

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2026-85-12>

УДК 336.76:336.77

# ЕВОЛЮЦІЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙ РИНКІВ КАПІТАЛУ УКРАЇНИ

## THE EVOLUTION OF DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS AMID TRANSFORMATIONS IN UKRAINE'S CAPITAL MARKETS

**Збанко Олександр Олександрович**

аспірант,

Навчально-науковий центр «Інститут Аграрної Економіки»

ORCID: <https://orcid.org/0009-0000-9299-330X>

**Калівошко Олексій Миколайович**

доктор економічних наук, доцент, головний

науковий співробітник відділу фінансово-кредитної та податкової політики,

Національний науковий центр «Інститут аграрної економіки»;

професор кафедри фінансів,

Університет Григорія Сковороди в Переяславі

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0417-4529>

**Zbanko Oleksandr**

National Science Center «Institute of Agrarian Economics»

**Kalivoshko Oleksii**

National Science Center «Institute of Agrarian Economics»;

Hryhorii Skovoroda University in Pereiaslav

Проведено комплексне дослідження еволюції похідних фінансових інструментів (ПФІ) в контексті трансформації вітчизняних ринків капіталу. На основі огляду постійної недостатності ліквідності для організованих торгів, проведено ретроспективну оцінку еволюції строкового сегмента. Розглянуто економіко-нормативну групу передумов розвитку кожного з етапів та їх особливості. Виокремлено та детально розглянуто п'ять еволюційних етапів розвитку деривативів в Україні. Встановлено, що повномасштабне військове вторгнення 2022 року підсилює попит на стандартизовані інструменти «plain-vanilla», прямо вплинувши на формування об'єктивних передумов для прозорого маржинування та звітності «through-the-wire». Визначено, що агент-центральному контрагент з незалежними моделями ризику та уніфікованими послугами посттрейдингу є необхідним інструментом для процесу трансформації вітчизняного ринку деривативів.

**Ключові слова:** похідні фінансові інструменти; ринок капіталів, ринок деривативів; ф'ючерси; опціони; свопи; кліринг; регулювання ринків капіталу, фінансові трансформації; регулювання ринків капіталу; інституційна архітектура.

In this scientific article, a comprehensive theoretical and methodological study of the genesis and specific characteristics of the Ukrainian financial derivatives market's formation and functioning is carried out within the context of systemic financial transformations. Based on an analysis of chronic illiquidity and infrastructure barriers to organized trade, the author conducts a retrospective evaluation of the term segment's evolution. Five distinct stages are identified: Stage I: Emergence (1991-1994) – characterized by macroeconomic turbulence, a lack of legal certainty, and the prevalence of individual OTC agreements over standardized contracts; Stage II: Initial Regulatory Framework and Exchange Attempts (1995-2000) – marked a period of institutionalizing market rules, establishing a legislative framework for state supervision, and initial attempts to organize term trading; Stage III: OTC Expansion and Vulnerability to Shocks (2001-2009) – defined by the quantitative growth of over-the-counter practices in the absence of a fully-fledged clearing infrastructure, leading to high market sensitivity during the 2008-2009 crisis; Stage IV: Attempted Institutionalization of the Exchange-Traded Segment (since 2010) – characterized by improvements in trading technologies and post-trade discipline; Stage V: Regulatory Convergence and Relaunch (since 2020) – based on the harmonization of domestic legislation with EU standards (MiFID II, EMIR)



and the prioritization of implementing the central counterparty (CCP) model and digital reporting. It is established that the 2022 full-scale military invasion has propelled demand toward standardized plain-vanilla instruments, creating objective prerequisites for transparent margining and through-the-wire reporting via XBRL taxonomy. The article synthesizes financial, institutional, legal, infrastructural, and organizational preconditions to construct a roadmap for CCP implementation. The central conclusion is that a settlement central counterparty agent with independent risk models and unified post-trading services is the essential vehicle for the domestic derivatives market to reach maturity and complete its integration into the European financial market.

**Keywords:** derivative financial instruments; capital markets, derivatives markets; futures; options; swaps; clearing; capital market regulation, financial transformations; capital market regulation; institutional architecture.

