

---

# РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ПФИ В ЕС И США: ОБЩЕЕ И ОТЛИЧИЯ

Евгения Васина\*

*В статье автор рассматривает меры, направленные на повышение прозрачности рынка внебиржевых ПФИ и устранение системных рисков, которые были приняты после финансового кризиса 2007–2008 гг. лидерами стран Группы двадцати. Большое внимание в работе уделено изменениям в регулировании рынка ПФИ, внесенным США и ЕС, рассматриваются цели США и ЕС, подходы к регулированию рынка внебиржевых ПФИ и его результаты. Ознакомившись с публикацией, читатель получит четкое представление о том, какие изменения были внесены в регулирование рынка ПФИ в США и ЕС после кризиса 2007–2008 гг.*

Поступательное развитие современного финансового сектора мировой экономики неоднократно прерывалось кризисами, которые свидетельствовали о необходимости пересмотра существовавшей на тот момент системы регулирования. Как правило, кризисным явлениям предшествовали периоды «дефицита регулирования», которые последовательно ослабляли установленные в предыдущий период правовые рамки функционирования финансовых институтов [1. С. 55]. Именно по причине недостаточно жёсткого регулирования финансовый сектор из посредника, который был призван обслуживать сектор реального производства, со временем превратился в самостоятельный, доминирующий сегмент мировой экономики, не подчинённый потребностям остальной экономики.

В итоге после финансового кризиса 2007–2008 гг. лидеры стран Группы двадцати (G20) согласились на принятие ряда мер, направленных на повышение прозрачности рынка внебиржевых ПФИ и устранение системных рисков. Эти реформы вносят радикальные изменения в деятельность всех финансовых учреждений [2]. Они коренным образом изменяют структуру внебиржевых рынков ПФИ, значительно влияя на бизнес-модели, рентабельность, организационные структуры компаний, операции, информа-

цию и технологии финансовых организаций, занимающихся ПФИ.

Ряд ведущих стран реализовали инициативы реформ глобального регулирования, которые были предложены лидерами стран Группы двадцати (G20): США провели реформу Уолл-стрит Додда-Франка и приняли Закон о защите потребителей (Додда-Франка), а ЕС принял директиву о рынках ПФИ (MiFID II / MiFIR) и ввел регулирование инфраструктуры европейских рынков (EMIR).

## **Регулирование рынка ПФИ согласно положениям закона Додда-Фрэнка**

Отдельные положения закона Додда-Фрэнка направлены на повышение прозрачности рынка ПФИ и снижение рисков, которые связаны с совершаемыми на нём операциями, в частности – операциями с кредитными свопами. Наиболее важным положением закона Додда-Фрэнка относительно регулирования рынка ПФИ является положение, содержащееся в разделе 7 «прозрачность и подотчетность Уолл-стрита». Данный раздел предполагает значительно расширить регулирование рынка кредитных дефолтных свопов (CDS), а также кредитных деривативов, в частности.

Согласно закону Додда-Фрэнка регулирование рынка свопов (свопов на процент-

---

\* Васина Евгения Валерьевна, аспирантка кафедры фондового рынка Московского государственного института международных отношений (университета) МИД России.

ные ставки, свопов на поставку товаров, индексных и валютных свопов) и надзор за его участниками относится к ведению Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission), а регулирование рынка свопов на ценные бумаги (в том числе кредитных дефолтных свопов, опционов на ценные бумаги и опционов на индексы ценных бумаг) переходит в компетенцию Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission (SEC)) [1. С. 55]. Любые новые производные инструменты должны быть в обязательном порядке одобрены со стороны упомянутых выше комиссий, которые также выявляют необходимость применения клиринга при торговле каждым видом инструментов. Финансовым организациям, торгующим в основном ПФИ, предъявляют более высокие требования к их капиталу, близкие к нормативам, которые действуют в отношении банков [3].

Закон ужесточает регулирование рынка ПФИ (ранее в основном внебиржевого), повышая минимальный объем залога, требуемого в качестве гарантии выполнения операции, налагая на участников рынка обязательство применять клиринг при торговле внебиржевыми ПФИ, в частности свопами, и осуществлять сделки с такими инструментами на организованных рынках (биржах) или через специальные торговые платформы.

