [9]. Із цих причин на цих ринках РЕПО-системи використовуються рідко.

Наприклад, історія фінансування сільського господарства у США показує, що із вдосконаленням ведення фінансового обліку в сільському господарстві роль фінансування через складські розписки значно знизилася. Зокрема, у країнах ЄС та країнах, які скоро стануть членами ЄС, РЕПО-система для фінансування сільського господарства може дати лише незначні переваги [9].

Іншим важливим аспектом операцій РЕПО є податкова дилема. Оскільки юридично операції РЕПО є не позиками, а купівлями та продажами, в певному обсязі вони можуть розглядатися як об'єкти оподаткування ПДВ. ПДВ для РЕПО-фінансування є справжньою проблемою. Наприклад, у Російській Федерації банкам для вирішення цієї проблеми довелося створити спеціальні механізми [9].

Як правило, якщо політика щодо ПДВ є занадто складною або відшкодування ПДВ відбувається дуже повільно, знайти надійне або дієве рішення буде важко або навіть неможливо. Крім того, можуть бути відсутні ринкова інфраструктура або адекватні засоби для визначення процедури стягнення ПДВ у операціях РЕПО.

Складська розписка та її роль у структурованому товарному фінансуванні

Згідно із дослідженням, проведеним Продовольчою та сільськогосподарською організацією ООН (ФАО) [7], на сировинному ринку система складських розписок зазвичай використовується як гарантійний механізм для фінансових операцій, пов'язаних з торгівлею сировинними товарами. Це пояснюється тим, що розміщення самого товару як застави, як правило, неефективне через додаткові фактори, такі як витрати, час, транспорт та проблеми управління об'єктом. Наявність квитанції, що юридично затверджує та підтверджує права на товари, є хорошим рішенням, і його сприятливо оцінюють широкі кола кредиторів. З огляду на це, хороша модель фінансування у сировинному секторі вимагає адекватної системи складських розписок .

Відповідно до класифікації ФАО [7] та емпіричних досліджень, складська розписка може бути використана при структурованому фінансуванні сировинного сектора: а) як застава на товар (класична схема позики), б) для переходу права власності на товар (операції РЕПО).

На практиці використання складських розписок як застави є більш поширеним. Теоретично використання складських розписок, як і у класичній схемі позики на основі застави, означає, що заставні товари більше не перебувають у володінні позичальника, а отже, якщо позичальник не виконує свої зобов'язання, позикодавець повинен мати можливість легко вступити у володіння цими товарами [2]. Але тут для позикодавця існує додатковий ризик, оскільки передача складської розписки не завжди або не обов'язково означає передачу володіння. Навіть якщо складська розписка була передана від власника товару позикодавцю, оператор складу все одно може відпустити товар первісному вкладнику у випадку інформаційної асиметрії [7]; також можливі обмеження через законодавчі перешкоди [8].

Правові невизначеності такого типу зазвичай вирішуються шляхом тристоронніх домовленостей між позикодавцем, позичальником та складом, у результаті чого оператор складу чітко визнає, що тримає товари від імені позикодавця, що еквівалентне володінню. Така тристороння угода перетворює складську розписку на функціонально еквівалентну правовстановлюючому документу та забезпечує швидкий доступ до товару в разі невиконання позичальником своїх зобов'язань [2].

Одним із факторів підтримки товаровиробників та економічного зростання загалом є належна кредитна система. Зокрема, для сільського господарства вирішальну роль відіграють післяврожайні позики у формі структурованого товарного фінансування на основі складських розписок, особливо для нових ринкових економік [7].

Фінансування на основі складських розписок особливо підходить малим та середнім господарствам, які часто не в змозі задовольнити свої потреби у запозиченнях через відсутність необхідного забезпечення [7]. Отже, системи на основі складських розписок можуть мобілізувати кредити для аграрного сектора та покращити торгівлю сільськогосподарською продукцією [6].