**Постановка проблеми.** Похідні фінансові інструменти виконують системоутворюючу роль на ринках капіталу: дають змогу перерозподіляти фінансові активи між агентами, знижують волатильність грошових потоків корпорацій і сприяють більш повному розкриттю інформації в цінах базових активів через механізми хеджування та арбітражу [1, с. 10-21]. Для України ключовою перешкодою їх розвитку є структурна низьколіквідність ринку: вузька номенклатура стандартних контрактів, обмежений пул маркет-мейкерів і концентрація активності в позабіржових форвардах. Додаткові бар'єри формують інфраструктурні обмеження організованих торгів (обмежений функціонал пост-трейдингу, відсутність операційної моделі центрального контрагента) та правова невизначеність минулих періодів (неповна уніфікація практик неттінгу, маржинування, звітності) [2, с. 18-20; 6, с. 50-53]. Воєнні невизначеності посилили специфічні ризики та поглибили асиметрію інформації, що зменшило глибину котирувань і погіршило умови хеджування для емітентів та банків. У результаті сформувався розрив між нормативною конвергенцією із європейськими стандартами та фактичною ринковою практикою, який і визначає наукову й прикладну актуальність дослідження.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Із позицій фінансового інжинірингу похідні інструменти розглядають L. Galitz, J. F. Marshall і V. K. Bansal; практичні аспекти біржових і позабіржових контрактів, конкретизація «інституційної ціни» відсутності клірингу та прозорості, моделі маржі, управління дефолтами та управління ризиками деталізовано у працях F. Fabozzi [14]. Безпосередньо етапологи становлення українського ринку ПФІ розробляє І. М. Бурденко, який пропонує послідовну періодизацію від зародження у 1990-х через первинне регулятивне оформлення та експерименти 2000-х до спроб інституціоналізації біржового строкового сегмента з 2010 року [17]. У роботах О. Шевченка, В. Коваленка, А. Петрука присутні й

альтернативні погляди на формування етапів [18; 19; 20]. Водночас значна частина вітчизняних праць і надалі зосереджується на сутності, структурі та класифікації інструментів, тоді як комплексне відтворення етапів, передумов і причинно-наслідкових зв'язків еволюції ПФІ в Україні (з урахуванням реформ 2020-х років, запуску ССР, стандартів EMIR/MiFID та пост-трейдингу) потребує подальших поглиблених досліджень [2; 6].

**Постановка завдання.** Метою дослідження є проведення системного історико-логічного аналізу еволюції похідних фінансових інструментів в умовах трансформації українських ринків капіталу та теоретичне обґрунтування стратегічних пріоритетів їх розвитку в умовах повномасштабної війни та повоєнного відновлення. В рамках цього передбачено здійснення ґрунтовної періодизації становлення ринку ПФІ із виокремленням п'яти ключових етапів.

Для досягнення поставленої мети застосовано методи індукції та дедукції, історичний і порівняльно-правовий аналіз, узагальнення, елементи бібліометричного та контент-аналізу вторинних джерел (нормативні акти, офіційні звіти, профільна література).

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Еволюція похідних фінансових інструментів не може здійснюватися без створення належних передумов фінансового, інституційно-правового та інфраструктурно-організаційного характеру. Це задає чіткі вимоги до невід'ємної складової (котирування, звітність, прозорість маржинування) та передумови ліквідності [2; 6]. З позицій фінансового інжинірингу ринок рухається від індивідуалізованих ОТС-конструкцій до стандартизованих модульних продуктів (форвард/ф'ючерс/опціон/своп) з передбачуваною кліринговою логікою [13; 15].

Після опрацювання [1; 3; 9; 13-20] нами було прийнято рішення виділити дві групи передумов розвитку ринків похідних фінансових інструментів: економіко-нормативну та кон'юнктуру. Детально, другу з них ми про-

аналізуємо в одній з наступних наших праць. В свою чергу, до економіко-нормативної групи передумов розвитку деривативів нами було віднесено: фінансові, інституційно-правові та інфраструктурно-організаційні передумови. В цій роботі ми їх детально розглянемо на кожному з етапі еволюції досліджуваних фінансових інструментів в умовах трансформації ринків капіталу України (див. табл. 1).

Існує кілька поглядів на періодизацію розвитку самого ринку ПФІ в Україні. Наприклад, О. Шевченко виділяє дві фази з чітким рубежем у 2010 р.: до 2010 – становлення, з 2010 – друга хвиля розвитку біржового сегмента [18]. В. Коваленко виокремлює перший етап (формування) 1994-2009 рр., далі – друга стадія без чіткого обмеження [19]. А. Петрук також поділяє на дві стадії – 1994-2010/після 2010, з акцентом на інфраструктурних бар'єрах входу до наступної фази [20]. В узагальнюючих оглядах зазвичай виділяють чотири-п'ять хвиль і співвідносять їх з інфраструктурними та нормативними рубежами (1991-1994; 1995-2000; 2001-2009; з 2010; з 2020) [2; 6; 18-20]. Усі ці підходи збігаються за логікою «рання база → перші спроби → ОТС-домінування/вразливість → біржові експерименти 2010-х → реформування 2020-х» і різняться деталізацією внутрішніх підетапів. Загалом більшість науковців у своїх працях посилається саме на періодизацію І. Бурденка [17]. Варто розглянути її ретельніше з дослідженням кожного з етапів, їхніх характеристик і передумов, що сформувалися в результаті.

