ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ
МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ)
МИНИСТЕРСТВА ИНОСТРАННЫХ ДЕЛ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

На правах рукописи

Кригер Анжелика Михайловна

ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ОПЕРАЦИЙ С ПРОИЗВОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ НА ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКЕ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Специальность 12.00.10 - Международное право; Европейское право

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата юридических наук

Научный руководитель:
доктор юридических наук,
профессор Касьянов Рустам Альбертович

Москва – 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 4
Глава 1. Теоретические основы государственного регулирования сделок с производными финансовыми инструментами на внебиржевых рынках 15
1.1. Правовое определение производных финансовых инструментов 15
1.2. Особенности заключения сделок с производными финансовыми инструментами 29
1.2.1. Виды производных финансовых инструментов 29
1.2.2. Биржевая и внебиржевая торговля ПФИ 38
1.2.3. Цели использования производных финансовых инструментов 45
1.3. Роль внебиржевых производных финансовых инструментов в мировом экономическом и финансовом кризисе 2007-2008 гг. 52
Глава 2. Реформа рынка производных финансовых инструментов в контексте правового регулирования финансовых рынков в ЕС 70
2.1. История развития рынков внебиржевых ПФИ в свете становления и эволюции единого финансового рынка ЕС 70
2.2. Общая характеристика реформы рынка производных финансовых инструментов в ЕС. Правовой ответ ЕС на мировой экономический и финансовый кризис 2007-2008 гг. 82
2.3. Надзор за рынками внебиржевых ПФИ в ЕС 98
Глава 3. Реализация реформы рынка производных финансовых инструментов в ЕС 110
3.1. Пре- и посттрейдинговые обязательства сторон производных финансовых инструментов 110
3.1.1. Особенности осуществления клиринга производных финансовых инструментов 110
3.1.2. Предоставление информации торговым репозиториям 129
3.1.3. Заключение договоров с ПФИ на биржевом и внебиржевом пространстве 135

3.1.4. Механизмы снижения рисков, связанных с ПФИ 148
3.2. Правовое регулирование отдельных видов производных финансовых инструментов 154
3.3. Правовое регулирование трансграничных сделок с внебиржевыми ПФИ 163
Заключение 181
Список использованных источников 187

Введение

Актуальность темы диссертационного исследования

Несовершенство функционирования рынка производных финансовых инструментов (далее – ПФИ) стало одной из причин развития мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. Ошибки в использовании кредитных и процентных ПФИ в США способствовали образованию финансового «пузыря». Банковские и страховые учреждения осуществляли высокорискованные операции, которые привели их к банкротству. В силу глобализации кризисные процессы, зародившиеся в западном полушарии, затронули и Евросоюз, экономика которого погрузилась в глубокую стагнацию. Для преодоления негативных последствий и предотвращения новых кризисов требовалось установление жесткого контрольно-регулятивного режима: лидеры Группы двадцати взяли на себя обязательства по введению требований к заключению договоров с ПФИ. Данные положения легли в основу различных нормативно-правовых актов, регулятивных стандартов и иных документов, разработанных международными организациями и структурами, такими как Совет по финансовой стабильности, Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Международная ассоциация свопов и деривативов (ISDA) и др. Упомянутые документы были использованы государствами для создания национального законодательства и наднациональных нормативно-правовых актов.

Первой страной, инициировавшей реформу ПФИ, стали США: в 2010 г. был принят «Закон Додда-Франка» (The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Процесс разработки правил заключения договоров с ПФИ в Евросоюзе был запущен в 2009 г., в его рамках был одобрен ряд нормативно-правовых актов и создан надзорный орган.

В связи с этим тема настоящего исследования представляется актуальной в силу следующих причин.

1. Рынок внебиржевых ПФИ является крайне привлекательным для инвесторов. По подсчетам Европейского органа по ценным бумагам и рынкам, по состоянию на начало 2020 года объем рынка ПФИ в ЕС превышал 735 трлн. евро. При этом около 90% сделок заключаются на внебиржевом пространстве. Рынок показывает устойчивый рост, что говорит о высокостабильном интересе к данным операциям со стороны как финансовых, так и нефинансовых учреждений.

2. Опыт Евросоюза представляет особый интерес при разработке правового регулирования рассматриваемых правоотношений «с нуля»: в настоящем диссертационном исследовании рассматривается правовая форма регулирования в диалектике – с момента имплементации первых актов, которые косвенно затрагивали функционирование рынков ПФИ, до находящегося в постоянном движении современного пакета НПА. Стоит отметить, что до 2010 года ПФИ фактически находились вне правового поля ЕС. Новизна всего массива рассматриваемых правовых норм ЕС порождает ряд вопросов, на которые автор дает ответ в рамках этой работы. Почему Группа двадцати в 2009 году предложила определенное регулирование ПФИ? Как данные обязательства были отражены в нормативно-правовых актах ЕС? Каково будущее правового регулирования ПФИ в ЕС и какие требования выдвигаются к участникам рынка?

3. Несмотря на то, что с момента начала реформы рынка внебиржевых ПФИ в ЕС прошло более десяти лет, сам процесс нельзя назвать завершенным: регулирование этой области общественных отношений постоянно совершенствуется, а правовые нормы пересматриваются компетентными органами в зависимости от потребностей финансового рынка. Институты и специализированные органы ЕС опираются на гибкий поход,

который устраивает как участников финансового рынка, так и государства-члены ЕС.

4. Правовое регулирование внебиржевых ПФИ преследует цель повышения устойчивости участников рынка к кризисам и прочим внешним дестабилизирующим факторам, обеспечения их прозрачности, привлекательности и информационной эффективности.

Степень научной разработанности темы диссертации в российской юридической литературе относительно низкая. Сравнительно небольшое число российских авторов посвятили свои научные труды проблемам регулирования внебиржевых ПФИ. Среди отечественных научных работ, направленных на исследование правовой сущности ПФИ, можно отметить диссертацию на соискание степени к.ю.н. Ивановой Е.В. «Правовая квалификация деривативов» (2006 г.), диссертацию на соискание степени к.ю.н. Меркуловой Л.А. «Финансово-правовые аспекты операций с производными финансовыми инструментами (деривативами)» (2011 г.), а также научные статьи Селивановского А.С.[1] Вопрос правового регулирования операций с внебиржевыми ПФИ в ЕС остается в российской науке малоизученным, что повышает ценность проведенной автором работы.

Объектом исследования в настоящей работе выступают общественные отношения, складывающиеся в процессе заключения сделок с ПФИ на внебиржевом рынке в ЕС между участниками рынка, а также деятельность ЕС по правовому регулированию данных отношений. В объект исследования входят отношения между сторонами договора, наднациональными органами, торговыми площадками, центральными

[1] Селивановский А.С. Рамочные договоры о срочных сделках (деривативах) // Рынок ценных бумаг. 2008. № 7. С. 15-18; Селивановский А.С. Производные финансовые инструменты и конфликт интересов // Хозяйство и право. 2011. № 12. С. 71-81; Селивановский А.С. Биржевые договоры // Хозяйство и право. 2013. № 10. С. 25-37; Селивановский А.С., Суслов Р.Э. Процентные свопы: бег на месте с препятствиями // Хозяйство и право. 2014. № 8. С. 92-108.

контрагентами и торговыми репозитариями.

Предметом исследования являются материальные нормы европейского права (учредительные договоры ЕС, нормативно-правовые акты институтов ЕС), практика Суда ЕС, аналитические доклады международных и европейских специализированных финансовых органов.

