

И.Р. Ипатьев

DOI: 10.33293/1609-1442-2021-2(93)-115-122

Предметом исследования являются проблемы, связанные с действующими инициативами регулятора, которые предназначены для устранения непрозрачности рынка и связаны с клирингом внебиржевых производных финансовых инструментов. Целью статьи является всестороннее рассмотрение ключевых сходств и различий подходов США и ЕС к регулированию рынка внебиржевых ПФИ. Для исследования использовались методы логического анализа, теоретического обобщения и систематизации. В результате выявлен основной аспект, который выделяет отличие данных подходов друг от друга – ограничения коммерческой банковской деятельности и торговля с разделением производных торговых операций. Каждому подходу присущи правила владения и установления обязательных требований обменной торговли между центральными контрагентами. Основное сходство – обязательный клиринг стандартизированных контрактов, сфера охвата производных инструментов, освобождение потребителей от клиринга. Трансграничному клирингу способствуют два подхода – в США и ЕС, где правовая культура отличается. Отмечается, что наибольшую гиб-

© Ипатьев И.Р., 2021 г.

Иван Романович Ипатьев, аспирант Финансового университета при Правительстве РФ, аналитик Департамента инвестиционной деятельности, Блока «Корпоративно-инвестиционный бизнес» ПАО Сбербанк, Москва, Россия; ivan.ipatyev@gmail.com. ORCID: 0000-0002-1792-7852

кость в борьбе с непредвиденными последствиями для регулятора представляет подход США. На данном этапе рассмотрено институциональное описание отличий и сходств этих подходов к регулированию внебиржевых производных финансовых инструментов, обеспечивающих стабильность и более высокую прозрачность торговли.

Ключевые слова: централизованный клиринг, регулирование деривативов, финансовые рынки, финансовый кризис, финансовая стабильность.

Классификация JEL: R11, R12, R58.

ВВЕДЕНИЕ

Глобальный финансовый кризис 2008 г. продемонстрировал значимость внебиржевой системы для поддержания всемирной финансовой стабильности, несмотря на то, что наиболее распространенными типами внебиржевых финансовых инструментов являются форвардные сделки и экзотические опционы, которые не вызвали кризис, но в значительной степени способствовали его распространению за пределами рынка субстандартных ипотечных кредитов США.

В рамках законодательства о финансовой реформе важные регулирующие изменения во внебиржевых отношениях были призваны служить «общественным интересам». Закон о реформе и защите прав потребителей Додд–Франка был принят в июле 2010 г., а Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), предложенные в сентябре 2010 г., стали законодательными ответами на этот призыв к новому регулированию внебиржевых производных финансовых инструментов.

Эта статья освещает текущие реформы регулирования внебиржевых производных финансовых инструментов, описывая основные проблемы, связанные с клирингом внебиржевых производных финансовых инструментов и действующими нормативными

инициативами, направленными на решение этих проблем (Implementing OTC..., 2010).

Регулирование внебиржевых производных финансовых инструментов является предметом ряда исследований консалтинговых фирм и учреждений, таких как Clifford Chance, Совет по финансовой стабильности, Sherman and Sterling, а также таких ученых, как Р. Калп (Culp, 2009), Д. Даффи и Х. Чжу (Duffie, Zhu, 2010), Э. Майер и Р. Уилсон (Meijer, Wilson, 2010), К. Пирронг (Pirrong, 2009) и Г. Рауссер, В. Бальсон и Р. Стивенс (Rausser, Balson, Stevens, 2010).