Етап I – зародження (1991-1994). Етап зародження українського ринку деривативів

припав на період макроекономічної турбулентності та інституційного нульового циклу: висока інфляція, різка волатильність валютного курсу й тонка капіталізація посередників зумовлювали наявність хеджевих потреб, але ці потреби ще не були оформлені у сталі політики ризик-менеджменту [2, с. 41-45]. У правовому полі лише формувалися базові інституції та дефініції; ключовими віхами стали запровадження системи валютного регулювання [12] і рішення щодо функціонування Української міжбанківської валютної біржі [11], що окреслило первинну організаційну рамку для валютних операцій і потенційних строкових експериментів. Фінансові передумови. На тлі високої інфляції та курсової волатильності в реальному секторі сформувався початковий попит на хедж від експортерів/імпортерів і банків із відкритими валютними позиціями. Попит ще не був оформлений у стандартизовані політики ризик-менеджменту, однак саме в цей період у фінансових установах з'явилися перші елементи внутрішніх лімітів, облік позицій та вимоги до забезпечення - ті основи, з яких згодом вирости практики маржинування й нетінгу [2, с. 41-45]. Фінансовий сенс строкових угод (перерозподіл ризиків, стабілізація грошових потоків) відповідав функціональній логіці ринку ПФІ, окреслений у теорії та підручниках [1]. Інституційно-правові передумови. Формування первинних регуляторних центрів та спеціалізованих відділів у структурі НБУ дозволило розпочати процес виокремлення валютного та фондового сегментів як самостійних об'єктів нагляду [6, с. 39]. Нормативна база лише складалася, але саме тоді

Таблиця 1

## Етапи I-V (1991-2025) та рівень зрілості ключових ознак

Ознака \ Етап	I (1991-1994)	II (1995-2000)	III (2001-2009)	IV (з 2010)	V (з 2020)
Правова визначеність	X	△	△	✓	✓
Посттрейдинг (операційний контур)	X	△	△	✓	✓
Наявність ССР	X	X	X	△	✓
Стандартизована маржа IM/VM	X	△	△	△	✓
Дані/звітність/XBRL	X	X	△	△	✓
Ліквідність організованих серій	X	△	△	△	✓
Доступ нерезидентів	X	X	△	△	✓

X - відсутнє; △ - частково/пілот; ✓ - впроваджено

Джерело: сформовано авторами

закріплено ієрархію валютного регулювання (Декрет № 15-93) і створено правові умови для організації торгів на міжбанківському майданчику (Постанова НБУ № 50), що легітимувало базові процеси торгів і розрахунків та відкрило шлях до подальшої кодифікації інструментів та учасників у профільних законах наступних років [11; 12; 6, с. 39-41]. Інфраструктурно-організаційні передумови. Запуск Української міжбанківської валютної біржі у 1993 році надав практичний досвід організації торгів у безперервному режимі, первинних процедур розрахункової дисципліни та координації між професійними учасниками [11]. Хоч централізований кліринг і типові моделі маржі були відсутні, ринок отримав першу «школу» операційної взаємодії – фундамент, на який спиратимуться майбутні строкові платформи та пост-трейдинг-сервіси [6, с. 50-53]. Підсумок етапу. У 1991-1994 рр. ринок ПФІ ще не функціонував як зріла інституція, проте сформувалися критичні зачатки фінансових (початковий попит на хедж), інституційно-правових (ієрархія валютного регулювання), інфраструктурно-організаційних (базові процедури торгів/розрахунків), без яких перехід до подальших етапів був би неможливий [2, с. 41-45; 11; 12; 6, с. 39-41; 48-53]. Наступна фаза: первинне регулятивне оформлення та біржові спроби кінця 1990-х рр. – спиралася саме на ці напрацювання та поступово переводила строкові операції з площини індивідуальних домовленостей у напрям стандартизації й інституціоналізації.