Целью работы является изучение и проведение комплексного исследования реформы рынка внебиржевых ПФИ в ЕС посредством выявления свойств и характеристик, присущих источникам правового регулирования, а также анализ правоприменительной практики. Для достижения поставленной цели автором были выделены следующие ***задачи***:

- раскрыть юридическую сущность ПФИ и изучить особенности определений договора, закрепленных в нормативно-правовых актах ЕС и национальном праве отдельных государств, а также в академических работах;
- выявить особенности заключения сделок с внебиржевыми ПФИ, в частности: виды договоров, характерные черты операций с ними на бирже и вне биржи, а также цели использования ПФИ;
- определить степень влияния внебиржевых ПФИ на развитие мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг.;
- рассмотреть динамику правового регулирования рынков ПФИ в контексте становления финансовых рынков Евросоюза, выделить основные направления реформы рынка внебиржевых ПФИ в ЕС в посткризисный период;
- выявить особенности надзора за рынками внебиржевых ПФИ в ЕС;
- установить особенности осуществления клиринга ПФИ в ЕС, предоставления информации торговому репозитарию и применения методов снижения рисков;

- обозначить особенности заключения трансграничных договоров в отношении ПФИ и рассмотрения связанных с ними споров.

Теоретической основой исследования являются труды российских и зарубежных ученых в области европейского права, посвященные общетеоретическим аспектам права ЕС, финансовым рынкам ЕС, производным финансовым инструментам, рынкам внебиржевых ПФИ, а также научные работы теоретико-правового характера, среди которых можно выделить исследования Абашидзе А.Х., Бекяшева К.А., Бирюкова М.М., Буренина А.Н., Вылегжанина А.Н., Калиниченко П.А., Касьянова Р.А., Капустина А.Я., Кашкина С.Ю., Колосова Ю.М., Лабина Д.К., Меркуловой Л.А., Мещеряковой О.М., Ручкиной Г.Ф., Селивановского А.С., Семилютиной Н.Г., Топорнина Б.Н., Шеленковой Н.Б., Шохина С.О., Энтина Л.М., Энтина М.Л.

В зарубежной литературе вопросы правового регулирования рынков ПФИ и финансовых рынков в ЕС были исследованы следующими авторами: Анденас М., Берри Э., Бернард К., Ваймеерш Е., Везерилл С., Вейл Р., Де Бурка Г., Дэвис К., Крейг П.П., Листа А., Молони Н., Пирс С., Схаммо П., Тоблер К., Уолкер Г.А., Ферран Э., Феррарини Г., Хентенс М., Харткамп А., Харти Т.С., Чалмерс Д., Шутзе Р.

Основную **нормативную и эмпирическую базу** исследования составили правовые акты Европейского союза. Речь идет, в первую очередь, об учредительных договорах ЕС в актуальных редакциях: Договоре «Об учреждении Европейского экономического сообщества» 1957 г., Договоре «О Европейском союзе» 1992 года. В результате начатой в начале 2010-х гг. реформы был разработан и принят ряд нормативно-правовых актов, относящихся к вторичному праву ЕС, которые являются центральными для настоящей работы: Регламент № 648/2012/ЕС Европейского парламента и Совета ЕС «О внебиржевых производных финансовых инструментах,

центральных контрагентах и торговых репозитариях» от 04.07.2012 (далее - Регламент № 648/2012/ЕС), Директива Европейского парламента и Совета ЕС 2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» от 15.04.2014 (далее – Директива № 65/2014/ЕС) и Регламент Европейского парламента и Совета ЕС № 600/2014/ЕС «О рынках финансовых инструментов» от 15.04.2014 (далее - Регламент № 600/2014/ЕС). Важную роль играют технические и регулятивные стандарты, развивающие положения указанных выше правовых актов ЕС. В основу настоящей работы также легли решения Суда ЕС по вопросам совершения операций с ПФИ и относительно полномочий европейских институтов и финансовых органов. Были использованы различные статистические, аналитические и информационные материалы институтов и специализированных финансовых органов ЕС.

Методы исследования. Исследование основывается на диалектическом методе научного познания, в рамках которого применялись общенаучные методы: логический, системный, структурно-функциональный, исторический, лингвистический и социологический. В своей работе автор опирается на частнонаучные методы исследования: сравнительно-правовой, формально-юридический, историко-правовой.

Научная новизна работы определяется темой диссертационного исследования и низкой степенью разработанности изучаемой проблемы в России. В российской науке отсутствуют комплексные исследования правового регулирования внебиржевых ПФИ в ЕС. Несмотря на то, что финансовые рынки в ЕС были изучены российскими исследователями, сегмент ПФИ, а также комплекс мер, принятый с 2011 г., обратил на себя внимание относительно узкого круга ученых. Автором были впервые рассмотрены такие вопросы европейского финансового права, как деятельность Европейского органа по ценным бумагам и рынкам в сфере разработки правового регулирования внебиржевых ПФИ, клиринг

центрального контрагента, предоставление информации торговому репозитарию. Был произведен анализ нововведений, основанный на многогранном изучении проблемы. Анализируемые нормативно-правовые акты ЕС в сфере ПФИ были приняты после 2011 г. и продолжают претерпевать поправки с учетом практики применения определенных правовых процедур; принимаются технические и регулятивные стандарты и другие документы технического характера, развивающие положения Регламента № 648/2012/ЕС.

Научная новизна проявляется в следующих **выносимых на защиту положениях**.

1. Последствия мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. стали отправной точкой начала реформы внебиржевых рынков ПФИ. Кризис выявил основные проблемы, которые характеризовали мировые и европейские финансовые рынки ЕС в тот период. Среди них - отсутствие стабильности, наличие системных рисков и асимметричное развитие. Комплексный анализ выявленных проблем и причин их возникновения позволил принять превентивные меры для предотвращения последующих кризисов, которые нашли отражение в новых нормативно-правовых актах ЕС. Центральным документом реформы стал Регламент № 648/2012/ЕС. Введение требований к участникам договоров о прохождении клиринга, предоставлении информации торговым репозиториям и заключении сделок на регулируемых площадках должно способствовать повышению прозрачности на рынках.

2. Европейский союз не стремится к универсальному распространению обязательств по клирингу, репортингу и заключению договоров на регулируемых площадках на всех участников рынка. Установлены относительно высокие клиринговые пороги, что освобождает некоторые категории компаний от выполнения требований. В связи с этим

для дополнительного обеспечения стабильности финансовых рынков в ЕС были предусмотрены методы снижения рисков, использование которых является обязательным для всех участников рынка вне зависимости от их категории.

3. Кредитно-дефолтные свопы - это один из видов ПФИ, применение которого существенно отразилось на развитии мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. Риски, сопряженные с использованием данного финансового инструмента, заставили законодателя обратить внимание на кредитно-дефолтные свопы в первую очередь. Регулирование операций с данным ПФИ в ЕС отличается особо строгими правилами: был введен двухуровневый режим прозрачности, в соответствии с которым участники рынка должны докладывать о транзакциях с КДС не только национальным компетентным органам, но и Европейскому органу по ценным бумагам и рынкам; установлены повышенные клиринговые пороги, а также осуществляется дополнительный контроль за предоставлением информации торговым репозитариям.

4. ПФИ широко применяются в трансграничных сделках. Большую роль в регулировании ПФИ играет Международная организация свопов и деривативов. Одним из главных достижений Организации является разработка Рамочного договора 2002 г., на основании которого заключается 85% сделок по всему миру. При разрешении вопросов, связанных с трансграничными ПФИ, необходимо руководствоваться нормами международного частного права. В частности, трудности может вызвать выбор центрального контрагента, торгового репозитария, права, применимого к договору, а также компетентного судебного учреждения. В отсутствие выбора сторон в отношении права определенного государства, применяется метод характерного исполнения или наиболее тесной связи. Комплексная природа и инновационный характер договоров ПФИ делают

сложным применение коллизионных привязок по аналогии.