Р. Калп (Culp, 2009), Э. Майер и Р. Уилсон (Meijer, Wilson, 2010) рассматривают нормативные, операционные и экономические аспекты регулирования США. К. Пирронг (Pirrong, 2009), Д. Даффи и Х. Чжу (Duffie, Zhu, 2010) выражают некоторые оговорки, основанные на экономической и финансовой теории, о конкретных аспектах предлагаемого регулирования внебиржевых производных финансовых инструментов. К. Пирронг (Pirrong, 2009) утверждает, что сравнительный экономический анализ издержек и выгод от альтернативных механизмов децентрализации рисков ставит под сомнение целесообразность централизованного клиринга кредитных инструментов, поскольку эти инструменты, вероятно, будут подвержены серьезной асимметрии информации в отношении их стоимости, риска и кредитоспособности для тех, кто ими торгует. Такие асимметрии информации, вероятно, будут менее серьезными на двусторонних рынках.

Г. Рауссер, В. Бальсон и Р. Стивенс (Rausser, Balson, Stevens, 2010) анализируют рыночную микроструктуру, необходимую для успешной работы центрального клирингового контрагента; они же определяют рамки клиринга всех внебиржевых производных финансовых инструментов. Такой подход основан на использовании партнерских связей между государственным и частным секторами для противодействия потенциальной концентрации риска и дефолта клирингового контрагента с использованием аналитической основы,

разработанной Г. Рауссером и Р. Стивенсом (Rausser, Stevens, 2009).

Учитывая вышеизложенное, статья структурирована следующим образом. В следующем разделе приводится краткое введение во внебиржевые производные финансовые инструменты и излагаются основные проблемы на внебиржевом рынке, которые должны быть рассмотрены в нормативных рамках. В этом разделе также представлена базовая терминология, которая далее используется в основном разделе с целью подчеркнуть ключевые сходства и различия в подходах США и ЕС к регулированию рынка внебиржевых производных финансовых инструментов. Последний раздел завершается обобщением основных результатов работы и перспективой дальнейших исследований.

ПРОИЗВОДНЫЕ ВНЕБИРЖЕВЫЕ СДЕЛКИ И ИХ КЛИРИНГ

Наиболее важным классом в категории кредитных производных являются кредитные дефолтные свопы. Производные на процентные ставки (Interest Rate Derivatives, IRD), безусловно, являются самыми крупными в сегменте рынка внебиржевых ПФИ (Артеменко, 2019).

Договор между двумя контрагентами представляет договорные отношения, которые действуют в течение всего срока действия контракта. Эта продолжительность может составлять от нескольких дней до более длительного периода (до нескольких десятков лет). В течение срока действия договора контрагенты выдвигают претензии друг к другу, поскольку права и обязательства, охватываемые договором, развиваются в зависимости от его базового актива, поэтому у контрагента могут возникнуть кредитные риски (Иброхимов, 2019). Это означает, что контрагент не сможет выполнять свои обязательства по контракту. Неэффективное управление риском контрагента является одной

из основных проблем функционирования внебиржевого рынка производных финансовых инструментов (Belchambers, 2011).

Производные внебиржевые контракты – контракты, заключенные частным образом, и, следовательно, любая информация, касающаяся контракта и любого из контрагентов, доступна только сторонам данного контракта. Одним из механизмов изменения информационно-непрозрачного характера рынков внебиржевых производных является создание торговых репозитариев, которым сообщается информация о сделках. Примером хорошо зарекомендовавшего себя торгового репозитария является Warehouse Trust, в котором содержится информация об обмене кредитования на долговые обязательства (Shaofang Li, 2014).

ЕС И США

Оба подхода, применяемых к регулированию рынков внебиржевых производных финансовых инструментов ЕС и США, следует рассматривать в свете соглашения лидеров Большой двадцатки, где было принято решение о необходимости отчета позиций внебиржевых ПФИ в репозитарии (Talat Afza, 2011). Закон Додда–Франка о реформе финансового сектора США и Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка имеют в основном то же содержание (Воронцовский, 2020). И тот и другой закон включает в себя достаточно общие определения, позволяющие использовать большинство производных инструментов. В США валютные свопы и форвардные сделки могут быть освобождены от регулирования (Malyshev, Withrow, 2011).