Етап II – первинне регулятивне оформлення (1995-2000). Друга фаза позначена переходом від поодиноких експериментів до інституційного закріплення правил гри та перших, хоч і нестійких, спроб організованої строкової торгівлі. Макрофінансові умови дещо стабілізувалися, у корпоративному секторі зростав усвідомлений попит на хеджування валютних і відсоткових ризиків, а регуляторна архітектура ринку капіталу отримала законодавчу «раму», достатню для запуску базових процедур нагляду та організації торгів [2, с. 41-45; 6, с. 39-41]. Фінансові передумови. Стабілізація курсових очікувань підвищила передбачуваність грошових потоків бізнесу; це дозволило компаніям формалізувати мінімальні політики ризик-менеджменту, а банкам – пропонувати системні продукти хеджу клієнтам. Виник перший «короткий» маркет-мейкерський прошарок у валютних інструментах; хоча глибина залишалася тонкою, саме він надавав котируванням ознак безперервності

[2, с. 41-45]. Інституційно-правові передумови. Закон 1996 року заклав ієрархію державного регулювання ринку цінних паперів і механізми впливу на організаторів торгів та профучасників [8]. Наявна валютна база (Декрет № 15-93) та постанова НБУ про функціонування міжбанківської біржі забезпечували процедурну сумісність між спотовими й строковими валютними операціями, що було критичним для будь-яких ф'ючерсних експериментів [11; 12]. Попри те, що правова визначеність неттінгу, забезпечення та клірингу ще не була досягнута, саме в цей період оформлюються перші регламенти щодо допуску до торгів і базової звітності [6, с. 39-41]. Інфраструктурно-організаційні передумови. Організовані майданчики запроваджують правила лістингу, клієнтського обслуговування та розрахункової дисципліни; з'являються пілотні серії валютних строкових контрактів, які торгуються короткими циклами. Централізованого клірингу та прозорих моделей маржі ще немає, однак виростає операційна компетентність бірж і розрахункових підрозділів, формується «навігація» між торговельним і розрахунковим днями [6, с. 39-41]. Створення ДКЦПФР як єдиного державного органу з нагляду за ринком цінних паперів дозволило легітимізувати вертикаль контролю за строковими операціями та правилами допуску професійних учасників [6; 8]. Сумарно друга фаза не забезпечила стійкої глибини, проте зробила ринок адресним: на відміну від етапу зародження, строкові операції перестали бути винятково кастомним ОТС, отримали процедурну підтримку організованих майданчиків і регулярні котирування. Саме тому перехід до наступної фази – екстенсивного домінування ОТС із вразливістю до ризиків у 2001-2009 рр.; слід розглядати не як відкат, а як наслідок недобудованої інфраструктури клірингу й маржування, яку тоді ще не було інституціоналізовано [6, с. 39-41].

Етап III – експансія ОТС (2001-2009). Третя фаза позначена кількісним розростанням позабіржових (ОТС) практик за відсутності повноцінної клірингової інфраструктури та стандартизованих маржових правил. З одного боку, зростання реального сектору й торгівлі підштовхнуло корпоративний попит на хеджування валютних, процентних та товарних ризиків; з іншого – інституційна «недобудова» пост-трейдингу зберігала високий контрагентський та операційний ризики, через що стійкої біржової ліквідності не виникло [2, с. 41-45; 6, с. 39-41, 50-53]. Фінансові передумови.

На тлі вищих темпів зростання ВВП та активнішої зовнішньої торгівлі розширилися експозиції до FX/IR/commodity-ризиків у корпорацій, що сформувало масштабний попит на хедж. Банки й великі компанії інтенсивно використовували форвардні угоди та окремі «кастомні» конструкції; проте через відсутність централізованого клірингу вартість капіталу під ризик і вимоги до колатералю залишалися індивідуальними й гетерогенними, що обмежувало ринкову глибину [2, с. 41-45]. Інституційно-правові передумови. Нормативна рамка ринку капіталу поступово деталізувалася, однак правова визначеність нетінгу, забезпечення і примусового виконання деривативних зобов'язань лишалася неповною. Це консервувало двосторонню модель заліку та застави, у якій невизначеність правозастосування напряду монетизувалася у вищих «хайкатах» і стислих лімітах контрагентів [6, с. 39-41, 50-53]. Концентрація маркет-мейкерських функцій у великих комерційних банках визначила інституційну архітектуру ринку як банківсько-центричну, де довіра базувалася на двосторонніх лімітах контрагентів [16]. Інфраструктурно-організаційні передумови. Організовані майданчики запускали окремі строкові лінійки (у т. ч. опціонні сертифікати), однак стабільного клірингу з централізованим управлінням дефолтами не було. Біржова активність носила хвилеподібний характер і зникла під час підвищеної волатильності; практики варіаційної/початкової маржі лишалися нерівномірними, що знижувало привабливість біржового сегмента відносно гнучкого ОТС [6, с. 39-41]. Підсумок етапу. 2001-2009 рр. дали масштабний, але незбалансований розвиток: попит на хедж зростав, однак інституційна ціна відсутності клірингу, єдиних маржових стандартів і правової визначеності залишалася надто високою. У підсумку ринок увійшов у залежність від двосторонніх лімітів, що зумовило різке скорочення активності. Логіка подальшої еволюції стала очевидною: без побудови депозитарно-клірингового «хребта», стандартизованих продуктів і прозорого пост-трейдингу перехід до зрілості неможливий [1; 5; 6, с. 50-53]. Це напряду підвело до наступної фази – спроб інституціоналізації біржового строкового сегмента з 2010 року, коли технологічні платформи та нормативні оновлення отримали новий імпульс, але вже на уроках попередньої деценії [6, с. 39-41].