5. Европейский орган по ценным бумагам и рынкам (ЕОЦБР) играет координирующую, регулятивную и надзорную роль в вопросах регулирования ПФИ в ЕС. При участии ЕОЦБР происходит разработка специальных нормативно-правовых актов ЕС. Важными полномочиями ЕОЦБР также являются лицензирование деятельности клиринговых учреждений и торговых репозитариев, осуществление контроля за торговыми площадками, общий анализ рынка ПФИ и присущих ему рисков.

Теоретическая значимость диссертации состоит в том, что на основе проведенного анализа выявлены новые подходы к регулированию внебиржевых ПФИ в праве ЕС, комплексно изучена важная для осмысления развития любого финансового рынка (национального, регионального, международного) проблематика.

Результаты исследования носят важный **практический характер**. Процесс реформы правового регулирования рынков ПФИ в России и ЕАЭС не завершен. В России в последние годы была проведена значительная работа, направленная на создание детальной правовой базы регулирования ПФИ, которая не привела к принятию специального законодательства. Часть предложений, подготовленных экспертами, нашла отражение в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ. На начальных этапах находится гармонизация национального законодательства государств-членов ЕАЭС в сфере регулирования финансовых рынков, включая область регулирования операций с ПФИ.

Результаты исследования могут быть использованы в рамках разработки, совершенствования или дополнения российского законодательства и права ЕАЭС.

Комплексный характер работы позволяет использовать ее в образовательных целях.

Апробация результатов диссертационного исследования.

Диссертация была подготовлена, обсуждена и рекомендована к защите на кафедре европейского права МГИМО.

Результаты диссертационного исследования были представлены автором в ходе выступления перед студентами Гаагской академии международного права в рамках стажировки в 2016 г. Автор выступил с докладом на X Международном конвенте РАМИ в МГИМО МИД России на тему правового регулирования ПФИ на внебиржевом рынке ЕС.

По теме диссертации автором были опубликованы следующие статьи (некоторые в соавторстве) в **рецензируемых научных изданиях (перечень ВАК):**

1. Кригер А.М. История появления и правового регулирования производных финансовых инструментов // Евразийский юридический журнал. 2016. № 6 (97). С.114-116.
2. Кригер А.М., Касьянов Р.А. Особенности правового регулирования внебиржевых производных финансовых инструментов в ЕС // Финансовое право. 2016. № 9. С. 28-32.
3. Кригер А.М. Обзор изменений в регулировании производных финансовых инструментов в соответствии с директивой № 2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» // Актуальные проблемы экономики и права. 2017. № 2 (11). С. 146-153.
4. Кригер А.М. Предполагаемые правовые последствия выхода Великобритании из ЕС на рынке производных финансовых инструментов // Международное право и международные организации / International Law and International Organizations. 2017. № 4. С. 37-45.
5. Кригер А.М. Роль Европейского органа по ценным бумагам и рынкам в регулировании рынка внебиржевых производных

финансовых инструментов // Российский журнал правовых исследований. 2017. № 3 (12). С. 105-111.

6. Кригер А.М. Особенности правового регулирования кредитно-дефолтных свопов в Европейском союзе // Международное право. 2018. № 1. С. 8-18.
7. Кригер А.М. Производные финансовые инструменты как катализатор мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. // Финансовое право и управление. 2018. № 1. С. 52-63.
8. Кригер А.М. Особенности осуществления клиринга внебиржевых производных финансовых инструментов в Европейском союзе // Российский журнал правовых исследований. 2019. № 1 (18). С. 116-126.

Научные статьи в изданиях, входящих в международную реферативную базу данных SCOPUS:

9. Kasyanov R., Kriger A. Towards Single Market in Financial Services: Highlights of the EU and the EAEU Financial Markets Regulation // Russian Law Journal. № 8(1). 2020. С. 111-137.

Структура диссертации обусловлена объектом, целями и задачами исследования и состоит из введения, трех глав (объединяющих 9 параграфов), заключения, списка использованных источников.

Глава 1. Теоретические основы государственного регулирования сделок с производными финансовыми инструментами на внебиржевых рынках

1.1. Правовое определение производных финансовых инструментов

Предметом настоящего исследования является договор – «производный финансовый инструмент» (далее - ПФИ). Несмотря на важность данного феномена для современной юриспруденции и экономики, в академических трудах и нормативно-правовых актах единый подход к определению данного термина отсутствует. Необходимо выделить определения, содержащиеся в различных источниках: академических работах ученых, национальном законодательстве отдельных государств и нормативно-правовых актах международного характера.

В первую очередь, следует обратить внимание на то, что сформулированное определение производного финансового инструмента появилось относительно поздно. Как сам термин «производный финансовый инструмент», так и его определение перешли на нормативный уровень из академических работ различных исследователей. Первые работы, посвященные ПФИ, появились во второй половине XX века, в то время как законодательное регулирование началось с 2007 года.

Широко известен тот факт, что российские исследователи более склонны давать подробные определения изучаемого предмета. Анализ научных трудов (диссертационных исследований, монографий, научных статей), посвященных вопросам правового регулирования и сущности ПФИ, позволил подтвердить приведенный выше постулат. Несмотря на то, что автором в ходе исследования были обнаружены развернутые и сжатые дефиниции как в российских, так и в зарубежных исследованиях, очевидно, что западные ученые, в большинстве случаев, ограничиваются лишь краткой формулировкой. Например: производный финансовый инструмент - это

финансовый инструмент, стоимость которого зависит от базового актива[2]. Встречающиеся в зарубежных работах более многословные определения нельзя, тем не менее, назвать более точными: «ПФИ – это договор между двумя сторонами, устанавливающий условия, а именно, дату и конечную стоимость базового актива, в соответствии с которыми должны производиться выплаты по договору»[3]. Некоторые аналитики из США и Великобритании и вовсе стараются избегать установления четких рамок для предмета их работы, как это сделал Р. Макдональд в своей книге «Рынок деривативов». Отсутствие определения было компенсировано примером одного из договоров ПФИ и фразой: «скрытый смысл определения ПФИ не очевиден»[4]. Еще одним примером подобного подхода является комментарий помощницы председателя Комиссии США по товарным фьючерсам Л.Стюарт: «Термин ПФИ используется для всех инструментов, стоимость которых каким-либо образом зависит от или является производной от другого финансового инструмента, индексов, биржевых товаров, процентной ставки или другого показателя»[5].

Автор настоящего диссертационного исследования уверен в том, что наличие четкого и проработанного определения изучаемого предмета является неотъемлемой частью как полноценной исследовательской работы на правовую тематику, так и нормативно-правового акта. Юридическая неопределенность и размытость формулировки может стать причиной возникновения споров относительно принадлежности тех или иных договоров к категории ПФИ. Примером могут служить договор РЕПО и

2 Markham J.W., Gjynshi R., Regulation of derivative instruments. Research handbook on securities regulation in the United States. Edward Elgar publishing. 2014. P. 346.

3 Rubinstein M. Rubinstein on Derivatives, Futures, Options and Dynamic Strategies. Risk Books. 1999.

4 McDonald R.L. Derivatives market. Third Edition. Pearson. 2013. P.2.

5 Stewart L. Multinational Finance and Derivatives //American Society of International Law Proceedings. vol.89. 1995. P. 38-42.

облигация, обеспеченная долговым обязательством, которые не относятся к категории ПФИ, однако имеют схожие характеристики[6].

В противоположность западному подходу российскими учеными были сформулированы более развернутые определения ПФИ. По мнению В.В. Ковалева, это договор, предусматривающий возможность покупки-продажи права на приобретение или поставку базового актива или получение выгоды, связанной с характеристикой данного актива[7]. Н.Г. Семилютина назвала финансовый инструмент «документом, который удостоверяет факт заключения разовой гражданско-правовой сделки в соответствии и на условиях, определенных в организационном договоре, а также определяет конкретные количественные параметры заключенной сделки (т.е. конкретизирует условия применительно к данному разовому правоотношению). В силу перечисленных обстоятельств финансовый инструмент, подобно ценной бумаге, получает способность к самостоятельному обращению в качестве объекта гражданских прав и обязанностей»[8].