Цей вид фінансування дає фермерам можливість не продавати врожай безпосередньо після його збирання, коли ціни зазвичай нижчі від очікуваних. Маючи інструмент для залучення нового фінансування, фермери отримують стимул для інвестування у виробництво, що сприяє його розвитку.

Хоча використання системи складських розписок має давню традицію в країнах, що розвиваються, у більшості країн Європи та Центральної Азії (ЄЦА) вона була запроваджена лише після розпаду радянської системи [7].

На основі існуючих систем фінансування під складські розписки може бути створена оптимальна модель для країн, що розвиваються, а в країнах, де торгівля через систему складських розписок ще недостатньо розповсюджена, вона може використовуватись як перспективна базова модель (рис. 2).



Рис. 2. Модель ліцензованої складської системи

Джерело: складено автором.

У міру модернізації механізмів фінансування під складські розписки впроваджуються електронні системи складських розписок, що перетворює цей інструмент фінансування на гнучку альтернативу складним фінансовим схемам. Отже, відповідно до законодавчої бази, згідно з якою видаються складські розписки, та відповідно до контрактних специфікацій контрагентів, можна визначити, чи дозволено власнику передавати, продавати чи використовувати їх як заставу в механізмі каскадного фінансування.

Загалом, порівняно із незабезпеченим фінансуванням, схема товарного фінансування, структурована за складськими розписками, вимагає відносно великої кількості паперової роботи, більше витрат на управління [2] та більше ризиків, пов'язаних із правовими наслідками [3, 8].

Фінансування на основі передачі складських розписок часто структурується як операції РЕПО, про які йшлося раніше.

На додаток до рекомендацій Світового банку та ФАО [9], є діючі зразки з практики. Так, добре розвинена система фінансування під складські розписки існує у Туреччині [10], а в країнах Африки, що розвиваються, також діє нещодавно створена, але надійна система фінансування під складські розписки (із ліцензованою складською інфраструктурою) [11]. В обох випадках можна чітко спостерігати нові можливості для фермерів та місцевих товаровиробників.

Роль товарних бірж

Хороша система фінансування під складські розписки потребує хорошого та надійного механізму інформування про ціни та прогнозування. Найбільш комплексним рішенням тут є товарні біржі із достатнім обсягом спотових, форвардних та ф'ючерсних контрактів. Систематизуюча роль товарної біржі важлива і з точки зору забезпечення якості, а також надійної доставки товарів та прозорості товарних складів [9].

Альтернативним рішенням могла би стати незалежна система інформування про ціни із прозорим робочим середовищем [7]. Тому там, де немає надійного спотового або ф'ючерсного ринку, необхідно знаходити альтернативні способи отримання цінової інформації.

Загалом, наявність базової ціни є сутністю належної роботи схем фінансування під складські розписки. При цьому хто відіграє роль агрегатора цін або "передавача" – товарна біржа чи цінова інформаційна система, – повністю залежить від економічної моделі.

Одним із способів створення мережі виявлення вартості забезпечення за допомогою цін є використання котирувань купівлі та продажу через систему "клієнт – банк", де банки на основі цін визначатимуть щоденну вартість товару для його використання як забезпечення (застави). Як приклад, існує успішний прототип ринкової інформаційної системи, запровадженої в Болгарії за допомогою Проекту розвитку зернової галузі, що фінансується USAID, який доповнює розвиток системи складських квитанцій [12].