Етап IV – інституціоналізації біржового строкового сегмента (з 2010 р.). Четверта

фаза стартувала з перезапуску строкових лінійок на організованому ринку у 2010 році створили відчуття «нового старту» для деривативів в Україні [7]. На рівні інфраструктури ключовим каталізатором став Закон «Про депозитарну систему України» (2012), який унормував облік прав, взаємодію інститутів пост-трейдингу та розділив функції зберігання/розрахунків, тим самим наближаючи практики до європейських підходів [9]. Паралельно НКЦПФР вибудовувала регуляторну вертикаль для організованих торгів і нагляду, а біржі приводили правила до більш прозорих стандартів допуску та розкриття [6, с. 39-41]. Фінансові передумови. Корпоративний сектор поступово формалізував політики хеджування, а банки поглиблювали продуктову лінійку (FX-форварди/свопи, базові процентні інструменти), що логічно мало б «підживити» біржовий сегмент. Утім різниця у вартості капіталу під ризик між двосторонніми угодами та ще не інституціоналізованим клірингом залишала біржові продукти неконкурентними за сукупною ціною трансферу ризику [2, с. 41-45; 6, с. 50-53]. У результаті біржові серії працювали хвилеподібно: з піками навколо запусків і «вікон» волатильності, але без стабільного стакану. Інституційно-правові передумови. Після 2012 року з'явилася більш зв'язна правова архітектура пост-трейдингу (депозитарій, розрахунки, взаємодія інститутів), а також оновлювалися правила організованих торгів і розкриття інформації [6, с. 39-41; 9]. Проте правозастосування нетінгу, стандартизованих маржових моделей і централізованого управління дефолтами все ще не мало завершеного операційного контуру, що утримувало системний ризик на двосторонньому рівні [6, с. 50-53]. Поява Розрахункового центру та центрального депозитарію як ключових ланок пост-трейдингу дозволила наблизити вітчизняні інституційні практики до європейських стандартів обліку прав власності [9]. Інфраструктурно-організаційні передумови. Електронні торговельні системи, стандарти лістингу та процедурної дисципліни істотно покращили «фронт» торгівлі [7]. Разом з тим, ССР із прозорими «waterfall-процедурами», уніфікованою початковою/варіаційною маржею та незалежними моделями ризику - залишався недобудованим, через що біржова позиція і далі була менш привабливою за ОТС-дзеркало для великих учасників [6, с. 50-53]. Підсумок етапу. Етап 2010-х років дав ринку те, чого бракувало у 2000-х: електронну торгівлю, кращу процедурну дисципліну, зрозумі-

ліші правила лістингу та помітно якісніші дані [6, с. 39-41; 7; 9]. Але він не розв'язав головне - інституціональний дефіцит централізованого клірингу й єдиних маржових стандартів, через що біржова ліквідність так і не стала «несучою конструкцією» ринку. Саме цей висновок безпосередньо проклав дорогу до наступного етапу – регуляторної конвергенції та перезапуску з 2020 року, коли законодавчий каркас був переосмислений у напрямі європейських норм (MiFID II/MiFIR, EMIR), а курс на ССР і цифровий репортинг став наріжним каменем стратегії розвитку [4; 6, с. 50-53].