Производные торговые операции в ЕС по-прежнему регулируются соответствующими национальными регулирующими органами, а Центральный контрагент в ЕС контролирует их. Европейская служба по ценным бумагам и финансовым рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA) игра-

ет важную роль, включая разработку технических стандартов и контроль над центральными контрагентами, не входящими в ЕС. В США Закон Додда–Франка позволяет распределять регулирующие обязанности между Комиссией по срочной биржевой торговле (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) (Acworth, Morrison, 2011), которая занимается свопами, и Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку (Securities and Exchange Commission, SEC).

Оба положения, как и большинство положений закона Додда–Франка и соответствующих правил, вступили в силу в июле 2011 г. Регулирование ЕС вступило в силу в 2012 г., а технические стандарты ЕС, утвержденные Европейской службой по ценным бумагам и финансовым рынкам, – в июне 2012 г. (BIS..., 2011).

Хотя правила США и ЕС очень похожи, существуют некоторые важные различия. Эти основные различия связаны с ограничениями банковской частной торговли, разделением производных финансовых инструментов с банковскими операциями и обязательной торговлей через биржи и правилами ведения клиринговых организаций (Sherman, Sterling, 2010).

ЕС не вводит никакого эквивалента правилу выталкивания Додда–Франка, которое ограничивает производные торговые операции банков. Точно также нет эквивалента ЕС «Волкерруле», который ограничивает собственные торговые операции банковских групп. В отличие от США, также нет положения, которое позволило бы регуляторам ограничить банковскую собственность на Центрального контрагента в ЕС.

Правило «исключения» в США означает, что в качестве условия получения определенной государственной помощи, включая доступ к кредитованию Федеральной резервной системы, банки должны будут перевести некоторые производные инструменты в отдельно капитализированный филиал. Имеются ограниченные исключения, доступные для банков США, застрахованных в Федеральной корпорации страхования депозитов (ФКСД),

для страхования от потерь и деривативов с использованием определенных разрешенных активов для банков (таких как процентная ставка и производные валюты). Эти исключения в настоящее время не доступны для незастрахованных американских филиалов иностранных (неамериканских) банков. «Правило Волкера» запрещает частную торговлю многими ПФИ некоторым регулируемым финансовым учреждениям и филиалам (Макшанова, 2014).

В качестве исключений из «правил Волкера» допускаются следующие разрешенные виды деятельности, связанные с торговлей. Банковские субъекты могут заниматься частной торговлей обязательствами США или любого агентства – Джинни Мэй, Фанни Мэй, Федеральный кредитный банк, Фредди Мак, Фермер Мак – учреждениями кредитной организации и муниципальных обязательств. Они могут также заниматься страхованием, приобретать инвентарь только в той мере, в какой это необходимо для удовлетворения «разумно ожидаемых краткосрочных требований» клиентов (Rao, 2012). Другими исключениями являются страхование или аналогичные мероприятия, направленные на снижение риска, связанные с рассмотренными инструментами.

Банкам разрешено приобретать или предоставлять покрытые инструменты от имени клиентов. Банковским организациям разрешается вносить инвестиции в определенные компании малого бизнеса и другие инвестиции для содействия общественному благосостоянию. Они могут осуществлять инвестиции в страховые инструменты страховой компанией и ее представителям для общего счета компании. Банковские субъекты могут осуществлять частную торговлю с иностранными организациями, которые находятся за пределами США.

Важно сказать, что в «правиле Волкера» существуют лазейки. Они запрещают банковским организациям спонсировать или инвестировать в фонды прямых инвестиций (Chaudhury, 2016). Но это ограничение имеет ряд исключений. Спонсорство в «правиле Волкера» означает участие в качестве генерального партнера, управляющего или попе-

чителя; контроль фонда за счет полномочий избирать большинство директоров, попечителей или руководителей; либо делить имя или вариант с тем же именем с фондом.