Для целей исследования автор сформулировал следующее определение, которое, по его мнению, наиболее полно отражает сущность изучаемого понятия: **производный финансовый инструмент – это договор, заключаемый между двумя или более сторонами, которые обязуются выполнить определенные действия в зависимости от количественных или качественных показателей базового актива[9] по состоянию на**

6 Awrey D. Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets // Harvard Business law Review. Vol. 2. 2012. P. 235-294.

7 Ковалев В.В., Финансовый менеджмент: теория и практика. 3-е издание. 2014 г. Издательство «Проспект». С. 133.

8 Семилютина Н.Г. Российский рынок финансовых услуг (формирование правовой модели). - М.: - Волтерс Клувер. 2005. С. 25.

9 В российских нормативно-правовых актах и правовой доктрине используется также термин «базисный актив». Однако автор в целях единообразия терминологии придерживается формулировки «базовый

определенный момент в будущем.

Что касается законодательных и нормативных определений понятия ПФИ, то необходимо отметить следующее.

В праве ЕС нормативно-правовое определение ПФИ было установлено пп. 4-10 Приложения № 1 Директивы Европейского Парламента и Совета ЕС 2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» в виде перечисления конкретных видов финансовых инструментов. В соответствии с одним из положений, к ПФИ относятся «опцион, фьючерс, своп, форвард или другой финансовый инструмент, базовым активом которого является иной финансовый инструмент, биржевой товар или какая-либо переменная, сделки с которыми заключаются на регулируемых площадках или вне рынка»[10]. Недостатками определения являются размытость и чрезмерное обобщение: формулировка содержит список договоров, однако не выделяет общие для них свойства и без дополнительных пояснений относит их к категории ПФИ.

Отсутствие четкого нормативно-правового определения ПФИ в Европейском праве может быть объяснено динамичным развитием рынка и регулярным появлением новых видов договоров.

Примечательно, что национальное право государств-членов ЕС содержит различные определения договора, которым не свойственно единообразие.

Фактором, в большей или меньшей степени сближающим национальное законодательство государств-членов ЕС в сфере внебиржевых ПФИ, является создание в недавнем времени пакета наднациональных актов, регулирующих данную сферу экономических отношений. Однако если в одних государствах на фоне европейского регулирования сохраняются национальные определения и правила заключения сделок, то в других

актив», которая более распространена в юридической литературе.

10 Section C Annex I Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments // OJ L 173/349 P. 349-496.

юрисдикциях основным правовым источником становятся нормативные акты ЕС.

В отдельных государствах законодателем было закреплено подробное определение ПФИ. Так, в соответствии с Циркуляром 3/2000 ФРГ, ПФИ - это операции, цена которых определяется базовым активом, который торгуется на бирже (акции, ценные бумаги с фиксированным процентом и курсы валют), фиксированной суммой, фиксированной процентной ставкой или базовым индексом. Финансовые деривативы – это соглашение, обязательное для выполнения двумя сторонами (форвард) или одной стороной (опцион). Если финансовый дериватив связан с торгующимся инструментом, может быть осуществлена физическая поставка или наличный расчет, которые определяются на основании рыночных цен в оговоренную дату[11].

В Нидерландах было законодательно закреплено следующее определение: финансовые деривативы – это финансовые договоры, цена которых зависит от базового актива[12].

Венгерское определение ПФИ содержит подробное описание договора. В соответствии с законом, ПФИ относятся к финансовым инструментам. Как и в европейских нормативно-правовых актах, даются примеры ПФИ – фьючерсы, опционы, свопы. Отмечается, что в основе ПФИ лежит биржевой товар или финансовый инструмент. Также законом установлены свойства договора, которые позволяют исключить сомнение в отношении принадлежности определенной сделки к категории ПФИ. К таким свойствам относятся:

11 Циркуляр 3/2000 «Производные финансовые инструменты» [Электронный ресурс] http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Rundschreiben/rs_0003_VAGorders_en_va.html (Дата обращения: 26.12.2018 г.).

12 Regeling van de Minister van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap van 6 juni 2016, nr. WJZ/800938 (6670), houdende regels voor onderwijsinstellingen omtrent het uitzetten van gelden, het aangaan van leningen en het aangaan van verbintenissen voor financiële derivaten (Regeling beleggen, lenen en derivaten OCW 2016). http://wetten.overheid.nl/BWBR0038059/2018-07-01 (Дата обращения: 26.12.2018 г.).

- Осуществление оплаты денежными средствами или за счет другого финансового инструмента;
- Зависимость стоимости от определенной процентной ставки, цены финансового инструмента или биржевого товара, индекса цен или ставок, кредитных рейтингов или индексов или другого базового актива;
- Отсутствие необходимости первоначальных крупных вложений, что проявляется в нулевых первоначальных чистых инвестициях или чистых инвестициях, которые меньше, чем в других финансовых сделках.

Кроме того, в венгерских нормативно-правовых актах имеются самостоятельные определения внебиржевого фьючерса, внебиржевого опциона, свопа, процентного свопа, внебиржевой спот сделки, а также хеджирования.

Закон Латвии “О рынке финансовых инструментов” гласит следующее. «Производные финансовые инструменты - финансовые инструменты (договоры), стоимость которых изменяется в зависимости от изменений установленной процентной ставки, цены переводных ценных бумаг, цены товаров, курса иностранной валюты, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или подобной переменной величины и на стоимость которых оказывает влияние один или несколько финансовых рисков, присущих находящемуся в основе производного финансового инструмента первичному финансовому активу или другому активу и переводимых между вовлеченными в сделку лицами. Для приобретения производного финансового инструмента не требуется начальное вложение или требуется небольшое начальное вложение (в отличие от других видов договоров, которые также зависят от изменений рыночных условий), и связанные с

выполнением договора расчеты происходят в будущем»[13].

Закон Болгарии «О рынке финансовых инструментов» не только имплементирует положения Директивы 2014/65/ЕС «О рынке финансовых инструментов» относительно различных примеров ПФИ, но и содержит отдельные определения фьючерса, опциона и контракта на разницу цен[14]. Что касается законодательного определения ПФИ в России, оно установлено Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»[15] и рядом подзаконных нормативно-правовых актов[16]. По сравнению с формулировками, содержащимися в европейских актах, российское определение отличается полнотой и носит детализированный характер.

Стоит также обратить внимание на определение, закрепленное в Международном стандарте финансовой отчетности (МСФО (IAS)39)) «Финансовые инструменты: признание и оценка» содержит следующее определение производного финансового инструмента[17]. Производный инструмент - финансовый инструмент или другой договор, имеющий три следующие характеристики:

(а) его стоимость меняется в результате изменения установленной процентной ставки, цены финансового инструмента, цены товара, обменного

13 Закон Латвийской Республики «О рынке финансовых инструментов» от 11.12.2003 г. [Электронный ресурс] http://latvia.news-city.info/docs/sistemse/dok_iegzwz/index.htm (Дата обращения: 25.11.2018 г.).

14 Markets in Financial Instruments Act, Promulgated SG, issue 52 from 29 June, 2007 in effect as of 1 Nov., 2007 [Электронный ресурс] https://www.minfin.bg/upload/3988/Zakon+za+pazarite+na+finansovi+instrumenti_EN.pdf (Дата обращения: 26.12.2020 г.).

15 Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 03.07.2016) "О рынке ценных бумаг" [Электронный ресурс] http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/

(Дата обращения: 03.02.2021 г.).

16 Указание Банка России от 16 февраля 2015 г. № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» [Электронный ресурс] https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70832794/

(Дата обращения: 03.02.2021 г.).

17 Ст. 9 Международного стандарта финансовой отчетности (IAS) 39 "Финансовые инструменты: признание и оценка" (ред. от 26.08.2015) (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25.11.2011 N 160н).