В частности, при торговле свопами участники рынка должны применять клиринг через центрального контрагента, который регулируется одним или несколькими федеральными агентствами. Клиринговые центры налагают на трейдеров обязательство внести часть денег (называемых первоначальной маржой) во время открытия контракта для того, чтобы покрыть возможные убытки и вносить последующие депозиты (называемые поддерживающей маржой) для покрытия фактических убытков по позиции [4]. Целью требования внесения маржи является исключение возможности того, что компания создаст настолько большой риск недостатка капитала, что банкротство будет иметь последствия для всей финансовой системы. Размер позиции, к которой применяется клиринг, ограничен размером капитала, который имеется в наличии у компании и который вносится в качестве маржи с целью покрытия фактических и возможных убытков. Данный капитал защищает торговых партнеров компании и финансовую систему в целом.

Дилеры, занимающиеся свопами, и основные участники рынка свопов (компании со значительными позициями по ПФИ) должны отвечать требованиям по марже и капиталу помимо тех, что установлены клиринговыми центрами. Все трейдеры будут предоставлять информацию в депозитарии, и таким образом, регулирующие органы будут обладать всей полнотой информации о позициях по ПФИ. Данные по ценам на свопы и торгуемых объемах становятся общедоступными.

В законе Додда-Фрэнка имеются исключения из требований клиринга и торговли на биржах для коммерческих конечных пользователей или компаний, которые используют ПФИ для хеджирования рисков их нефинансовых бизнес-операций. Регулирующие органы могут также сделать исключения для небольших финансовых организаций. Однако даже трейдеры, которые попадают под эти исключения, обязаны предоставлять данные депозитариям или непосредственно регулирующим органам.

С 2 октября 2013 г. все свопы должны торговаться только на биржах или специально созданных регулируемыми органами для этого площадок.

Закон также вводит запрет для организаций, проводящих операции со свопами, обращаться за государственной помощью (к примеру, государственными гарантиями или кредитами ФРС, предоставляемыми через дисконтное окно). Согласно закону, депозитные организации, которые входят в систему страхования вкладов, имеют право осуществлять лишь узкий круг операций с ПФИ.

В результате через некоторое время большинство кредитных дефолтных свопов и ПФИ будут торговаться через биржи, что позволит оперативно и точно отслеживать сделки по ним. В целом же ужесточение регулирования рынка ПФИ и вызванное им повышение издержек осуществления операций с данными инструментами могут повлечь за собой сокращение объемов сделок в целях хеджирования, что в свою очередь скажется на повышении волатильности финансовых результатов компаний.

#### **Государственное регулирование рынка ПФИ в ЕС**

Попытки усилить регулирование рынка кредитных деривативов предпринял и ЕС. Так, в продолжение питтсбургских договоренностей странами ЕС к середине 2010 г. был разработан проект «Директивы Евро-

парламента и Совета Европы о внебиржевой торговле деривативами, центральном контрагенте и регистре сделок». Данная Директива часто именуется аббревиатурой названия на английском языке EMIR (European Market Infrastructure Regulation). 9 февраля 2012 г. Европейский Парламент и Европейская комиссия достигли данного важного соглашения в отношении регулирования внебиржевого рынка деривативов с целью увеличения его стабильности, прозрачности и эффективности. Данная директива вступила в силу 16 августа 2012 г. и является важным шагом на пути формирования более безопасного и разумного законодательного регулирования европейских финансовых рынков [5].

EMIR вводит:

- обязанность информировать обо всех сделках с внебиржевыми деривативами;
- обязанность пользоваться услугами клиринговых компаний для сделок с внебиржевыми деривативами;
- меры, направленные на снижение кредитного риска контрагента и операционного риска для сделок с внебиржевыми деривативами;
- общие правила для центральных контрагентов (CCPs) и для торговых депозитариев;
- правила для установления отношений и распределения функций между центральными контрагентами [6].

Положениями Директивы гарантируется, что информация обо всех сделках с внебиржевыми ПФИ, совершенными в Европе, будет предоставлена торговым депозитариям и будет доступна контролирующим органам, в том числе и Европейской Комиссии по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority (ESMA)) с целью того, чтобы законодатели и контролирующие органы имели четкое представление о том, что же происходит на рынках [7].

Согласно положениям Директивы, сделки со стандартными контрактами на ПФИ должны совершаться через допущенного центрального контрагента – Central Counterparty, CCP, так же, как и незакрытые сделки (uncleared trades).