Очень важным различием между двумя регулируемыми подходами является то, что Закон Додда–Франка требует, чтобы операции, которые подпадают под действие клиринга, подлежали обязательной биржевой торговле. Они должны быть исполнены на своповой бирже (Swap Execution Facility, SEF), которая является новой категорией регулируемого многостороннего торгового объекта (Pirrong, 2009).

Последней важной отличительной чертой между подходами США и ЕС являются правила владения клиринговой организацией. В США Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC) и Комиссия (Государственной администрации США) по ценным бумагам и биржам (SEC) предложили правила в соответствии с законом Додда–Франка, которые ограничивали бы право собственности на справедливый капитал в клиринговых организациях путем освобождения членов и других финансовых лиц (White, 2015). В соответствии с этим предложением, Центральный контрагент должен будет соответствовать одному из двух альтернативных ограничений. Одно ограничение заключается в том, что ни один из членов не может владеть более 20% большинства акций, а специализированные финансовые компании не могут владеть более 40% голосующих акций в совокупности. Альтернативный предел заключается в том, что никакое указанное финансовое учреждение не может владеть более 5% голосующих акций.

Обязательства по клирингу ЕС потенциально проще для пользователей, чем в законодательстве США. В ЕС все финансовые контрагенты, имеющие дело с другими финансовыми контрагентами, подлежат клирингу (Chance, 2010). Нефинансовые контрагенты должны удовлетворять требованиям клиринга только тогда, когда их позиции (за исключением определенных сделок хеджирования) выше порога клиринга. В США, где каждый,

кто торгует подходящим контрактом, должен расторгнуть договор. Единственное исключение в законодательстве США состоит в том, что нефинансовые субъекты участвуют в некоторых сделках хеджирования.

Точно так же подход ЕС легче для конечных пользователей в отношении обеспечения нераскрытых контрактов. В соответствии с законодательством ЕС только финансовые и нефинансовые контрагенты, которые находятся под клиринговым обязательством, должны обеспечить надлежащий обмен залогом (Ferrarini, Moloney, 2012). Согласно законодательству США, все дилеры и крупные участники свопа, участвующие также в сделках over the counter (OTC), ограничиваются маржинальными требованиями. В соответствии с законодательством США для транзакций нет явных исключений. Тем не менее американские законодатели указали, что от пользователей, участвующих в сделках хеджирования, выплаты не потребуются (Duffie, Zhu, 2010).

Некоторые проблемы внебиржевых рынков в ЕС регулируются не по недавно предложенным правилам ЕС, а по текущему обзору Директивы ЕС по финансовым инструментам (The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) (European Commission..., 2010).

Процедуры ЕС и США включают регистрацию и ведение бизнес-правил для дилеров. Американский подход расширяет процедуры регистрации, ведения бизнеса и правил маржи для крупных участников свопа. Подход ЕС только вводит ограничения и правила для нефинансовых контрагентов, на которых распространяется клиринговое обязательство.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Оба подхода – США и ЕС – способствуют трансграничному клирингу, поскольку включают признание/освобождение от некоммерческих Центральных контрагентов. Что

касается репозитория, то трансграничные положения и США, и ЕС менее благоприятны. США требует от репозитория соблюдать все требования. ЕС обеспечит признание репозитория, не входящих в ЕС, при условии заключения договора.

Наконец из-за различных правовых культур в ЕС и США подход США предоставляет регуляторам большую гибкость в борьбе с непредвиденными последствиями. На данном этапе мы рассмотрели только институциональное описание различий и сходств подходов США и ЕС к регулированию внебиржевых производных финансовых инструментов с целью обеспечения более высокой стабильности и прозрачности торговли. Перспективой исследования является сравнение других стран: Японии, Сингапура и Китая. В Японии начался процесс внесения изменений в Закон о финансовых инструментах. В КНР наблюдался процесс создания местного КПК по производным инструментам, а Сингапурская биржа (Singapore Exchange, SGX) в настоящее время внедряет новую систему торговых операций для регистрации процентных свопов и форвардов иностранной валюты в Азии.

