

УДК 336(476)

## РАЗВИТИЕ ИНСТИТУТА ХЕДЖИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

И.А. СТРОГАНОВА

(Полоцкий государственный университет)

*Раскрывается актуальность управления валютным риском со стороны нефинансовых организаций. Отмечается необходимость развития института хеджирования в Республике Беларусь в условиях действующего рыночного механизма курсообразования и волатильности валютных курсов. Указываются на имеющиеся проблемы на рынке производных финансовых инструментах срочного рынка. Обобщены факторы, препятствующие развитию института хеджирования валютных рисков нефинансовыми организациями в Республике Беларусь. На основе изученного мирового опыта предложены практические рекомендации для совершенствования законодательной базы Республики Беларусь, регулирующей правоотношения в области совершения операций с производными финансовыми инструментами (в том числе и в целях хеджирования валютных рисков) и для расширения номенклатуры обращающихся на финансовом рынке Беларуси производных финансовых инструментов. Вносятся предложения по совершенствованию инфраструктуры хеджирования в Республике Беларусь.*

**Ключевые слова:** хеджирование, производные финансовые инструменты, репозитарий, бенчмарки доходности.

Современный финансовый рынок немыслим без риска. В условиях углубления процесса интернационализации мирового хозяйства и перехода к глобализации мировой экономики проблема профессионального управления рисками и оперативного учета факторов риска приобретает первостепенное значение для участников финансового рынка.

Среди рисков, оказывающих наиболее разрушительное влияние на финансовые показатели экономики страны, следует выделить валютные риски, связанные с изменением валютных курсов. По оценкам аналитиков крупнейших международных инвестиционных банков, индекс волатильности<sup>1</sup> мировых валют в настоящее время находится на одном из самых высоких значений, уступая лишь периодам азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов и мировому финансовому кризису 2008 года.

Волатильность валютного рынка оказывает негативное влияние на деятельность предприятий-участников внешнеэкономической деятельности, снижает финансовый результат их работы в случае неблагоприятного изменения валютного курса.

Переход Национального банка к более гибкому режиму обменного курса, а также внешние шоки, связанные с наблюдаемыми в последние годы существенными колебаниями мировых цен на нефть и курсов мировых валют, стимулировали нефинансовые организации, осуществляющие расчеты в иностранных валютах по экспортно-импортным сделкам и обязательствам по банковским кредитам, к хеджированию валютных рисков.

Мировая практика свидетельствует, что хеджирование – один из основных и наиболее востребованных способов ограничения и управления рисками, в том числе валютным риском, наряду с лимитированием, резервированием, избеганием риска и др. Основу операций хеджирования формируют следующие основные производные финансовые инструменты (далее – ПФИ): форварды, фьючерсы, опционы, свопы.

В настоящее время управление рисками как область стандартизации и средство повышения эффективности работы предприятия является наиболее актуальным направлением деятельности. Степень зрелости процессов управления валютными рисками существенно влияет на эффективность и бесперебойность функционирования нефинансовых организаций реального сектора экономики Республики Беларусь. С одной стороны, неопределенность в процессах принятия решения является источником риска, с другой – открывает новые деловые возможности и может привести как к снижению, так и к увеличению прибыли. В этих условиях управление рисками становится искусством нахождения и поддержания баланса между этими двумя полюсами. Цель управления риском – не его устранение, а достижение оптимальной структуры риска и его трансформация в приемлемые формы.

Результатом эффективного управления валютным риском является уменьшение убытков при изменении курсов мировых валют, снижение неопределенности будущих финансовых потоков, обеспечение более эффективного финансового менеджмента и уменьшение колебаний прибыли.

В качестве одного из распространенных и эффективных способов риск-менеджмента в области осуществления операций на валютном рынке выступает применение методов хеджирования валютных рисков.

<sup>1</sup> Волатильность – ценовая изменчивость.

Решение задачи минимизации валютных рисков нефинансовых организаций предопределяет необходимость следующих действий [1]:

- пересмотреть существующие подходы и принципы управления валютными рисками;
- расширить практику использования инструментов хеджирования валютных рисков и на финансовом рынке Республики Беларусь;
- Республика Беларусь должна создавать эффективный развитый финансовый рынок, и такой его сегмент, как рынок производных финансовых инструментов, чтобы стать достойным конкурентом на мировом финансовом рынке, опираясь на зарубежный опыт.

**Основная часть.** Хеджинговые сделки (хеджирование) представляют собой срочные сделки, заключаемые в целях предотвращения возможных убытков в результате изменения цен и курсов товарных, валютных и фондовых рынков и бирж. Они проводятся не для спекулятивных целей, а осуществляются, главным образом, с целью минимизации риска.

Хеджирование позволяет эффективно управлять рыночными рисками даже в условиях повышенной нестабильности, свойственной мировой экономике в связи с последствиями финансового кризиса, что приводит к невозможности прогнозирования будущего поведения рыночных показателей, поэтому в мировой практике применение различных инструментов хеджирования уже давно стало неотъемлемой частью хозяйственной деятельности большинства компаний. Чтобы иметь возможность успешно конкурировать на международном рынке, белорусским субъектам хозяйствования также необходимо научиться работать с инструментами хеджирования.