Центральный контрагент выполняет функцию клиринговой палаты и с точки зрения права является покупателем для продавца и, таким образом, продавцом для покупателя рисков между сторонами контракта на некоторый ПФИ, при этом они не связаны с CCP ни как члены клиринговой палаты,

ни как клиенты компании - участницы клиринга. Договаривающиеся стороны несут обязанность информировать Регистр сделок (это регистр, в который вносится информация обо всех сделках с внебиржевыми ценными бумагами, поступлении и выплате денежных средств в течение рабочего дня) обо всех изменениях и дополнениях, которые вносятся во внебиржевые контракты, в том числе сообщения об их окончании. Стороны обязаны применять технологии, направленные на уменьшение рисков, относительно к сделкам, проводимым во внебиржевом обороте. Под этими технологиями понимаются разные методы оценки рисков и соответствие собственного капитала контрагентов масштабам контрактов. Разрешения и надзор со стороны CCP должны гарантироваться национальными компетентными органами в определенных странах, которые должны подготовить соответствующие организационные и надзорные требования к CCP. Участие центрального контрагента в первую очередь должно быть связано с выполнением определенных требований к его собственному капиталу.

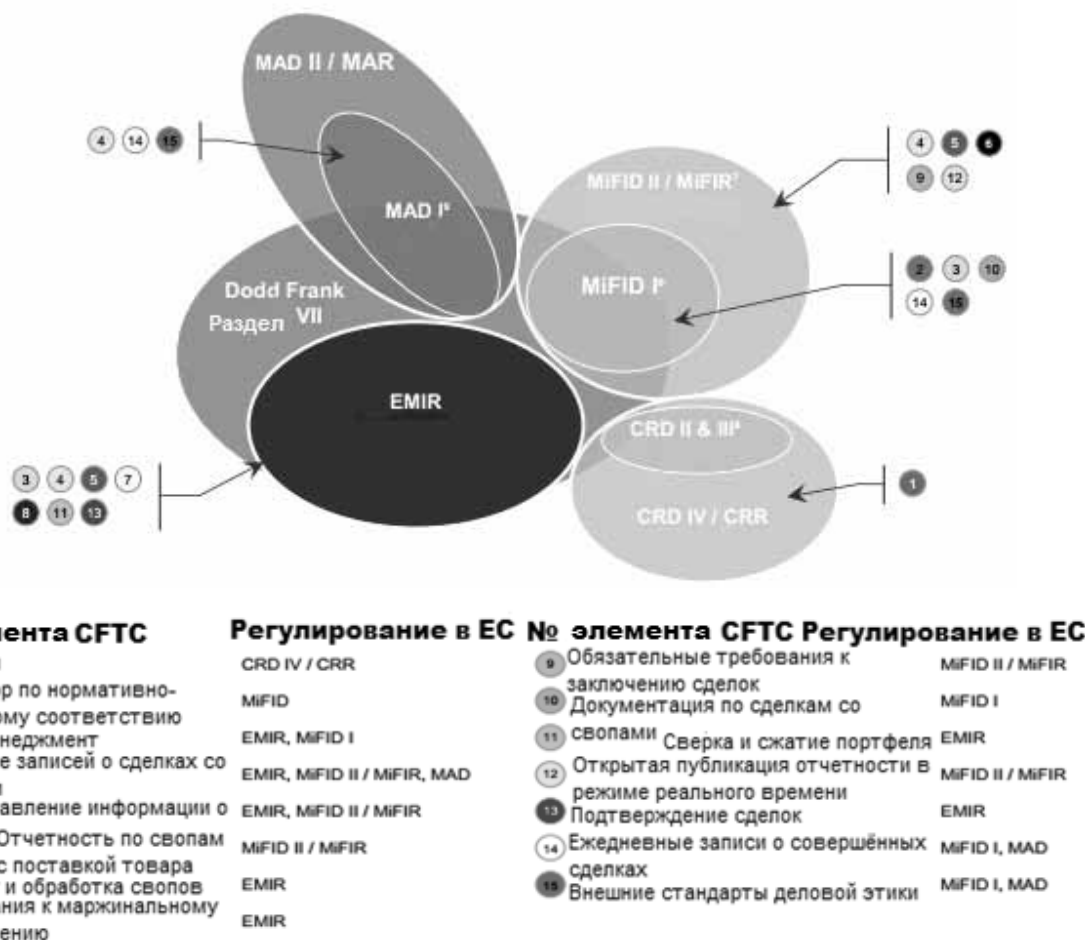
#### **Различия в регулировании ПФИ в США и ЕС**