курса валют, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или кредитного индекса, или другой переменной, при условии, что в случае с нефинансовой переменной (иногда называемой "базисной") она не является специальной для стороны договора;

(b) для него не требуется первоначальной чистой инвестиции или требуется первоначальная чистая инвестиция, меньшая, чем та, которая была бы необходима для других видов договоров, которые, как ожидается, аналогичным образом реагировали бы на изменения рыночных факторов; и

(c) расчеты по нему осуществляются в будущем»[18].

Достоинством определения, включенного в текст МСФО 39, является выделение в качестве основной особенности договора будущей даты исполнения договора, что, как правило, не присуще иным законодательным определениям ПФИ, тогда как время исполнения является существенным условием данного договора[19].

Примечательно, что некоторые важнейшие документы международного характера вовсе не содержат какого-либо определения ПФИ. Так, итоговое заявление лидеров, вынесенное по результатам встречи Группы двадцати в г. Питтсбурге в сентябре 2008 г., обусловившее современное регулирование вопросов ПФИ в государствах с наиболее развитыми экономиками в мире, обходит вопрос терминологии стороной[20].

По итогам сравнения представленных законодательных и доктринальных понятий можно сделать вывод о том, что в вопросе

18 Текст статьи Международных стандартов представлен в соответствии с Приложением N 27 к Приказу Министерства финансов Российской Федерации от 25.11.2011 № 160н Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 39 "Финансовые инструменты: признание и оценка". Данная статья утратила силу в Российской Федерации.

19 Плотников В.С, Плотникова О.В. «Определение производных финансовых инструментов для признания в бухгалтерском учете» // Вектор Науки ТГУ. №2 (20). 2012 г. С. 179-182.

20 G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit. September 24-25, 2009, Pittsburgh [Электронный ресурс] http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

определения ПФИ отсутствует единство. Безусловно, более полные формулировки способствуют исключению возможности спекуляции относительно принадлежности определенных договоров к категории ПФИ. Отсутствие четкого законодательного термина ПФИ может привести к уклонению лиц от исполнения обязательств, введенных нормативно-правовыми актами, а также к появлению множества споров и судебных разбирательств. В связи с этим, по мнению автора, на европейском и глобальном уровнях должен быть поднят вопрос об уточнении и расширении имеющейся дефиниции.

Как уже было отмечено, обязательства сторон договора ПФИ возникают в отношении базового актива, который является существенным условием договора. Базовым активом ПФИ могут являться акции, долговые обязательства, биржевые товары или какие-либо иные переменные, чаще всего, более простые по сущности, чем сам ПФИ[21]. Ввиду стремительного роста рынка ПФИ и возможностей применения договора, в качестве базового актива сторонами могут быть избраны даже такие нестандартные величины как показатели погоды, вероятность происшествия природных катаклизмов, окупаемость продаж альбомов поп-исполнителей, результаты выборов и урожай в определенном году[22]. При этом в настоящей работе речь идет преимущественно о ПФИ, то есть договорах, базовым активом которых является определенный финансовый показатель или инструмент. Возможным ограничением выбора базового актива сторонами договора может стать лишь нормативно-правовая база государства, право которого распространяется на договор. В качестве базового актива может выступать и другой производный финансовый инструмент, что может привести к созданию финансовой

21 Hull, J.C. Options, Futures, and Other Derivatives. Pearson. Sixth edition. 2006, P.1.

22 Swan, E.J. Building the Global Market. A 4000-Year History of Derivatives. Wolters Kluwer. 2000.

пирамиды[23].

Заключение договора с ПФИ всегда связано с определенными рисками для сторон договора: выгода по крайней мере одной стороны договора зависит от случая. По этой причине считается, что ПФИ обладают стохастическим характером. Степень риска зависит от особенностей базового актива, рыночной ситуации и других экономических условий[24].

В юридической литературе до сих пор не угасает полемика относительно правовой сущности ПФИ. В середине 1990-х гг. бытовало мнение о том, что договор представляет собой не что иное, как пари или ставку. В соответствии с данной теорией, ПФИ является ставкой между сторонами о том, что, в случае наступления определенного события в отношении базового актива, одной из сторон будет выплачена оговоренная сумма. Связь ПФИ с пари и ставками заключается в непосредственной зависимости результата сделки от базового актива или предмета пари. Выигрыш ставки на определенную лошадь зависит от ее выступления, равно как и выгода по договору ПФИ является следствием повышения или понижения ценности базового актива или наступления определенных событий[25]. Некоторое время назад арбитражные суды России отказывали в рассмотрении дел, связанных с ПФИ, ввиду признания их сделками-пари, которые в соответствии с гражданским законодательством России были

23 Eales B.A., Choudhry M. Derivative instruments: A Guide to Theory and Practice. Butterworth-Heinemann 2003. P. 1.

24 Иванова Е.В. Правовая квалификация деривативов. Диссертация на соискание ученой степени к.ю.н., ГУ-ВШЭ, Москва – 2006 г.

25 Stout L.A. Derivatives and The Legal Origin of the 2008 Credit Crisis // Harvard Business Law Review. vol. 1. 2011. [Электронный ресурс] https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.ru/&httpsredir=1&article=1822&context=facpub (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

лишены судебной защиты[26]. Тем не менее, «теория пари» была отвергнута как в России, так и за рубежом.

Алеаторный характер договоров ПФИ проявляется в определенной неизвестности, присущей базовому активу и его свойствам в будущем, а также в ограниченной возможности сторон контролировать или влиять на показатели переменных. Отличие ПФИ от пари проявляется в том, что стороны договора имеют большую осведомленность относительно результатов заключенного договора, чем, к примеру, участники пари. Основываясь на личном опыте, количественных показателях деятельности компании, статистике и других сведениях, стороны договора находятся в более защищенном положении, нежели чем бетторы[27].

Во избежание правовых неточностей Гражданским Кодексом Российской Федерации проводится четкое разграничение между пари, сделками, связанными с организацией игр, и ПФИ[28].

Помимо этого, некоторые исследователи утверждают, что ПФИ относятся к категории ценных бумаг. По мнению автора, подобное высказывание неверно по многим причинам. Ценная бумага представляет по своей правовой сути право на определенный актив или на совершение с ним некоторых действий[29]. Для многих видов ценных бумаг характерны периодические выпуски, что не свойственно большинству известных видов ПФИ. Кроме того, ПФИ - это, как уже было отмечено, - договор и,

26 Дарушин И.А. Финансовый инжиниринг: инструменты и технологии. Монография. Издательство «Проспект». М. - 2015 г.

27 Lynch T.E. Derivatives: A Twenty-First Century Understanding // Loyola University Chicago Law Journal. Vol. 43. 2011. P. 1-51.

28 Ч.2 ст. 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации 26.01.1996 N 14-ФЗ (ред. от 23.05.2016).

29 Шевченко О.М. Правовое регулирования деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг: новации российского законодательства и актуальные проблемы: монография. М.: Проспект, 2015. 344 С.

соответственно, предусматривает взаимные обязательства для сторон[30]. Кроме того, в настоящий момент ценные бумаги и ПФИ имеют различный правовой статус и правовое регулирование как в ЕС, так и в России[31].

Мнения ученых в отношении того, относятся ли производные финансовые инструменты к активам или пассивам, разделились.[32] Сущность договоров ПФИ говорит о том, что активом или пассивом может являться не сам договор, а базовый актив. ПФИ в данном случае не может тяготеть ни к активам, ни к пассивам, так как он, по своей сути, является договором, а не ценной бумагой, удостоверяющей определенное право[33].

Существует ошибочное утверждение о том, что производные финансовые инструменты – это изобретение юристов и экономистов XX века[34]. Однако многочисленные исследования вопроса подтверждают, что ПФИ использовались людьми на протяжении многих столетий[35].