Кризис 2008 года обнажил неспособность субъектов хозяйствования республики эффективно защищаться от неблагоприятных валютных колебаний. Рассматривая проблему повышенной волатильности валют с позиции микроэкономики Беларуси, необходимо отметить, что отношение хозяйствующих субъектов к управлению валютными рисками достаточно индифферентно.

Импортёры перекладывают на конечного потребителя любое увеличение себестоимости продукции, вызванное ростом курса иностранных валют относительно национальной валюты.

Экспортёры же компенсируют неблагоприятные валютные колебания (снижение курса иностранной валюты) за счет увеличения стоимости своей продукции.

Главными задачами, которые решаются в процессе управления рисками в организации, являются следующие:

- *выявить* (идентифицировать) возможные случаи возникновения рисков;
- *оценить* масштабы рисков и предполагаемого ущерба;
- *определить* приемлемый уровень риска;
- *разработать* варианты предупреждения или источников его возмещения;
- *выбрать и принять* решения о предотвращении рисков;
- *реализовать* выбранные решения;
- *произвести* анализ результатов и *контролировать* уровень риска.

Основная задача управления рисками и валютными в том числе – найти вариант действий, обеспечивающий оптимальное сочетание риска и доходности.

Решение указанных задач предполагает разработку организацией собственной стратегии управления рисками, то есть основ политики принятия решений с тем, чтобы своевременно и последовательно использовать всевозможные пути развития и одновременно удерживать риски на приемлемом и управляемом уровне.

Одним из современных требований к системам управления рисками является не только предоставление управленческой информации для стратегического планирования, но и возможность поддержки принятия решений.

В вопросе управления валютным риском следует особо подчеркнуть сложность (если невыполнимость) прогнозирования валютного курса на долгосрочную перспективу. Поэтому управление валютным риском должно строиться на изучении всех случаев возникновения ущерба в прошлом, прогнозировании вероятности их появления, предварительном обосновании способов предупреждения или возмещения возможного ущерба.

Система управления валютными рисками должна включать в себя утвержденную методiku и методологию управления рисками и развитую информационно-технологическую и организационную инфраструктуру управления рисками. Особое внимание необходимо уделить интегрированию системы управления рисками и с уже существующими управленческими системами. Мировая практика свидетельствует, что одним из основных и наиболее востребованных способов ограничения и управления валютными рисками является использование ПФИ.

На основании экономической зарубежной литературы выявим экономическую сущность хеджирования применительно к валютному риску [2–5].

Подчеркнем, что операция хеджирования предполагает совершение двух сделок. Одна сделка является обычной срочной, и по ней субъект экономики принимает на себя обязательства совершить действия в будущем по зафиксированной цене. Другая выступает как сделка с производным инструментом, с помощью которой экономический субъект защищает себя от неблагоприятного изменения цены (курса) того финансового актива, относительно которого он принял на себя срочные обязательства. Кроме того, отметим, что для участников рыночных отношений ценовые (курсовые) риски имеют значение не только по заключенным срочным сделкам, в которых они принимают обязательства на совершение будущих действий по покупке/продаже актива. Ценовые (курсовые) риски являются для них значимым фактором и при планировании будущих действий. В этом случае через заключение сделки с производным инструментом производитель или потребитель товара получает возможность зафиксировать приемлемый для себя уровень будущей цены товаров, защищая тем самым свои планы от риска ценовых (курсовых) изменений. С другой стороны, операция хеджирования не всегда предполагает обязательное и одновременное совершение двух сделок: срочной сделки с товаром, подверженным валютному риску, и сделки с производным инструментом на будущую поставку этого товара. С помощью производных можно хеджировать не только уже принятые обязательства на совершение будущих действий, но и свои планы по будущим действиям.

Следовательно, можно констатировать, что у производных инструментов, кроме отмеченного уже нами главного назначения – фиксировать будущую цену, имеется еще одно дополнительное целевое назначение – хеджировать неблагоприятное развитие ценовой ситуации (курсовой волатильности) на срочном рынке. Важным моментом здесь является то, что присутствие в экономике срочного рынка (рынка базисного актива ПФИ) и рынка ПФИ, абсолютно разных с точки зрения механизмов функционирования, приводит к появлению феномена хеджирования, в процессе которого сальдируются результаты двух сделок – срочной сделки с базовым активом и сделки с ПФИ.

Экономическая концепция хеджирования – это процесс заключения новых сделок и установления взаимосвязей между сделками для обеспечения необходимого взаимозачета, направленного на снижение финансового (валютного) риска. Операция хеджирования заключается в нахождении количественной связи между изменениями цен хеджируемого актива на двух его различных рынках: первичном и вторичном. Эта связь имеет объективный экономический характер, ибо на разных рынках одного и того же актива изменения цен в среднем тесно взаимосвязаны.

Необходимо отметить, что когда мы употребляем термин «хеджирование», то имеем в виду прежде всего цель сделки – оптимизация рисков, а не применяемые средства. Основным отличием хеджирования от других видов операций является то, что его целью является не извлечение дополнительной прибыли, а снижение риска потенциальных потерь. Это отличие выявляет главную цель хеджирования – достижение оптимальной структуры риска, то есть оптимального соотношения между преимуществами хеджирования и его стоимостью.