Именно США и ЕС внесли наиболее масштабные изменения в регулирование рынка ПФИ. В целом США и ЕС схожи в своих намерениях реформировать рынок внебиржевых ПФИ. В ЕС EMIR обеспечивает основу для реализации большинства обязательств, принятых в рамках G-20, и будет дополнен другими инициативами, включая:

- изменения в MiFID (The Markets in Financial Instruments Directive) посредством принятия новой Директивы MiFID II (The Markets in Financial Instruments Directive II) и введение новых правил в виде Закона ЕС No 600/2014 или MiFIR (Regulation on markets in financial instruments) [8];
- изменения в CRD (Capital Requirements Directive) посредством введения Директивы CRD IV (Capital Requirements Directive IV) и нового постановления CRR (Capital Requirements Regulation);
- изменения в MAD (Market Abuse Directive) посредством введения Директивы MAD II (Market Abuse Directive II) и новых правил MAR (Regulation on Market Abuse).

Раздел VII закона Додда-Франка имеет различные степени перекрытия со всеми четырьмя из этих инициатив. На графике 1 показано, как все 15 основных элементов регулирования, определенных CFTC, покры-

Соотношение регулирования рынка внебиржевых ПФИ в США и ЕС



Источник: [7]

ваются правилами ЕС (EMIR, MAD I, MAD II, MiFID I, MiFID II, MiFIR, CRD II, CRD III, CRD IV и CRR). В некоторых случаях элементы регулирования рассматриваются в нескольких правилах.

В целом можно сделать вывод, что цели и результаты регулирования рынка ПФИ США и ЕС весьма похожи – необходимо увеличить прозрачность рынка ПФИ и снизить риски, которые связаны с совершаемыми на нём операциями, что приведет к тому, что рынок ПФИ станет в меньшей степени угрожать стабильности финансовой системы в мире и в отдельных странах. Кроме того, для снижения рисков регулирующие органы ставят задачу обеспечить разумную практику управления рисками с целью обеспечения того, что компании, осознавали риски, связанные с их сделками с ПФИ, и принимали соответствующие шаги по их сокращению. Регулирующие органы требуют хранения всех записей о сделках с ПФИ, чтобы к ним

можно было обратиться, если возникают подозрения о предполагаемых нарушениях на рынке, а также того, что участники рынка должны получать достаточную ценовую прозрачность для того, чтобы поддержать формирование цен и т.д. [7].

Однако, несмотря на схожесть целей и результатов регулирования рынка ПФИ, у США и ЕС присутствуют некоторые различия в подходах к регулированию рынка ПФИ. Приведем примеры.

И США, и ЕС в рамках регулирования рынка ПФИ добиваются того, чтобы информация обо всех внебиржевых ПФИ была представлена в торговые репозитории для того, чтобы регулирующие органы имели полное представление обо всех позициях с внебиржевыми ПФИ в компаниях, которые они регулируют, и могли проводить мониторинг рисков. Однако сроки предоставления данной информации несколько различаются: так, регулирующие органы США требу-

ют, чтобы информация была предоставлена в течение от 30 мин до 48 ч. в зависимости от информации и контрагента; регулирующие органы ЕС – в течение одного рабочего дня, следующего после заключения или изменения сделки. Кроме того, в США один контрагент должен предоставить информацию, а в ЕС – оба контрагента.

В отношении предоставления отчетности по свопам с поставкой товара, США и ЕС добиваются того, чтобы регуляторы имели полномочия устанавливать и контролировать лимиты позиций, чтобы предотвратить манипулирование рынком, и принимать меры, если эти лимиты превышены. При этом США вводят два дополнительных требования, которые отсутствуют у ЕС: свопы с реальной поставкой должны быть преобразованы в эквивалентные фьючерсные позиции и члены, которые сами проводят клиринг, члены фьючерсной комиссии и своп-дилеры должны предоставить данные CFTC [9].