У контексті підтримки економіки країн, що розвиваються, товарні біржі можуть виконувати різноманітні функції, пов'язані з фінансуванням, управлінням ризиками та маркетингом. Ці функції включають [9]:

- управління ціновим ризиком. Пропонуючи форвардні або ф'ючерсні контракти, біржі можуть полегшувати управління ризиками за допомогою форвардних контрактів та деривативів;
- зниження ризику контрагента. Маючи адекватний механізм належної перевірки учасників торгівлі та за допомогою фінансових гарантій, біржі можуть зменшувати або навіть повністю усувати ризики, пов'язані із веденням справ із незнайомими контрагентами;
- підвищення прозорості цін. Біржі впроваджують спеціальні інструменти та механізми для виявлення цін, які забезпечують чесну торгівлю за рахунок зменшення інформаційної асиметрії;
- скорочення ризиків, пов'язаних із вартістю застави. Завдяки більшій прозорості цін та інституційним перед- та післяторговим механізмам фінансистів можуть більш впевнено визначати вартість товарів, які вони фінансують;
- сертифікацію якості товарів. Біржі встановлюють та застосовують стандарти якості товарів, що торгуються через їхні платформи;
- доступ до ринку РЕПО через ринки капіталу. Біржі забезпечують прямий доступ до ринків капіталу через РЕПО, які гарантуються їх кліринговими системами. Це також посилює взаємозв'язок між внутрішніми фінансовим та сировинним секторами;
- сприяння фізичній торгівлі. Додатково, при форвардних або ф'ючерсних торгах, біржі відіграють центральну роль у фізичній торгівлі товарами шляхом впровадження гарантійних механізмів у всьому товарному ланцюжку та нагляді/інспектуванню складського господарства;
- платформу швидкої торгівлі для покупців та продавців. У контексті стимулів для бізнесу з інституційної точки зору біржі є предметом державного регулювання. Відповідно до конкуренції, передові технології та розширення регуляції торгових систем стали скорочувати витрати часу як для покупців, так і для продавців;

— гарантію торгової логістики. Маючи суб'єктивний механізм контролю за складською системою та модель членства учасників торгівлі, біржі сприяють вирішенню логістичних проблем за допомогою інтегрованих інформаційних платформ.

Особливе значення для формування організованих ринків має політика держави щодо контролю за товарними біржами [13]. Хоча єдиного підходу не існує, на практиці спостерігається, що сильний державний контроль на початковій стадії на більш пізніх стадіях розвитку змінюється пом'якшенням. У країнах із успішним розвитком у цій сфері (Угорщині, Румунії та Росії) біржі були створені як представники приватного сектора за принципом державно-приватного партнерства.

Державна підтримка чітко проявляється у формуванні організованого ринку та у підтримці ринкової інфраструктури по всій Європі та Центральній Азії (включаючи пострадянські країни). Наприклад, у Білорусі та Узбекистані державна товарна біржа, регулюючи експортні канали, діє як головна рушійна сила економічного розвитку. В Росії державні установи заохочують створення нових бірж, включаючи Московську фондову біржу, головним акціонером якої є Центральний банк, і надають необхідну підтримку для створення нових інструментів для сировинного сектора, пропонуючи при цьому єдину платформу для приєднання до регіональних бірж. У контексті державної підтримки допомогу від донорських організацій мають також Казахстан, Таджикистан і Туреччина.

У деяких випадках можливий розвиток товарної біржі регіонального профілю. Особливо це доцільно у контексті реалізації загальної електронної торгової платформи та загального набору специфікацій доставки. Хорошими прикладами можуть слугувати EEX⁵ для Європи, DGCX⁶ для ринків Дубаю, а також ініціатива для ETS⁷ для євро-азіатських сировинних ринків.

Узагальнена робоча модель РЕПО-торгівлі через біржу наведена на рис. 3 [9].

Висновки

Для економік, що розвиваються, де торгівля товарами потребує системного підходу для більш повного розкриття потенціалу зростання товарних ринків та підтримки їх учасників шляхом просування нових фінансових інструментів, критично важлива роль державної підтримки. Крім того, уряди таких країн часто мають обмежені знання про регулювання товарного ринку і можуть під-

⁵ Європейська енергетична біржа (European Energy Exchange, EEX), як частина EEX Group, є провідною енергетичною біржею в Європі, що розробляє, експлуатує та з'єднує безпечні, ліквідні та прозорі ринки енергії та супутніх товарів. EEX пропонує контракти на дозволи на електроенергію та викиди, а також на вантажні та сільськогосподарські товари (<https://www.eex.com/en/eex-ag/part-of-eex-group>).