Целями хеджирования могут выступать [6, с. 324]:

- достижение планируемого финансового результата: больше – лучше, меньше – хуже (конкретным результатом может быть планируемая ставка инвестирования или планируемые финансовые поступления от сделки);
- достижение планируемого финансового результата: меньше – лучше, больше – хуже (конкретным результатом может быть риск, который имеет противоположную направленность – планируемая заемная ставка или планируемая стоимость проекта);
- достижение планируемого финансового итога с ограничением на минимально приемлемый результат (конкретным результатом может быть планируемый минимально приемлемый результат);
- достижение планируемого финансового итога с ограничением на максимально приемлемый результат (конкретным результатом могут быть ограничения на максимально приемлемый результат).

Основными производными финансовыми инструментами срочного рынка, предназначенными для хеджирования валютных рисков, могут быть валютный форвард, валютные фьючерсы, валютные опционы и свопы. Отличительной особенностью производных финансовых инструментов является то, что момент исполнения обязательств по контракту отделен от времени его заключения определенным промежутком, то есть они имеют срочный характер<sup>2</sup>.

Таким образом, предназначение хеджирования в том, чтобы устранить неопределенность будущих денежных потоков (как отрицательных, так и положительных), что позволит иметь полное представление о будущих доходах и расходах, возникающих в процессе финансовой или коммерческой деятельности.

<sup>2</sup> Под срочным контрактом понимается договор на поставку актива, в качестве которого могут выступать различные материальные ценности, товары, финансовые инструменты (валютные средства, ценные бумаги и т.д.), в установленный срок в будущем на согласованных условиях.

Развитие финансового рынка Республики Беларусь предполагает совершенствование его инфраструктуры. Считается возможным указать основные факторы, сдерживающие использование инструментов хеджирования (внебиржевых и биржевых) в Республике Беларусь [7–10]:

- 1) отсутствие нормативных правовых документов, регламентирующих и разъясняющих порядок проведения и учета нефинансовыми организациями операций хеджирования;
- 2) отсутствие нормативных правовых документов, устанавливающих порядок налогообложения доходов нефинансовых организаций по операциям хеджирования валютных рисков и учета возникающих расходов в налогообложении;
- 3) низкое качество корпоративного риск-менеджмента на предприятиях Республики Беларусь;
- 4) отсутствие на валютном рынке риск-тейкеров, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения;
- 5) отсутствие на рынке бенчмарков доходности в белорусских рублях по среднесрочным и долгосрочным долговым инструментам;
- 6) отсутствие развитой инфраструктуры (репозитария) и развитой номенклатуры как биржевого так и внебиржевого срочного рынка.

Ликвидность белорусского рынка ПФИ нельзя назвать удовлетворительной. По сути, рынок ПФИ в Республике Беларусь отсутствует. По этой причине проблема неразвитой инфраструктуры хеджирования в Республике Беларусь, на наш взгляд, заслуживает незамедлительного решения. Решение этого вопроса крайне необходимо еще и потому, что участники срочных сделок предпочитают хеджировать риски на зарубежных торговых площадках, а это в конечном счете приведет к тому, что активность участников срочного рынка<sup>3</sup> Республики Беларусь будет постепенно уходить на другие площадки.

В целях активизации процессов развития рынка производных финансовых инструментов (срочного рынка) в Республики Беларусь, его полноценной инфраструктуры и инструментария в соответствии с международными тенденциями видится целесообразным выделить меры, ориентированные на стимулирование развития института хеджирования валютных рисков посредством решения таких вопросов, как:

- развитие срочного рынка;
- совершенствование налогообложения операций хеджирования;
- повышение уровня финансовой грамотности и осведомленности о возможностях рынка ПФИ среди участников срочного рынка.

Остановимся более подробно на рассмотрении мероприятий по указанным направлениям.

По вопросу развития срочного рынка следует выделить следующие мероприятия [11]:

- создание и ведение репозитария по внебиржевым сделкам;
- создание национальных индикаторов денежного рынка в белорусских рублях.

Негативное влияние реализации присущих производным финансовым инструментам рисков на институты, их использующие, может быть источником возникновения системного риска. В этой связи особое значение приобретает возможность регулирующих органов оценивать воздействие каждого участника на рынок внебиржевых ПФИ и финансовый рынок в целом с целью минимизировать системный риск.

Мировая практика показывает, что дальнейшее развитие внебиржевого рынка ПФИ крайне затруднительно без создания полноценной системы управления системным риском, подобно той, что действует на срочных биржах. В таких условиях регистрация срочных внебиржевых сделок становится главным механизмом обеспечения финансовой стабильности, а репозитарий – центральной инфраструктурной организацией в структуре срочного рынка.

Планируется создание института репозитария, который осуществляет сбор и обработку информации о производных финансовых инструментах и сделках с ними (за исключением производных ценных бумаг), а также предоставление доступа к указанной информации заинтересованным пользователям. Потребность в такого рода информации возникает как у участников финансового рынка (в целях бухгалтерского и налогового учета, оценки активов и обязательств, управления портфелями активов), так и непосредственно у государственных органов при осуществлении ими надзорных функций (для повышения степени прозрачности финансового рынка, предотвращения ценового манипулирования).