Историками были найдены доказательства заключения прото-фьючерсов и прото-опционов в Древней Месопотамии и Древней Греции, об использовании ПФИ свидетельствуют даже некоторые библейские сюжеты. В Древнем Риме ПФИ применялись при осуществлении государственных закупок и в оптовой торговле[36]. Римское право предусматривало два вида

30 Иванова Е.В. «Правовая классификация деривативов», диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук, 2006 г., С. 26.

31 Макшанова Т.В., Коваленко О.Г., Производные ценные бумаги и финансовые инструменты: сущность и возможность применения» // Вектор ТГУ. №3. 2013 г. С. 348-352.

32 Chisholm A.M. Derivatives Demystified. A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options. John Wiley & Sons Ltd. 2004. P. 1.

33 Dimitris N. Chorafas Introduction To Derivative Financial Instruments. Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging. 2008 by The McGraw-Hill Companies, Inc., C.31.

34 John C. Hull Options, Futures and Other Derivatives. Global Edition. Pearson. 2012. P.1.

35 Edawrd J. Swan, Building the Global Market, A 4000 Year History of Derivatives Hardcover, Kluwer Law International, 2000 г., С. 28.

36 Poitras G. The Early History of Financial Economics, 1478-1776,.Edward Elgar Publishing Ltd. Cheltenham. 2000. P.340.

договоров, сходных с современными форвардами[37]: форвард с определенной датой произведения поставки товара, а также форвард с возможностью осуществления покупки без определенной даты поставки[38]. В Средние века ПФИ продолжали способствовать коммерческому обороту во всех странах Европы: подтверждения заключения ПФИ обнаружены в Италии, Франции и Нидерландах. Договоры были популярны и в Азии, на рисовых биржах. Важным этапом в истории развития ПФИ стал 1848 г., когда для них в Чикаго была открыта первая в мире биржа - Чикагская торговая палата, которая функционирует по настоящее время. Стоит отметить, что и в России ПФИ существуют уже длительное время: Свод законов Российской Империи содержит раздел «О запродажах»[39].

Подробнее ознакомиться с историей применения ПФИ в России и в мире можно в статье автора «История появления и правового регулирования производных финансовых инструментов»[40].

Подводя итог данной части диссертационного исследования, необходимо отметить, что производный финансовый инструмент – это сложное понятие, определение которого существенно отличается как в нормативно-правовых актах международного и национального уровня, так и в доктринальных источниках. Сравнение определений позволяет сделать вывод, что дериватив - это финансовый договор, предмет и условия которого могут гибко изменяться в соответствии с потребностями сторон, что и является причиной сложности выработки единого определения, которое могло бы охватить многогранность различных видов ПФИ. При этом в

37 Форвард - документ содержащий информацию относительно намерения сторон заключить договор купли-продажи в определенный момент в будущем.

38 Swan E.J. Building the Global Market. A 4000-Year History of Derivatives. Wolters Kluwer. London. 2000.

39 См.: [Электронный ресурс] http://www.runivers.ru/ (http://www.runivers.ru/upload/iblock/3b1/10-1.pdf) (Дата обращения: 01.06.2018 г.).

40 Кригер А.М. История появления и правового регулирования производных финансовых инструментов // Евразийский юридический журнал. № 6(97). 2016. С.114-116.

основе всех ПФИ вне зависимости от юрисдикции лежит базовый актив, свойства которого прямо или косвенно влияют на цену договора. ПФИ – это не новейшее изобретение, относящееся к XX веку, а договор, который на протяжении многих столетий применялся по всему миру.

1.2. Особенности заключения сделок с производными финансовыми инструментами

1.2.1. Виды производных финансовых инструментов

В соответствии с Директивой 2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов», основными видами ПФИ являются опцион, фьючерс, своп и форвард[41]. Так как документ носит универсальный характер, приложение к директиве ограничивается перечислением наиболее общих видов ПФИ. Стоит отметить также Регламент 575/2013/ЕС «О пруденциальных требованиях к кредитным учреждениям и инвестиционным фирмам», который содержит другой список видов деривативов, в котором указанные выше ПФИ разделены на процентные и валютные финансовые инструменты[42]. Рассмотрим упомянутые виды более подробно.

Фьючерс или фьючерсный контракт – это финансовый инструмент или соглашение между сторонами о будущей купле-продаже базового актива, заключенное на бирже в определенный срок по оговоренной цене[43]. В соответствии с решением Суда ЕС по делу «Banif», фьючерс - это товарный ПФИ, по условиям которого стороны берут на себя обязательство продать и купить определенный базовый актив в установленный срок. Цена договора

41 P.4 Section C Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

42 Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

43 Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А.Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 394 С.

См. также: [Электронный ресурс] http://thelawdictionary.org/futures-contract/ (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

устанавливается на момент его заключения[44].

Фьючерс является биржевым стандартизированным ПФИ. Для осуществления трейдинга биржа устанавливает единые условия сделки, выступает своеобразным посредником в договоре и тем самым обеспечивает его признание сторонами в момент наступления срока исполнения обязательств. Покупатель должен выплатить определенную сумму за товар в установленный срок, в то время как продавец обязуется передать покупателю указанный товар (финансовый инструмент, ценную бумагу или другой базовый актив), а также осуществить поставку, если это предусмотрено договором. Эмпирические сведения показывают, что лишь 3% всего объема фьючерсных договоров приводят к фактической передаче прав на базовый актив, так как остальные заключаются в целях спекуляции или хеджирования[45].

Поскольку фьючерсные договоры первоначально развились в форме товарных производных инструментов (то есть, в их основе лежали биржевые товары, такие как рис, сахар, кофе и пр.), фьючерсы заключаются в отношении базовых активов, характеризующихся стандартным качеством, количеством и определенными родовыми признаками. С течением времени финансовые фьючерсы стали преобладать над товарными: базовыми активами фьючерса чаще всего являются финансовые инструменты, например, ценные бумаги, фондовые индексы, валюта (в том числе криптовалюта), банковские депозиты.

Цена фьючерса – это фиксированная сумма, которая должна быть уплачена покупателем за определенный базовый актив по наступлении

44 Case C-312/14 Banif Plus Bank Zrt. v. Márton Lantos and Mártonné Lantos [Электронный ресурс] http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=%2522futures%2522&docid=167901&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=3642827#ctx1 (Дата обращения: 13.03.2019 г.).

45 Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А.Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 394 С.

установленного срока. Она соответствует предположениям стороны договора относительно реальной цены на товар на определенный момент в будущем. В зависимости от изменения рыночной цены на базовый актив выгоду получает продавец или покупатель.

Форвард (форвардный договор) - это финансовый инструмент, близкий по своей сути к фьючерсу о покупке или продаже определенного актива в установленный срок за оговоренную цену, однако заключающийся вне биржи[46]. Форвардные договоры заключаются, как правило, вне биржи. Форвард является гибким инструментом, который можно адаптировать под потребности любой стороны[47]. Форвард может быть использован в целях спекуляции или хеджирования. Отсутствие стандартизации данного вида ПФИ делает его наиболее пригодным для страхования рисков. В отличие от фьючерса, форвард может быть изменен с учетом любого товара, срока и количества[48].

Форвард и фьючерс представляют собой срочные сделки, исполнение обязательств по которым производится в установленный в договоре срок.

Опцион – это такой финансовый инструмент, покупатель которого обладает возможностью купить или продать определенный актив по оговоренной цене в течение установленного периода или в конкретный срок, а также сохраняет за собой право отказаться от совершения действий в соответствии с договором[49]. Принципиальным отличием опциона от форварда и фьючерса является возможность владельца опциона выбрать, желает ли он воспользоваться правом, установленным договором. За покупку

46 Hull J. Options, Futures and Other Derivatives. 2008. 7th Edition. Pearson Education International. P. 4.

47 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/terms/f/forwardcontract.asp (Дата обращения: 25.05.2018 г.).