⁶ Dubai Gold and Commodities Exchange (DGCX) є дочірньою компанією Дубайського мультитоварного центру (Dubai Multi Commodities Centre DMCC). DGCX пропонує широкий асортимент товарів із секторів дорогоцінних металів, основних металів, енергетики та валюти (<https://www.dgcx.ae/dgcx/about-dgcx>).

⁷ Товарна біржа Євразійської торгової системи (Eurasian Trade System Commodity Exchange, ETS) призначена для спотової та деривативної торгівлі біржовими товарами. ETS в основному працює на російському та казахстанському сировинних ринках.



Рис. 3. Процес біржової торгівлі сільськогосподарськими РЕПО

Джерело: Товарні біржі в Європі та Центральній Азії, засіб управління ціновим ризиком. Робочий документ, підготовлений у рамках Програми співпраці ФАО / Світового банку. 2011.

датися спокусі ухвалити недостатньо обґрунтовані закони (як це було в Казахстані, де новий закон "Про товарні біржі" різко обмежує шанси успішної діяльності товарних бірж, зокрема тим, що вимагає, аби біржі були неприбутковими). З огляду на це, зосередження уваги на підвищенні обізнаності та на використанні створених урядом стимулів для розвитку сприятиме становленню природного ринкового середовища для зростання.

У результаті дослідження було з'ясовано, що, коли стандартні моделі фінансування неефективні, створення у сировинному секторі дієвої фінансової інфраструктури, заснованої на структурованих інструментах, може відбутися за таких передумов.

1. Оскільки класична товарна застава має свої мінуси, пов'язані з додатковими витратами, підвищеними втратами часу та оперативними аспектами управління фізичними товарами, для забезпечення адекватного механізму управління ризиками необхідна добре розроблена система складування з працюючим механізмом складських розписок.

2. Для визначення базової ринкової ціни з метою оптимізації умов фінансування та усунення інформаційної асиметрії необхідна належна інформаційна система товарної торгівлі або товарна біржа.

3. Необхідні торгіві, масштабовані та прості інструменти, такі як РЕПО, що широко використовуються фінансовими установами на ринках капіталу через простоту структурування без необхідності класичної заставної процедури. Ще більш перспективне використання операцій РЕПО на сировинних ринках за можливості фінансування від уже існуючих "базових" інвесторів.

4. Ефективність структурованих фінансових інструментів також значно підвищується за рахунок державної підтримки у формі забезпечення стабільної законодавчої бази, захисту інвесторів та конкурентного ринкового середовища.

Уже протягом тривалого часу біржові операції РЕПО демонструють свою перспективність щодо фінансування сировинного сектора країн, що розвиваються. Але для забезпечення їх успішності необхідне охарактеризоване вище ринкове середовище. Основні характеристики біржових РЕПО можна узагальнити таким чином:

- електронне та двостороннє готівкове фінансування;
- стандартизовані, двосторонні або спеціально розроблені процедури фінансування;
- організація торгів на основі системи прямого контакту ("системи викриків") із задіянням механізму виконання найкращої ціни або на основі розсилки бажаному потенційному контрагенту або контрагентам цінних запитів (Requests-for-Quotes);
- можливість вибору з декількох стандартних режимів – від овернайт до декількох місяців;
- можливість ручного вибору серед наявних застав;
- автоматичний розподіл застави та заміна застави в режимі реального часу в межах клірингової системи;
- надійність значно підвищується при тристоронніх операціях РЕПО за участю митного агента та/або складу.