Способность проведения анализа целостности рынка для предотвращения возможных спекуляций зависит от наличия точной, достоверной и своевременной информации о деятельности и позициях контрагентов рынка производных финансовых инструментов. Отчетность, сбор которой осуществляют репозитарии, позволяет регуляторам проводить мониторинг рынка производных финансовых инструментов, оценивать объемы, концентрацию, структуру и взаимосвязи на данном рынке. За счет централизации сбора, хранения и распространения данных хорошо организованный репозитарий, имеющий эффективные средства контроля риска, может играть важную роль в повышении уровня прозрачности информа-

<sup>3</sup> Срочный рынок (рынок производных финансовых инструментов) – это рынок, на котором происходит заключение срочных контрактов (форварды, фьючерсы, опционы, СВОПы).

ции о транзакциях для регулирующих органов и участников рынка, в содействии выявлению и предотвращению злоупотреблений на рынке, в укреплении финансовой стабильности.

Зарубежный опыт свидетельствует, что нормативные требования к составлению отчетности о сделках хеджирования и представлению ее компетентным регулирующим органам, являются необходимым условием эффективного функционирования рынка валютных ПФИ. В частности, Постановление № 648/2012 Европейского парламента и Совета от 04.07.2012 «О внебиржевых производных инструментах, центральных контрагентах и торговых репозиториях» включает обязательство составления и предоставления отчетности надзорным органам и общественности. Европейские компании составляют отчетность в соответствии с различными системами: по национальным стандартам и/или по Международным стандартам финансовой отчетности.

Создание эффективно функционирующего репозитария связано с необходимостью решения ряда проблем, среди которых [11]:

- определение оптимального объема данных о сделках, предоставляемых в репозитарий;
- стандартизация сообщений о сделках;
- создание системы идентификаторов участников внебиржевого рынка;
- определение объема и порядка передачи информации конечным пользователям – участникам рынка, арбитражным и регулирующим органам.

Считается необходимым разработать нормативные правовые акты Республики Беларусь об обязательной регистрации сделок, совершенных на внебиржевом срочном рынке – Правила репозитария.

Основными проблемами, связанными с созданием репозитария в Республике Беларусь, являются недостаточная степень информированности участников рынка о новой услуге, недостаток технологических решений, а также ограниченные сроки реализации проекта.

Перейдем к вопросу *создания национальных индикаторов денежного рынка.*

Главный современный принцип в формировании индикаторов финансового рынка – поддержка национальными регуляторами перехода участников рынка от использования «заявленных» котировок к «торгуемым» при формировании финансового индикатора. Подобная тенденция должна стать основной и для белорусского рынка, однако для ее осуществления на практике необходимы условия для развития соответствующих сегментов национального рынка: валютного, денежного, фондового, товарного и срочного. На сегодняшний день сравнительно небольшие обороты в продолжительных сроках рынка не позволяют отказаться от использования «заявленных» котировок и перейти к «торгуемым».

Доверие участников рынка и практическая ценность – два главных постулата, которые должны быть заложены при формировании белорусской системы финансовых индикаторов. Ее качественное функционирование является залогом дальнейшего развития инструментария на различных сегментах национального финансового рынка.

Наличие регулярной информации о ставках денежного рынка в белорусских рублях на различные сроки будет способствовать развитию не только внутреннего рынка заимствований и кредитования в национальной валюте, но и рынку срочных инструментов, и рынку инвестиций. Кроме того, денежный рынок одним из первых подвергается давлению в ситуации финансовой дестабилизации, и его параметры играют еще и роль опережающих сигнальных предупреждений для экономики.

На текущий момент в Республике Беларусь отсутствуют общепризнанные национальные индикаторы денежного рынка – бенчмарки доходности в белорусских рублях.

Отсутствие бенчмарков доходности по среднесрочным и долгосрочным долговым инструментам, номинированным в белорусских рублях, затрудняют:

- ценообразование на инструменты биржевого срочного рынка (в частности, установление расчетных цен фьючерсов в первый торговый день) и по покупке/продаже белорусских рублей по форвардам с открытыми датами исполнения);
- выход на срочный рынок банков – нерезидентов, которые сталкиваются с проблемой невозможности обосновать регуляторам и проверяющим органам рыночное ценообразование инструментов срочного рынка с белорусским рублем;
- котировку внебиржевых инструментов срочного рынка банками – резидентами на срок от 3 до 12 месяцев<sup>4</sup>;
- расчет обоснования, предоставляемого в налоговые органы физическими лицами, хеджирующими валютные и процентные риски, для отнесения сделок с финансовыми инструментами срочного рынка к операциям хеджирования.

<sup>4</sup> По данным исследования, проведенного Немецкой экономической группой по заказу Национального банка Республики Беларусь, предприятия реального сектора экономики заинтересованы в хеджировании валютных и других видов рисков на период от 3 до 12 месяцев.