Еще одним продолжением работы будет изучение связей между регулированием производных от внебиржевых контрактов и глобальными нормативными стандартами по достаточности и ликвидности капитала в соответствии с документами Базельского комитета по банковскому надзору (Базель III). Связь между регулированием внебиржевых деривативов и банковским регулированием является потенциально интересной, учитывая текущую значительную разницу между EMIR и Законом Додда-Франка в области частной торговли банков и банковских групп.

жевом и внебиржевом рынках // Экономика и бизнес: теория и практика. 2019. № 4–3. С. 11–13. [Artemenko A.V. (2019). Features of trading derivatives on exchange and OTC markets. *Journal of Economy and Business*, vol. 4–3, pp. 11–13 (in Russian).] DOI: 10.24411/2411-0450-2019-10560

Воронцовский А.В. (2020). Управление инвестициями: инвестиции и инвестиционные риски в реальном секторе экономики: учебник и практикум для вузов. М.: Юрайт. 391 с. [Vorontsovskiy A.V. (2020). Investment management: Investments and investment risks in the real sector of the economy. Textbook and Workshop for Universities. Moscow, Yurayt. 391 p. (in Russian).]

Иброхимов С.С. (2019). Биржевые и внебиржевые производные финансовые инструменты // Государство и рынок в условиях глобализации мирового экономического пространства: Международная научно-практическая конференция. С. 43–44. [Ibrokhimov S.S. (2019). Exchange-traded and over-the-counter financial derivatives. *State and Market In the Context of Globalization of the World Economic Space: International scientific and practical conference*, pp. 43–44 (in Russian).]

Макшанова А.В. (2014). Производные финансовые инструменты: понятие, виды и основные стратегии использования // Молодой ученый. № 11 (70). С. 214–216. [Makshanova A.V. (2014). Derivative financial instruments: concept, types and main strategies of use. *Young Scientist*, no. 11 (70), pp. 214–216 (in Russian).] URL: <https://moluch.ru/archive/70/12084>

Acworth W., Morrison J. (2011). Summary of selected CFTC rulemakings. *The Magazine of the Futures Industry*, vol. 6, no. 1(2), pp. 27–29.

Belchambers A. (2011). OTC derivatives and EU regulatory reform. *The Magazine of the Futures Industry*, vol. 37, no. 6, pp. 27–30.

BIS (2011). Bank for International Settlements: “Semi-annual OTC Derivatives Statistics at End June 2011. Amounts Outstanding of Over-the-Counter (OTC) Derivatives by Risk Category and Instrument”. Basel, Bank for International Settlements, 2011. URL: <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.csv>

Список литературы / References

Артеменко А.В. Особенности торговли производными финансовыми инструментами на бир-