48 Hudson A., The Legal Aspect of Financial Derivatives // Business Law Review. Vol. 17. Issue 10. 1996. P. 199-201.

49 См. [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/terms/o/option.asp (Дата обращения: 26.05.2018 г.).

данного права покупатель опциона выплачивает продавцу определенное вознаграждение (премию)[50]. При заключении договора об опционе обязательствами исполнения связан лишь продавец опциона. Как в случае и с другими ПФИ, базовым активом опциона чаще всего являются акции, ценные бумаги или другие финансовые активы. Опцион дает право покупки базового актива по цене, действительной на момент покупки опциона, что позволяет стороне выиграть от изменения цены на актив[51].

Существует два основных типа опциона, опцион «call» и опцион «put». Опцион call дает право покупки актива, а опцион put дает право продажи актива[52].

Одним из наиболее востребованных и широко используемых видов ПФИ является **своп**. Этот вид ПФИ предполагает обмен активами, ценными бумагами или прибылью от каких-либо активов, индексов, дивидендами или иными финансовыми потоками. Свопы – это наиболее широкая категория ПФИ, которые могут быть впоследствии разделены на товарные и финансовые свопы. Первые предполагают обмен неочищенной нефтью, зерном или иными видами товаров. Вторые включают обмен облигациями, иностранной валютой, акциями и другими финансовыми активами или пассивами. Финансовые свопы также подразделяются на валютные и процентные свопы, свопы на акции[53].

Свопы не торгуются на биржах, они являются внебиржевыми инструментами или заключаются между отдельными представителями бизнеса и финансовыми учреждениями.

50 Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А.Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 394 С.

51 Hull, J.C. Options, Futures, and Other Derivatives. Pearson. Sixth edition. 2006.

52 McDonald R.L. Derivatives Market. Third Edition. Pearson. 2012. P.35.

53 Ahonen Z. The Recent Financial Crisis and its Impact on Interest Rate Swaps: A Road to Recovery Through the Frustration of Commercial Purpose Doctrine // Indiana International And Comparative Law Review. vol. 24. 2014. P. 429-459.

Одним из распространенных видов свопов является процентный своп. Данный договор предполагает обмен потоками капитала от плавающей и фиксированной процентной ставки. Немалые сложности вызывает оценка стоимости процентного свопа, которая для простоты рассчитывается в виде суммы действительных процентных начислений за каждый инструмент, участвующий в свопе. Действительные процентные начисления учитываются как стоимость будущего потока капитала с применением особой учетной ставки. В процентном свопе обе стороны предполагают, что они увеличат прибыль за счет установки фиксированной процентной ставки или плавающий процентной ставки. Использование процентных свопов тесно связано с рынком облигаций, так как выплаты по купонам представляют собой рискованный актив[54].

Особое место в разнообразии свопов занимает кредитно-дефолтный своп (далее - КДС). Договор был изобретен в середине 1990-х гг. менеджером банка JP Morgan Блайт Мастерс (Blythe Masters) как средство переноса кредитных рисков по коммерческим займам в целях высвобождения минимального капитала коммерческими банками[55]. Условия КДС предусматривают, что одна сторона выплачивает другой вознаграждение в обмен на платеж или другую выгоду в случае наступления определенного кредитного события[56] (невыполнения стороной финансовых обязательств или ее банкротства[57]). Сторонами данного договора выступают продавец и

54 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/articles/investing/121614/how-interest-rate-swaps-are-valued.asp (Дата обращения: 15.01.2020 г.).

55 Thomasson K.R. Over-The-Counter Derivatives in a Global Financial Marketplace: The Case for Uniform Global Identifiers and Compatible Reporting Requirements in Substituted Compliance Comparability Determinations // Catholic University Law Review. Vol. 65. 2015. P. 363-386.

56 Regulation (EU) No 236/2012 Of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps, OJ L 86/1. P.3-26.

57 Saunders B. B. Should Credit Default Swap Issuers Be Subject to Prudential Regulation? // JCLS., vol.10. 2010. P. 427-449.

покупатель кредитной защиты. Базовым активом КДС чаще всего является одно или более долговое обязательство, например, заём в банке или облигация государственного предприятия. Однако базовым активом также может выступать «корзина», сочетающая несколько финансовых инструментов (различные связанные между собой долговые обязательства и облигации)[58]. Покупатель кредитной защиты выплачивает другой стороне установленную сумму на периодической основе (как правило, ежеквартально). Сумма периодических платежей находится в зависимости от кредитного риска и долгового обязательства. В ответ на регулярные платежи продавец кредитной защиты обязан выплатить установленную сумму (сумму долгового обязательства) при наступлении кредитного случая. Рамочный договор Международной организации свопов и деривативов в качестве кредитного случая подразумевает: банкротство, неисполнение платежного или иного обязательства, досрочное взыскание задолженности по обязательству, реструктуризацию долга, односторонний отказ от исполнения обязательства и др.[59]

Таким образом, КДС является своего рода страхованием от кредитных рисков, позволяющим банкам и другим компаниям лучше контролировать исполнение обязательств. Покупка кредитной защиты представляет собой перенос кредитных или иных рисков с одной стороны договора на другую. Договор о КДС зачастую заключается сроком на 5 или 10 лет. В то время как в самом названии финансового инструмента фигурирует слово «дефолт», КДС не всегда ставится в зависимость от неисполнения обязательств стороной договора. Контрагенты свободны в выборе кредитного случая, который приведет в действие механизм КДС.

58 O’Connor B.R. Taming the Wild West of Wall Street: Regulating Credit Default Swaps after the Dodd-Frank // The John Marshall Law Review. № 48. 2015. P. 565-604.

59 Swantek M.A. A Brave New World: Credit Default Swaps and Voluntary Debt Exchanges // The John Marshall Law Review. Vol. 45. 2012. P. 1227-1254.

Неустойчивая природа договоров КДС отражается в процессе стандартизации данных ПФИ. В то время как другие финансовые инструменты, заключаемые на бирже, стали более стандартизированными, КДС этот процесс затронул незначительно. Это происходит по той причине, что каждый КДС индивидуален: в основе договора лежит определенное долговое или иное обязательство, влекущее выплату установленной суммы. КДС неохотно принимаются центральными контрагентами для клиринга, что делает их не пригодными для торговли на бирже.

Несмотря на сходство в желаемом результате (по защите от неблагоприятных ситуаций), договор КДС существенно отличается от договора страхования по следующей причине. При наступлении кредитного события выплата по КДС производится вне зависимости от того, несет ли покупатель кредитной защиты какие-либо убытки или нет[60]. КДС не предполагает страхового анализа, как договор страхования, и основывается в большей степени на оценке финансовой стабильности предприятия, предлагающего кредитный продукт[61].

Важной особенностью КДС является тот факт, что он относится к категории внебиржевых ПФИ. КДС не продаются на централизованных биржах как фьючерсы или акции: заключение таких договоров происходит между дилерами или конечными пользователями КДС на внебиржевом пространстве[62].

Договоры КДС зачастую ошибочно называют «продажей без

60 Wibier R.M. The Credit Crisis and Securitisation // European Journal of Commercial Contract Law. 2011-3/4. P. 83-88.

См. также: Juurikkala O., Financial Engineering Meets Legal Alchemy: Decoding the Mystery of Credit Default Swaps // Fordham Journal of Corporate and Financial Law. Vol 19. 2014. P. 425 - 488.

61 Zabel R.R. Credit Default Swaps: From Protection to Speculation // Pratt’s Journal of Bankruptcy Law. September 2008. P. 546-552.

62 Shadab H.B. Counterparty Regulation and Its Limits: the Evolution of the Credit Default Swaps Market // New York Law School Review. vol. 54. 2010. P. 689-705.