Учитывая вышесказанное, целесообразно перенести инициативу по созданию индикатора стоимости денег на ведущие финансовые учреждения – банки. Разработку документации по расчету индикаторов денежного рынка было бы целесообразно осуществлять на базе саморегулируемых организаций (далее – СРО) с последующим ее согласованием с Национальным банком (внимание регулятора к этому сегменту позволит поддержать инициативы рынка, повысить прозрачность и доверие к механизмам формирования индикаторов).

Анализ условий рынка ПФИ Республики Беларусь свидетельствует, что в настоящий момент белорусским законодательством не предусмотрены требования к участникам процесса формирования бенчмарков доходности. Законодательное их закрепление может быть осуществлено на более поздних этапах развития рынка денежных индикаторов. Жесткое регулирование и потенциальная возможность применения мер воздействия в период становления рынка ПФИ могут привести к нежелательному для рынка отказу предполагаемых участников процесса формирования и расчета индикатора денежного рынка от осуществления этого вида деятельности. В связи с этим модель, основанную на добровольной основе, можно считать предпочтительной с точки зрения развития этого инфраструктурного элемента в Республике Беларусь.

Администратором финансовых индикаторов может выступать ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» (далее – ОАО «БВФБ»), осуществляющая формирование бенчмарков доходности. Предполагается, что отчетность перед Национальным банком будет осуществляться ОАО «БВФБ» в отношении каждого конкретного индикатора, поддерживаемого администратором, по процедуре, установленной отдельным нормативным актом Национального банка.

Требования к деятельности администратора должны разрабатываться совместно с профессиональным сообществом в соответствии с международными рекомендациями и должны включать:

- публичное раскрытие методики расчета индикатора, которая должна быть доступна на официальном сайте администратора;
- определение и публичное раскрытие критериев отбора участников неорганизованного срочного рынка;
- требования по раскрытию информации, в том числе раскрытие информации о любых существенных изменениях в методике расчета индикатора и их обоснование;
- разработку правил формирования финансовых индикаторов и требований к участникам срочного рынка, предоставляющим информацию.

Для повышения доверия к финансовым индикаторам важной деталью должно являться наличие обратной связи в отношении пожеланий участников рынка по вопросам их формирования, среди которых:

- периодическое проведение анализа ситуации на рынке для выявления необходимости корректировки методики расчета индикатора;
- предоставление регулятору информации об индивидуальных котировках, обеспечение доступа к архивам иным заинтересованным лицам<sup>5</sup>;
- создание экспертного совета из числа пользователей финансового индикатора.

Основными функциями экспертного совета должны стать наблюдение за соответствием процедуры расчета финансового индикатора методике его расчета и оценка адекватности исходных данных. Кроме того, совет может выдвигать предложения по изменению методики или ее параметров, в том числе на основе предложений пользователей, а также осуществлять контроль за функционированием системы обеспечения непрерывности расчета и предоставления информации.

Взаимодействие администратора с участниками, предоставляющими информацию для формирования финансовых индикаторов, должно строиться на договорных началах.

Для решения обозначенных проблем предлагаем *двухуровневую систему управления рынком ПФИ*. На первом уровне в качестве стимулятора ликвидности срочного рынка выступают Национальный банк Республики Беларусь (как мегарегулятор) и СРО (регуляторы), на втором – сами организаторы торговли (банки, небанковские кредитно-финансовые организации (далее – НКФО) и ОАО «БВФБ»).

Организационная структура взаимодействия институтов финансового рынка с учетом функционирования репозитория и бенчмарков доходности представлена на рисунке 1. При этом необходимо выделить следующие направления работы СРО:

- 1) мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов;
- 2) сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов;
- 3) продвижение идей срочного рынка посредством обучающих семинаров, круглых столов;
- 4) работа над привлечением иностранных участников торгов;

<sup>5</sup> Это требование дает возможность контролировать качество формирования финансовых индикаторов, а также проводить анализ данных в случае возникновения спорных ситуаций при применении участниками рынка финансовых индикаторов.

- 5) вынесение на обсуждение законопроектов, касающихся появления и развития новых ПФИ;
- 6) подготовка мероприятий по привлечению средств паевых, страховых и пенсионных фондов на белорусский рынок ПФИ в целях совершения операций хеджирования.

Однако активных действий Национального банка Республики Беларусь и СРО недостаточно. На втором уровне решение проблемы ликвидности должно осуществляться самими организаторами торговли – банками и ОАО «БВФБ».