Етап V – регуляторна конвергенція (з 2020 р.). П'ятий етап окреслив якісну зміну парадигми: перебудову правил гри під європейські стандарти, з пріоритетом централізованого клірингу, прозорого маржинування та цифрового репортингу. Базовим тригером став Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» № 738-IX (23.06.2020), що набрав чинності 01.07.2021 і запустив масштабну гармонізацію з MiFID II/MiFIR та EMIR за логікою захисту інвестора, прозорості торгів і пост-трейдингу [4]. Військове вторгнення РФ у 2022 р. спричинило тимчасове згортання торгів і екстраординарні обмеження, але водночас консолідувало інституційні зусилля: через кризовий режим було легше проектувати «нову нормальність» уже на європейських рейках [10]. Фінансові передумови. Невизначеність воєнного періоду різко підвищила ціну ризику та зробила хедж-попит більш «жорстким»: корпорації з критичними FX-, відсотковими та сировинними експозиціями зафіксували політики управління ризиком як елемент безперервності бізнесу. НБУ у звітах із фінстабільності відзначає зміщення корпоративного фокусу від спекулятивних до plain-vanilla інструментів (FX-форварди/свопи, базові ф'ючерси), що структурно підживлює стандартизацію та кліринг [2, с. 41-45]. На тлі глобальної практики (BIS) це відповідає «консервативному циклу» ринків: у стресі зростає попит на прості стандартизовані контракти, які легше ціноутворювати та коллатералізувати [3]. Інституційно-правові передумови. Новий закон 2020 р. кодифікував ролі учасників, режими організованих торгів і вимоги до розкриття/звітності; він також створив правову рамку для централізованого клірингу стандартизованих контрактів і прозорого допуску учасників за єдиними правилами [4]. Протягом 2023-2024 рр. НКЦПФР вивела на новий рівень регуляторну вертикаль: XBRL-таксономії, деталізація звіт-

ності за операціями, наближення до EMIR-логіки ідентифікації угод та контрагентів (UTI/UIP-підхід), посилений комплаєнс/маркет-аб'юз-контроль [6, с. 39-41; 48-53]. Водночас рішення регулятора про тимчасові обмеження торгів у лютому 2022 р. і подальше поетапне відновлення операцій закріпили прецеденти кризового правозастосування, що важливо для дизайн-мислення майбутнього ССР [10]. Визначення центрального контрагента (ССР) як критичного інституційного вузла, здатного адмініструвати системні ризики та гарантувати виконання зобов'язань у кризових умовах, стало ключовим завданням регуляторної трансформації [4; 6]. Інфраструктурно-організаційні передумови. Цільовий «характер» етапу – операціоналізація ССР з прозорим default waterfall, незалежними моделями ризику, уніфікацією початкової/варіаційної маржі та механікою дефолт-менеджменту. На рівні бірж і пост-трейдингу формується технічна готовність до наскрізного маршруту «торг → кліринг → звітність», а також моделі взаємодії з депозитарною інфраструктурою [6, с. 50-53]. Ринок поступово рухається до клірингових ОТС для стандартизованих угод (де є економія на масштабі ризику) та до біржових лінійок із передбачуваними вимогами до забезпечення. Підсумок етапу. Етап із 2020 р. - це перехід від «ринку за наміром» до «ринку за процедурами». Правовий каркас [4], операційні стандарти та дата-архітектура [6], а також досвід антикризового правозастосування [10] створили вікно можливостей: стандартизувати продуктову лінійку, запустити контрагентський ризик до керованого. Якщо ці вузли закриваються, Україна отримує шанс на перманентну біржову ліквідність і повноцінну інтеграцію до європейського ринку деривативів; якщо ні – ринок знову «стікатиме» в ОТС із повним набором старих вад [6, с. 50-53; 2, с. 41-45].

**Висновки.** З огляду на вищезазначене український ринок похідних фінансових інструментів в контексті трансформацій ринків капіталу пройшов п'ять взаємопов'язаних етапів – від зародження в умовах інституційного нуля-циклу до регуляторної конвергенції з ЄС. Зародкова фаза (1991-1994) сформувала мінімальні фінансові, інституційно-правові та інфраструктурно-організаційні передумови, але не породила сталої ліквідності. Первинне регулятивне оформлення (1995-2000) надало «раму» для організованих торгів, проте ядро ризик-менеджменту лишалося двостороннім.

У 2001-2009 рр. домінування ОТС прискорило хедж-практики, але зробило систему вразливою до ризиків через відсутність централізованого клірингу та єдиних маржових стандартів. Четвертий етап інституціоналізації біржового сегмента (з 2010 р.) покращив технологію торгів і пост-трейдингову дисципліну, однак без ССР ліквідність залишалась хвилеподібною. Етап регуляторної конвергенції (з 2020 р.) переорієнтував ринок на європейську логіку MiFID II/MiFIR та EMIR, зробивши пріоритетами запуск центрального контрагента, уніфікацію маржових моделей і цифровий репортинг.

З погляду економічної функції деривативів (хеджування, ціноутворення, трансфер ризику) головний структурний вузол – інституціоналізація клірингу. Саме операційний ССР з незалежними моделями ризику, прозорим default-waterfall та стандартизованою первин-

ною/варіаційною маржею здатний знизити контрагентський ризик до керованого рівня та «розблокувати» маркет-мейкерство у стандартизованих серіях.