References

1. Kolb, Robert W., Overdahl, James A. (2010). *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*. John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1568206>
2. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (1996, 2 July). *Collateralized Commodity Financing, with special reference to the use of warehouse receipts*. Report.
3. Neil, C. Schofield (2007). *Commodity Derivatives*. John Wiley & Sons Ltd.
4. Parker, Edmund and Perzanowski, Marcin (Consulting Editors). (2017, Jun.). *Practical Derivatives: A Transactional Approach*. Third Edition.
5. Grima, Simon, Thalassinos, Eleftherios I. (2020). *Financial Derivatives: A Blessing or a Curse?* Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/9781789732450>
6. Wehling, Philine, Garthwaite, Bill (2015). *Designing warehouse receipt legislation: Regulatory options and recent trends*. FAO. Rome.
7. Höllinger, Frank, Rutten, Lamon, Kiriakov, Krassimir (2009, 6-7 June). *The use of warehouse receipt finance in agriculture in transition countries*. FAO, *Working Paper presented at the World Grain Forum 2009*. St. Petersburg, Russian Federation.
8. Kaminska, Izabella (2014, December 3). *Markets Equities Citi vs Mercuria, a.k.a when commodity repos go wrong*. *Financial Times*. URL: <https://ftalphaville.ft.com/2014/12/03/2058901/citi-vs-mercuria-a-k-a-when-commodity-repos-go-wrong/>
9. *Commodity exchanges in Europe and Central Asia, A means for management of price risk*. Working Paper, prepared under the FAO (2011). World Bank Cooperative Programme.
10. *A Case Study material of the Turkish Commodity Exchanges and Warehousing Model*, Union of Chambers and Commodity Exchanges of Turkey (TOBB). URL: <http://www.tobb.org.tr/obb.org.tr>
11. Delwaide, Anne-Cécile and Coulson, Luke. *A Case Study of the Chithumba Model. A non-traditional finance mechanism to improve access to farm inputs in Malawi*. Delwaide International Development Research Centre. Ottawa, Canada. URL: <https://www.meda.org/innovate/innovate-resources/821-partner-publication-a-case-study->



of-the-chithumba-model-a-non-traditional-finance-mechanism-to-improve-access-to-farm-inputs-in-malawi/file/

12. Kozár, L. (2004). The role of public warehousing and the commodity exchange in the Hungarian grain market (Ph.D. thesis). University of Debrecen, Centre for Agricultural Sciences. Debrecen.

Надійшла до редакції 20.11.2020 р.

Прорецензовано 27.11.2020 р.

Підписано до друку 29.12.2020 р.

Vugar F. Namazov⁸

STRUCTURED FINANCIAL PRODUCTS TRADING AND IT'S IMPLEMENTATION PERSPECTIVES IN EMERGING ECONOMIES

The main objective of the research is to examine key aspects of the structured trade financing instruments and to analyze prerequisites for its existence. Hereby, the main focus is concentrated around developing economies. The research was carried out based on research methods such as comparative analysis, empirical approaches and logical generalization. Also, for the research purposes the current market situation, infrastructure, opinions and recommendations of international organizations were analyzed, and an optimal model and market conditions were generated. As a result of research an importance of the derivative financial instruments, organization of spot markets and warehouse receipt systems were investigated. The main factor limiting the study is a variable statistical need and mathematical modeling based on the economic specifications of each economy. As each market will need more country-oriented research and solution rather than general model that suits all. The practical significance of the research is to ensure synergies between financial and commodity markets and to develop a sustainable risk management tool, enhance access to capital by introducing an alternative financial instrument and market environment for local producers, including small and medium size entrepreneurs.

Keywords: *financial markets, financial instruments, commodity trading, derivatives, ware-house receipt*

⁸ **Namazov, Vugar F.** – PhD candidate , Finance and Financial Institutions department, Azerbaijan State Economic University (UNEC) (6, Istiglaliyyat str., Baku, AZ1001, Azerbaijan),
ORCID: 0000-0003-0669-0877, e-mail: vuqarnamazov@gmail.com