В США централизованный клиринг должен применяться к кредитным ПФИ и ПФИ на процентные ставки; другие продукты будут добавлены со временем. Валютные свопы и форварды освобождены от обязательного клиринга. В ЕС обязательному клирингу подлежат кредитные, валютные и то-

варные ПФИ, ПФИ на процентные ставки и на акции; при этом точный набор ПФИ, как и в случае с США, будет определен позднее. Некоторые различия имеются и в действии обратной силы: в ЕС – к неоплаченным сделкам на момент уведомления о клиринге (и впоследствии подлежащим обязательному клирингу) должен быть применен клиринг, в США – к сделкам, совершенным до введения обязанности проводить клиринг, не должен обязательно быть применен клиринг.

Согласно требованиям регулирующих органов США и ЕС сделки должны быть подтверждены электронными средствами, и как можно скорее, для снижения операционного риска внутри системы. В ЕС оба контрагента должны подтвердить все условия сделки, в США обязанность подтверждать сделки лежит на своп-дилерах и крупных участниках рынка свопов.

В целом, можно сделать вывод, что есть некоторые различия в том, как США и ЕС стремятся к достижению очень похожих целей регулирования рынка ПФИ, но эти различия в подходах не будут препятствовать достижению основных результатов регулирования в форме повышения прозрачности, уменьшения системных рисков, поддержания финансовой стабильности и борьбы со злоупотреблениями на рынке ПФИ.

### Литература:

1. Евдокимова Т.В. Реформа финансового регулирования в США: работа над ошибками // США. Канада. Экономика - политика - культура. 2012. № 9.
2. Managing change with OTC derivatives reforms // <http://www.ey.com>.
3. Start the Countdown –Implementation of Swaps Clearing in the US // <http://www.blackrock.com>.
4. Miller R.S., Ruane K.A. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives. November 6, 2012 // <http://www.fas.org>.
5. Derivatives EMIR // <http://ec.europa.eu>.
6. European Market Infrastructure Regulation (EMIR) // <http://www.fsa.gov.uk>.
7. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories // <http://eur-lex.europa.eu>.
8. MiFID II - market overhaul looms // <http://www.pwc.com>.
9. CFTC and EU OTC Derivatives Regulation. An Outcomes-based Comparison // <http://www.deloitte.com>.

## COMPARISON OF MARKET REGULATION OF THE DERIVATIVES IN THE EU AND USA

The author considers the measures aimed at increasing of the transparency of the OTC market of derivatives and the elimination of systemic risks that have been taken since the financial crisis of 2007-2008 by the leaders of

the Group of Twenty. Much attention in the article is paid to changes in market regulation of derivatives, that were adopted by the US and the EU. The author considers targets of the US and EU approaches to the regulation

of the OTC derivatives and their results. After reading the publication, the reader will get a clear idea of the changes that were made in the regulation of the derivatives in the United States and the EU after the 2007-2008 crisis.

Evgeniya Vasina,  
Postgraduate Researcher, Department of  
Stock Market, MGIMO (University) under the  
Ministry for Foreign Affairs of Russia

**Ключевые слова:**

производные финансовые инструменты,  
деривативы, биржа, внебиржевой рынок,  
свопы, реформа регулирования, США, ЕС,  
закон Додда-Франка, клиринг

**Keywords:**

derivative financial instruments , derivatives,  
exchange , OTC market, swaps, regulatory  
reform, the United States, the EU, the Dodd-  
Frank, clearing

**References:**

1. Evdokimova T.V. Reforma finansovogo regulirovaniya v SShA: rabota nad oshibkami [The reform of financial regulation in the USA: work on errors] // SShA. Kanada. Jekonomika - politika - kul'tura [USA. Canada. Economics-politics – culture]. 2012. № 9.
2. Managing change with OTC derivatives reforms // <http://www.ey.com>.
3. Start the Countdown –Implementation of Swaps Clearing in the US // <http://www.blackrock.com>.
4. Miller R.S., Ruane K.A. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives. November 6, 2012 // <http://www.fas.org>.
5. Derivatives EMIR // <http://ec.europa.eu>.
6. European Market Infrastructure Regulation (EMIR) // <http://www.fsa.gov.uk>.
7. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories // <http://eur-lex.europa.eu>.
8. MiFID II – market overhaul looms // <http://www.pwc.com>.
9. CFTC and EU OTC Derivatives Regulation. An Outcomes-based Comparison // <http://www.deloitte.com>.