Воєнні потреби виявили й прискорили потрібні зміни: регулятор (НКЦПФР) ідентифікував пріоритети-XBRL/операційний репортинг, узгодження ідентифікаторів угод (UTI/UIP), підвищення прозорості позицій і посилення нагляду за зловживаннями. У корпоративному секторі відбулася нормалізація попиту на plain-vanilla інструменти (FX-форварди/свопи, базові ф'ючерси), що добре сумісно з кліринговими моделями.

Перспективи подальших досліджень полягають в аналізі кон'юнктурної групи передумов. Поєднання результатів даної роботи із майбутнім дослідженням дозволить сформулювати вичерпну дорожню карту розвитку вітчизняного ринку деривативів у повоєнний період.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Hull J. C. Options, Futures, and Other Derivatives. 11th ed. Harlow: Pearson, 2021. 912 p.
2. Звіт про фінансову стабільність. Національний банк України. 2023. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/FSR\\_2023-H2.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2023-H2.pdf) (дата звернення: 15.02.2026).
3. OTC derivatives statistics at end-December 2023. Bank for International Settlements. 2024. URL: <https://www.bis.org> (дата звернення: 12.09.2025).
4. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.06.2020 № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/738-20> (дата звернення: 12.09.2025).
5. Derivatives Market Intermediary Regulation. IOSCO Report. 2021. URL: <https://www.iosco.org> (дата звернення: 12.09.2025).
6. Річні звіти про діяльність Комісії (2011-2024). НКЦПФР. 2025. URL: <https://www.nssmc.gov.ua> (дата звернення: 12.09.2025).
7. Деривативний ринок (офіційні матеріали/статистика). Українська біржа. 2010. URL: <https://www.ux.ua/s173> (дата звернення: 12.09.2025).
8. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/448/96-вр> (дата звернення: 12.09.2025).
9. Про депозитарну систему України: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/5178-17> (дата звернення: 12.09.2025).
10. Рішення НКЦПФР № 136 від 24.02.2022 «Про тимчасове обмеження проведення операцій на ринках капіталу». URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/02/24.02.2022.pdf> (дата звернення: 12.09.2025).
11. Постанова Правління НБУ від 08.07.1993 № 50 «Про Українську міжбанківську валютну біржу». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/v0050500-93> (дата звернення: 12.09.2025).
12. Декрет Кабінету Міністрів України від 19.02.1993 № 15-93 «Про систему валютного регулювання і валютного контролю». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/15-93> (дата звернення: 12.09.2025).
13. Galitz L. Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risk. New York: John Wiley & Sons, 1994. 464 p.
14. Handbook of Financial Instruments / ed. by F. J. Fabozzi. Hoboken: John Wiley & Sons, 2002. 848 p..
15. Сохацька О. М. Фінансовий інжиніринг: навч. посіб. Київ: Кондор, 2011. 660 с.
16. Примостка Л. О., Лисенюк О. В., Чуб О. О. Банківські ризики: теорія та практика управління: монографія. Київ: КНЕУ, 2008. 456 с.
17. Бурденко І. М. Передумови створення та використання інноваційних фінансових інструментів на ринку цінних паперів України. *Маркетинг і менеджмент інновацій*. 2012. № 3. С. 181-190.

18. Шевченко О. М. Сучасні тенденції функціонування ринку деривативів в Україні. *Інфраструктура ринку*. 2018. Вип. 16. С. 240-245.
19. Коваленко В. В. Ринок цінних паперів в умовах структурних трансформацій економіки. *Проблеми економіки та управління*. 2019. № 1(12). С. 115-122.
20. Петрук А. О. Аналіз світового та вітчизняних ринків похідних фінансових інструментів. *Економіка, управління та адміністрування*. 2022. № 2(100). С. 62-75 DOI: [https://doi.org/10.26642/ema-2022-2\(100\)-62-75](https://doi.org/10.26642/ema-2022-2(100)-62-75).