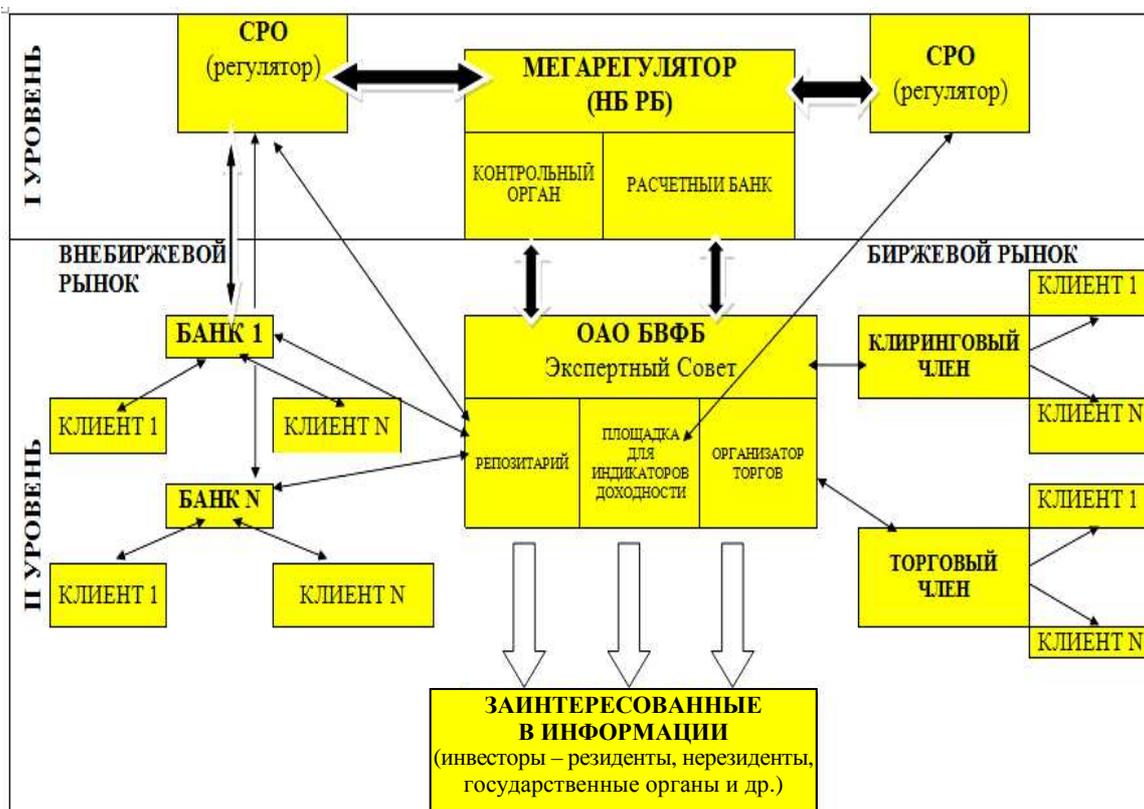


Рисунок 1. – Организационная структура взаимодействия институтов финансового рынка Республики Беларусь с учетом функционирования репозитория и бенчмарков доходности

Источник: собственная разработка автора.

В целях повышения ликвидности рынка ПФИ организаторы торговли должны осуществить комплекс мероприятий.

1. Наделение ОАО «БВФБ» статусом:

- репозитория по инструментам срочного рынка. В вопросе организации внебиржевого рынка инструментов хеджирования валютного риска (а именно сбора, обработки и хранения информации о совершаемых на внебиржевом рынке сделках) с учетом международного опыта целесообразным является создание «репозитория» на базе уже существующего инфраструктурного института – ОАО «БВФБ»;

- администратора финансовых индикаторов доходности;
- экспертного совета по рыночным индикаторам;
- ведение номенклатуры спецификаций срочных сделок.

2. Передача саморегулируемым организациям функций по разработке и совершенствованию пакета стандартной документации для участников внебиржевого финансового рынка (стандартных существенных условий договоров, номенклатуры договоров, стандарты передаваемых сообщений в репозиторий, стандарты финансовой отчетности, справочники кодов участников срочного рынка и т.д.).

Необходимо также направление администратором – ОАО «БВФБ» – в Национальный банк результатов самооценки своей деятельности на предмет соответствия установленным требованиям. Кроме того, дополнительно Национальный банк может запросить у администратора иную информацию, например:

- сведения о выполненной работе по рассмотрению и учету жалоб и предложений, поступающих от участников рынка – работа выполняется на основе процедур, описанных администратором во внутренних правилах;

- статистику, позволяющую контролировать качество котировок;
- отчет о проведении проверок участников, представивших информацию для формирования индикаторов доходности, на предмет выполнения утвержденных правил, разработанных администратором;
- заключения экспертного совета, составленные в ходе выполнения возложенных на него функций.

Кроме того, необходимо проводить расширение номенклатуры обращающихся на ОАО «БВФБ» инструментов срочного рынка. В этой связи следует проработать вопросы по возможности организации торгов новыми инструментами биржевого срочного рынка (фьючерсами): на цену нефти; на индексы цен (потребительских цен, цен нефтепродуктов и др.); на курс доллара США к иностранным валютам; на курс российского рубля к иностранным валютам; на зарубежные индексы; на курс юаня к иностранным валютам.

Полагаем, что в вопросе налогообложения следует обратиться к зарубежному опыту. Налоговое право зарубежных стран предполагает уведомительный порядок заявления участников торгов о том, что их сделки на срочном рынке преследуют цели хеджирования риска на рынке реального товара. Если у налогового органа возникает сомнение в том, что истинной целью той или иной сделки является хеджирование риска, то именно налоговый орган, но не участник торгов, должен доказывать свою правоту в суде. На наш взгляд, отказ от внедрения западных стандартов определения статуса сделки на рынке – существенное препятствие для развития срочного рынка Республики Беларусь. В целях снятия этого ограничения предлагаем внедрить уведомительный порядок определения статуса сделки с целью хеджирования валютного риска. Данный подход призван решить следующие задачи:

- избавить участников торгов от необходимости тратить время и материальные ресурсы для доказательства статуса сделок;
- снять проблему двойного налогообложения;
- способствовать росту интереса у участников рынка реального товара к совершению операций хеджирования риска на срочном рынке.