- Chance C. (2010). Regulation of OTC Derivatives markets: A comparison of EU and US initiatives. *The Magazine of the Futures Industry*, vol. 3, no. 1, pp. 40–43.
- Chaudhury M. (2016). Why Basel II Market Risk VaR is Too Conservative. *Journal of Trading*, vol. 38, no. 11 (1), pp. 6–12.
- Culp C. (2009). The treasury department's proposed regulation of OTC derivatives clearing and settlement. Chicago, University of Chicago Booth School of Business Research Paper.
- Duffie D., Zhu H. (2010). Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk? Stanford University Graduate School of Business. URL: <http://www.stanford.edu/~duffie/DuffieZhu.pdf>
- European Commission (2010). Impact Assessment for Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories. URL: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2010:1055:FIN:EN:PDF>
- Ferrarini G., Moloney N. (2012). Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: From MiFID I to MiFID II. *European Business Organization Law Review*, vol. 13, no. 4, pp. 566–570.
- Implementing OTC Derivatives Market Reform (2010). Basel. Financial Stability Board. URL: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf
- Malyshev P., Withrow A. (2011). Dodd–Frank implications for swaps market participants: Data matters. *The Magazine of the Futures Industry*. Houston, University of Houston, pp. 22–26.
- Meijer A., Wilson R. (2010). New OTC derivatives regulation and the future of the derivatives industry. *Journal of Securities Operations and Custody*, vol. 32, no. 3 (3), pp. 241–251.
- Pirrong C. (2009). The economics of clearing in derivatives markets: Netting, asymmetric information, and the sharing of default risks through a central counterparty. Houston. University of Houston. URL: http://www.cba.uh.edu/spirrong/clearing_organization.pdf
- Rao D.G. (2012). Derivatives in risk management. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, vol. 18, no. 1 (4), pp. 55–59.
- Rausser G., Balson W., Stevens R. (2010). Centralized clearing for Over-the-Counter Derivatives. *Journal of Financial Economic Policy*, vol. 2, no. 4, pp. 346–359.
- Rausser G., Stevens R. (2009). Public-private partnerships: Goods and the structure of contracts. *Annual Review of Resource Economics*, vol. 1, no. 1, pp. 75–98.
- Shaofang Li M.M. (2014). The Use of financial derivatives and risks U.S. bank holding companies. *International Review of Financial Analysis*, no. 2, pp. 46–71.
- Sherman T., Sterling J. (2010). Proposed US and EU Derivatives Regulations: How they compare. URL: <http://www.shearman.com/files/Publication/84c83ccc-2a2d-4e20-880c-45c31c6059ea/Presentation/PublicationAttachment/a13fc03b-2189-413c-9ce1-0b066c5d27f1/FIA-111010-Proposed-US-and-EU-Derivatives-Regulations.pdf>
- Talat Afza A.A. (2011). Corporate derivatives and foreign exchange risk management: A case study of nonfinancial. *The Journal of Risk Finance*, vol. 8, no. 12 (5), pp. 409–420.
- White T. (2015). From the group of twenty to the group of two: The need for harmonizing derivatives regulation between the United States and the European Union, law and contemporary problems. *Journal of Trading*, vol. 78, no. 6 (8), pp. 298–305.

Рукопись поступила в редакцию 25.05.2020 г.

COMPARATIVE ANALYSIS OF FOREIGN REGULATORY LEGISLATION OF OTC DERIVATIVES

I.R. Ipatyev

DOI: 10.33293/1609-1442-2021-2(93)-115-122

Ivan R. Ipatyev, Financial University under the Government of the Russian Federation, PJSC Sberbank, Moscow, Russia; ivan.ipatyev@gmail.com. ORCID: 0000-0002-1792-7852

The problems associated with existing regulatory initiatives that are meant to eliminate opaque market and with the clearing of over-the-counter derivative instruments. Comprehensively examination of the key similarities and differences between US and EU approaches to regulating the OTC derivatives market. For the study, we used the methods of logical analysis, theoretical generalization and systematization. The main difference between these approaches is the restrictions on commercial banking trade with the separation of derivative trading operations, with the rules of ownership and the establishment of mandatory requirements for exchange trade by central counterparties, as well as with commercial banking. The main similarity is the obligatory clearing of standardized contracts, the scope of derivatives, clearing for consumers and reporting on cleared and uncleaned derivative transactions by almost all financial counterparties. Cross-border clearing is facilitated by two approaches used in the US and the EU, where the legal culture differs from each other. Summing up, we can note that the greatest flexibility in dealing with unforeseen consequences for the regulator is provided by the US approach. At this stage, we have considered an institutional description of the differences and similarities between these approaches to regulating OTC derivatives in order to ensure trade transparency and greater stability.

Keywords: central clearing, regulation of financial derivatives, financial markets, financial crisis, financial stability.

JEL Classification: R11, R12, R58.

Manuscript received 25.05.2020