## REFERENCES:

1. Hull, J. C. (2021) *Options, Futures, and Other Derivatives* (11th ed.). Harlow: Pearson, 912 p.
2. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. (2023) *Zvit pro finansovu stabilnist* [Financial Stability Report]. Available at: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/FSR\\_2023-H2.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2023-H2.pdf) (accessed February 15, 2026).
3. Bank for International Settlements. (2024) *OTC derivatives statistics at end-December 2023*. Available at: <https://www.bis.org> (accessed September 12, 2025).
4. Verkhovna Rada Ukrainy [Verkhovna Rada of Ukraine]. (2020) *Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky* [On Capital Markets and Organized Commodity Markets] (Law No. 738-IX). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/go/738-20> (accessed September 12, 2025).
5. IOSCO. (2021) *Derivatives Market Intermediary Regulation* (Report). Available at: <https://www.iosco.org> (accessed September 12, 2025).
6. Natsionalna komisiia z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku [National Securities and Stock Market Commission]. (2025) *Commission Activity Reports 2011-2024*. Available at: <https://www.nssmc.gov.ua> (accessed September 12, 2025).
7. Ukrainska birzha [Ukrainian Exchange]. (2010) *Deryvatyvnyi rynek* [Derivatives Market]. Available at: <https://www.ux.ua/s173> (accessed September 12, 2025).
8. Verkhovna Rada Ukrainy [Verkhovna Rada of Ukraine]. (1996) *Pro derzhavne rehulivannia rynku tsinnykh paperiv v Ukraini* [On State Regulation of the Securities Market in Ukraine] (Law No. 448/96-VR). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/go/448/96-vr> (accessed September 12, 2025).
9. Verkhovna Rada Ukrainy [Verkhovna Rada of Ukraine]. (2012) *Pro depozytarnu cuc temu Ukrainy* [On the Depository System of Ukraine] (Law No. 5178-VI). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/go/5178-17> (accessed September 12, 2025).
10. Natsionalna komisiia z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku [National Securities and Stock Market Commission]. (2022) *Rishennia № 136 vid 24.02.2022 «Pro tymchasove obmez hennia provedennia operatsii na rynkakh kapitalu»* [Decision No. 136 of 24.02.2022 "On Temporary Restrictions on Operations in Capital Markets"]. Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/02/24.02.2022.pdf> (accessed September 12, 2025).
11. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. (1993) *Pro Ukrainsku mizhbankivsku valiutnu birzhu* [On the Ukrainian Interbank Currency Exchange] (Resolution No. 50). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/go/v0050500-93> (accessed September 12, 2025).
12. Kabinet Ministriv Ukrainy [Cabinet of Ministers of Ukraine]. (1993) *Pro cuc temu valiutnoho rehulivannia i valiutnoho kontroliu* [On the System of Currency Regulation and Currency Control] (Decree No. 15-93). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/go/15-93> (accessed September 12, 2025).
13. Galitz, L. (1994) *Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risk*. New York: John Wiley & Sons, 464 p.
14. Fabozzi, F. J. (ed.) (2002) *Handbook of Financial Instruments*. Hoboken: John Wiley & Sons, 848 p.
15. Sokhatska, O. M. (2011) *Finansovyi inzhynirynh* [Financial Engineering: Textbook]. Kyiv: Kondor, 660 p. (in Ukrainian).
16. Prymostka, L. O., Lyseniuk, O. V., & Chub, O. O. (2008) *Bankivski ryzyky: teoriia ta praktyka upravlinnia* [Banking Risks: Theory and Practice of Management: Monograph]. Kyiv: KNEU, 456 p. (in Ukrainian).
17. Burdenko, I. M. (2012) *Peredumovy stvorennia ta vykorystannia innovatsiinykh finansovykh instrumentiv na rynku tsinnykh paperiv Ukrainy* [Prerequisites for Creating and Using Innovative Financial Instruments in Ukraine's Securities Market]. *Marketynh i menedzhment innovatsii - Marketing and Management of Innovations*, no. 3, pp. 181-190. (in Ukrainian).
18. Shevchenko, O. M. (2018) *Suchasni tendentsii funktsionuvannia rynku deryvatyviv v Ukraini* [Current Trends in the Functioning of Ukraine's Derivatives Market]. *Infrastruktura rynku - Market Infrastructure*, vol. 16, pp. 240-245. (in Ukrainian).

19. Kovalenko, V. V. (2019) *Rynok tsinnykh paperiv v umovakh strukturnykh transformatsii ekonomiky* [The Securities Market under Structural Transformations of the Economy]. *Problemy ekonomiky ta upravlinnia – Problems of Economics and Management*, no. 1(12), pp. 115-122. (in Ukrainian).

20. Petruk, A. O. (2022) *Analiz svitovoho ta vitchyznyanykh ryнкiv pokhidnykh finansovykh instrumentiv* [Analysis of Global and Domestic Derivatives Markets]. *Ekonomika, upravlinnia ta administruvannia – Economics, Management and Administration*, no. 2(100), pp. 62-75. [https://doi.org/10.26642/ema-2022-2\(100\)-62-75](https://doi.org/10.26642/ema-2022-2(100)-62-75) (in Ukrainian).

Дата надходження статті: 31.03.2026

Дата прийняття статті: 20.04.2026

Дата публікації статті: 23.04.2026