С целью развития биржевого срочного рынка необходимо внести изменения и дополнения в Налоговый кодекс Республики Беларусь в части, предусматривающей порядок определения налоговой базы по операциям с ПФИ для нефинансовых организаций и предоставления налоговых льгот по операциям с ПФИ на биржевом срочном рынке.

Следует отметить, что в направлении развития нормативной правовой базы, в том числе по определению указанного вида деятельности в законодательных актах Республики Беларусь и разработке порядков его осуществления и регулирования, ключевое значение будет иметь совместная скоординированная работа компетентных в данном вопросе институтов – Национального банка, Министерства финансов Республики Беларусь, ОАО «БВФБ», РУП «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг». Однако точечное, разовое воздействие на отечественную финансовую систему с целью повысить эффективность хеджирования оказывается несостоятельным. Решение указанных проблем требует использования комплексного подхода. Стоимость хеджирования валютных рисков будет снижаться лишь вслед за общим снижением рисков совершения сделок в стране, будь то реальный сектор экономики или финансовый рынок.

Последнее предложение по развитию срочного рынка заключается в повышении уровня финансовой грамотности и осведомленности о возможностях рынка среди участников торгов, особенно среди импортеров, экспортеров и производителей продукции. Конкретный механизм повышения финансовой грамотности и осведомленности потенциальных участников рынка ПФИ должен быть выстроен с участием торгово-промышленных палат и профессиональных участников срочного рынка (ОАО «БВФБ», банков, НКФО). На базе торгово-промышленных палат должны проводиться ознакомительные и обучающие семинары с привлечением представителей крупнейших операторов на срочном рынке ПФИ Республики Беларусь. В наши дни все субъекты внешнеэкономической деятельности, желающие увеличить доходы и уменьшить риски, должны представлять, как влияют значения обменных курсов на их финансовую деятельность. Поэтому изучение законов международных финансов, в частности стратегий управления валютными рисками, является необходимой особенностью обучения современному бизнесу.

С целью популяризации инструментов биржевого срочного рынка на платформе ОАО «БВФБ» необходим ряд следующих мероприятий:

- размещение публикаций, презентаций, материалов аналитического и образовательного характера на официальных интернет-сайтах ОАО «БВФБ»;
- организация и проведение обучающих семинаров, учебных биржевых торгов по инструментам срочного рынка на площадке ОАО «БВФБ»;
- организация вебинаров по использованию биржевых фьючерсов для хеджирования рисков и получения дополнительного дохода;
- подготовка печатных материалов (брошюр) по вопросам функционирования биржевого срочного рынка;
- размещение информации о биржевых инструментах срочного рынка (фьючерсах) на соответствующих страницах информационных терминалов международных информационных агентств Thomson Reuters и Bloomberg L.P.;

- проведение рабочих совещаний, опросов участников финансового рынка, поддержания диалога в рамках краудсорсинговой площадки ОАО «БВФБ» с участниками финансового рынка по вопросам расширения возможностей использования инструментов биржевого срочного рынка, в том числе в целях хеджирования валютных рисков.

Совместная работа участников финансового рынка Республики Беларусь по определению оптимальных решений, исходя из лучших зарубежных практик, и в первую очередь интересов и специфики текущего состояния белорусского срочного рынка и его участников, должно привести к значительному повышению ликвидности белорусского рынка ПФИ, развитию инфраструктуры хеджирования в республике.

**Заключение.** Решение задач по становлению и развитию инфраструктуры хеджирования зависит от совместных усилий нескольких государственных органов: Министерства финансов Республики Беларусь, Министерства по налогам и сборам, Национального банка и ОАО «БВФБ», как основного инфраструктурного элемента национального срочного рынка. Создание полноценного института хеджирования также крайне важно для формирования благоприятной финансовой рыночной среды и условий снижения потенциальных валютных рисков, расширения использования национальной валюты иностранными инвесторами, экспортерами и отечественными заемщиками.

Для дальнейшего успешного развития срочного рынка необходим единый подход к установлению общих принципов и правил торговли для всех видов ПФИ, единое законодательство, регулирующее правоотношения в области операций с ПФИ, и инфраструктура, обеспечивающая прозрачность и доступность услуг с ПФИ для широкого круга потенциальных участников.

Считается целесообразным разделить меры, ориентированные на формирование благоприятной финансовой рыночной среды ПФИ и стимулирование развития института хеджирования валютных рисков, условно на два блока мер.

К первому блоку мер относятся мероприятия по повышению финансовой грамотности, маркетинговые мероприятия по популяризации ПФИ, развитие корпоративного риск-менеджмента, совершенствование и развитие инфраструктуры срочного рынка.

Ко второму блоку – мероприятия, лежащие в области совершенствования системы регулирования срочного рынка и законодательной базы срочного рынка.

Первоочередными являются меры по совершенствованию механизмов регулирования сделок хеджирования валютного риска в части отражения их в бухгалтерском учете нефинансовых организаций и определения налогооблагаемой базы хеджирования, уточнения порядка раскрытия стратегии хеджирования, разработки национальной методики по расчету бенчмарков доходности в белорусских рублях на период от одного месяца до года, создания национальной системы сбора, обработки и хранения информации о совершаемых на внебиржевом рынке сделках с ПФИ (репозитария).

Опираясь на изучение мирового опыта хеджирования валютных рисков нефинансовыми организациями считается возможным указать основные факторы, сдерживающие использование инструментов хеджирования (внебиржевых и биржевых) в Республике Беларусь:

- отсутствие нормативных правовых документов, регламентирующих и разъясняющих порядок проведения и учета нефинансовыми организациями операций хеджирования, а также устанавливающих порядок налогообложения доходов по операциям хеджирования валютных рисков и учета возникающих расходов в налогообложении;

- низкое качество корпоративного риск-менеджмента на предприятиях;

- отсутствие на валютном рынке риск-тейкеров, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения;

- отсутствие на рынке бенчмарков доходности по долгосрочным долговым инструментам.

Ввиду указанных причин, а также влияния других факторов объем заключаемых банками сделок с субъектами хозяйствования с целью покрытия последними своих валютных рисков незначителен.

Предпринимаемые Национальным банком в 2015–2016 годах усилия по популяризации операций хеджирования не позволяют переломить данную тенденцию. Ключевым фактором дальнейшего поступательного развития отечественного рынка производных финансовых инструментов, а также его эффективного и надежного функционирования наряду с прочим выступает полноценная рыночная инфраструктура хеджирования в Республике Беларусь.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. О стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 года [Электронный ресурс] : постановление Совета Министров Респ. Беларусь и Нац. банка Респ. Беларусь, 28 марта 2017 г. № 229/6. – Режим доступа: [https://www.nbrb.by/finsector/P229\\_6.pdf](https://www.nbrb.by/finsector/P229_6.pdf). – Дата доступа: 22.09.2017.
2. Шарп, У. Инвестиции : учебник для вузов / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. А.Н. Буренина, А.А. Васина. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 1028 с.

3. Де Ковни, Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Де Ковни, К. Таки : пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
4. Халл, Дж.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Дж.К. Халл ; пер. с англ. Д.А. Ключина. – 6-е изд. – М. : ООО «И.Д. Вильямс», 2007. – 1056 с.
5. Михайлов, Д.М. Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты / Д.М. Михайлов. – М. : Экзамен, 2000. – 768 с.
6. Бункина, М.К. Основы валютных отношений : учеб. пособие / М.К. Бункина, А.М. Семенов. – М. : Юрайт, 1998. – 192 с.
7. Финансовые инструменты: признание и оценка : Нац. стандарт фин. отчетности 39 (НСФО 39) для банков : утв. постановлением Совета директоров Нац. банка Респ. Беларусь от 29 дек. 2005 г. № 422.
8. Финансовые инструменты: представление информации [Электронный ресурс] : Междунар. стандарт фин. отчетности (IAS) 32 // ADE Professional Solutions. – Режим доступа: [http://www.ade-solutions.com/IFRSPortal/IAS%2032\\_version01.pdf](http://www.ade-solutions.com/IFRSPortal/IAS%2032_version01.pdf). – Дата доступа: 12.11.2016.
9. Финансовые инструменты: признание и оценка [Электронный ресурс] : междунар. стандарт фин. отчетности (IAS) 39 // ADE Professional Solutions. – Режим доступа: [http://www.ade-solutions.com/IFRSPortal/IAS%2039\\_version01.pdf](http://www.ade-solutions.com/IFRSPortal/IAS%2039_version01.pdf). – Дата доступа: 12.11.2016.
10. Налоговый кодекс Республики Беларусь. Особенная часть [Электронный ресурс] : 29 дек. 2009 г., № 71-З : принят Палатой представителей 11 дек. 2009 г. : одобр. Советом Республики 18 дек. 2009 г. : с изм. и доп. по состоянию на 31.12.2013 г. // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «Консультант-Плюс». – Минск, 2014.
11. Малышев, П.Ю. Создание репозитария как способ обеспечения финансовой стабильности [Электронный ресурс] / П.Ю. Малышев // Банк России. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/MoneyAnd Credit>. – Дата доступа: 10.08.2016.

Поступила 12.10.2017

## THE DEVELOPMENT OF THE HEDGING INSTITUTION IN THE REPUBLIC OF BELARUS

I. STROGANOVA

*The relevance of currency risk management by non-financial organizations is disclosed. The necessity of the development of the hedging institution in the Republic of Belarus in the conditions of the current market mechanism for the exchange rate formation and its volatility is noted. The existing problems in the derivatives market are indicated. The factors preventing the development of the institution of currency risks hedging by non-financial organizations in the Republic of Belarus are summarized. Based on the world experience, practical recommendations for improving the legislative framework of the Republic of Belarus regulating legal relations in the field of transactions with derivative financial instruments (including those for currency risks hedging) are offered as well as recommendations for expanding the range of financial derivatives traded on the financial market of Belarus. Proposals to improve the hedging infrastructure in the Republic of Belarus are made.*

**Keywords:** hedging, derivative financial instruments, repository, profitability benchmarks.