покрытия» или «короткой продажей». Несмотря на использование терминов «КДС» и «короткая продажа» в СМИ в качестве синонимов, данные понятия не являются взаимозаменяемыми. Короткая продажа представляет собой передачу прав на активы, не находящиеся в собственности продавца. Короткая продажа применяется в целях получения прибыли от снижения цен на активы, повышения ликвидности, а также для хеджирования длинных позиций.

Существует теория, что КДС оказали негативное влияние на экономику США и стали одной из причин развития мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. В определенный момент, когда КДС достигли пика популярности, данные ПФИ стали своего рода альтернативой кредитным рейтингам предприятий, так как их цена говорила о качестве базового актива, а также об уровне надежности, финансовой устойчивости и безопасности компании в целом[63]. Данная информация подтверждается тем, что некоторые предприятия, имевшие высокий рейтинг кредитно-рейтинговых агентств, не смогли преодолеть финансовый кризис, в то время как спрос на их КДС падал. Наиболее очевидный пример - Lehman Brothers Holding Inc., чей рейтинг от агентства Moody’s оставался позитивным и стабильным до самого момента объявления банкротства в 2008 г.[64]

КДС можно сравнить с рядом других правовых институтов, обладающих некоторыми аналогичными свойствами: соглашением о проведении азартных игр, банковской гарантией и даже договором страхования. Однако во всех случаях имеются существенные или

63 Ladon P.W. In CDS We Trust – An Analysis of Credit Default Swaps in Contract and Regulatory Law // Rutgers Business Law Review. vol. 34. 2011. P. 34-70.

См. также: Ручкина Г.Ф. Кредитные рейтинги банков как показатель надежности: объективность или запрос финансового рынка / Г.Ф. Ручкина // Банковское право. – 2020. – № 6 – С. 7-19.

64 См.: [Электронный ресурс] https://www.moodys.com/research/moodys-lifts-lehman-brothers-rating-outlook-to-positive--pr_114672 (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

формальные различия с КДС. К примеру, отличие последнего от договора страхования в том, что покупатель защиты не всегда имеет непосредственный интерес в страховании базового актива, а также ему не всегда необходимо потерпеть какой-либо убыток для получения выгоды от КДС.

Мониторинг европейского рынка ПФИ говорит о том, что в ЕС доминируют процентные (76%) и валютные (15%) ПФИ. Чаще участниками финансовых рынков используются свопы[65].

Фьючерсы, форварды, опционы и свопы являются наиболее общими видами ПФИ. Существует значительное количество гибридных финансовых инструментов, ПФИ, имеющих особые базовые активы и нестандартные условия исполнения обязательств по ним. В целом, несмотря на то, что определение принадлежности ПФИ к тому или иному виду является теоретически важным, практика Суда Евросоюза говорит об отсутствии острой необходимости точной классификации. Как отметил Генеральный адвокат Н. Яааскинен (Niilo Jääskinen) в заключении по делу «Banif», необходимость анализа определения точной категории, под которую подпадает дериватив, отсутствует, поскольку от этого не меняется правовой статус договора в соответствии с европейским правом[66].

Регулирование отдельных видов ПФИ, ставших причиной возникновения мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг., будет рассмотрено в Главе 2.

65 ESMA Annual Statistical Report “EU Derivatives Markets”, 2019. См.: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50_157_2025_asr_derivatives.pdf [Электронный ресурс] (Дата обращения: 28.02.2020 г.).

66 Case C-312/14 Banif Plus Bank Zrt. v. Márton Lantos and Mártonné Lantos [Электронный ресурс] http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=%2522futures%2522&docid=167901&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=3642827#ctx1 (Дата обращения: 13.03.2019 г.).

1.2.2. Биржевая и внебиржевая торговля ПФИ

Все сделки с ПФИ делятся на договоры, заключенные на бирже и на внебиржевом рынке. Вопрос принадлежности договора к биржевым или внебиржевым сделкам имеет первостепенное значение в контексте настоящей работы, так как анализируемая реформа рынков ПФИ в ЕС была ориентирована преимущественно на внебиржевые финансовые инструменты. Однако в условиях стремительно развивающейся рыночной инфраструктуры и смешения понятий, определение места заключения сделки становится все более сложной задачей.

Современная история развития бирж, специализирующихся на сделках с ПФИ, ведется с открытия Чикагской биржи в 1848 г., которая была организована инициативно группой предпринимателей для достижения договоренностей по ценам и срокам поставки продукции[67]. Введение электронных торгов отменило необходимость бирж представлять собой «физическое место». Традиционные биржи практически перестали существовать, а обсуждение заказов и их выполнение производится исключительно в режиме онлайн[68]. Отмечается тенденция слияния классических локальных бирж в крупные межрегиональные электронные площадки. В настоящее время биржи тесно связаны с клиринговыми учреждениями, посредством которых производятся посттрейдинговые операции с ПФИ. Биржа концентрирует предложения по продаже и покупке ПФИ от непосредственных продавцов и покупателей. В случае достижения сторонами соглашения относительно цены, она сообщается на рынок. Результатом применения данной практики является появление «единого

67 Lambert E. The Futures: The Rise of the Speculator and the Origins of the World's Biggest Markets. Basic Books. 2012. P. 54.

68 Randall Dodd, Markets: Exchange or Over-the-Counter, Finance and Development. 2012 [Электронный ресурс] http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/basics.htm (Дата обращения: 01.06.2018 г.).

игрового поля» - равных условий, позволяющих продавать и покупать производные финансовые инструменты до тех пор, пока участник рынка придерживается правил биржи[69]. Биржа – это площадка, как правило, с высокой степенью ликвидности, так как все предложения по продаже и покупке становятся известны ее участникам.

Биржевой торговле противопоставляется внебиржевое заключение сделок. Теневой рынок развивался параллельно с биржами. Его основным отличием является отсутствие фиксированной физической локации[70]. Участники рынка связываются друг с другом по телефону, обмениваются электронными сообщениями или контактируют посредством электронных трейдинговых площадок[71]. ПФИ, в большинстве случаев, являются двусторонними договорами, при этом, значительная их часть заключается профессиональными участниками рынка: банками, финансовыми институтами или инвесторами[72].

Существование внебиржевого рынка обусловлено рядом причин. Во-первых, определенные типы ПФИ адаптированы под заключение сделок на биржах (фьючерс), а другие могут заключаться исключительно на внебиржевом пространстве (своп). Во-вторых, некоторые участники рынка могут предпочесть заключить договор вне биржи, с тем, чтобы сохранить его в «тени». Например, если информация о сделке может негативным образом сказаться на поведении рынка. В-третьих, договоры, заключаемые на биржах, являются стандартизированными и не позволяют учесть потребности

69 Collard K. Advantages of Co-Regulatory OTC Derivatives Regime // Georgetown Journal of International Law. vol. 46. 2015. P. 877-913.

70 Levy M. Japanese and US Financial Derivatives Market: The Recommendations for Loosening Japan’s Tightly Regulated Market // Fordham International Law Journal. vol.18. 1995. P. 1970-2025.

71 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/terms/o/over-the-countermarket.asp (Дата обращения: 24.05.2018 г.).

72 См.: https://www.leba.org.uk/assets/Importance%20of%20OTC%20Markets.pdf (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

каждого контрагента[73]. Наконец, существование внебиржевого рынка ПФИ объясняется тем, что он служит своеобразным «инкубатором» социально-полезных финансовых инноваций, некоторые из которых впоследствии могут стать стандартизированными договорами и торговаться на биржах[74].

В настоящее время внебиржевая торговля представлена слаженной системой контактов участников рынка брокерских компаний. Они могут взаимодействовать друг с другом непосредственно, а также прибегать к использованию услуг дилера, устанавливающего контакты между участниками рынка посредством предложения цен по покупке и продаже ПФИ.

Внебиржевой рынок ПФИ делится на два сегмента: клиентский и междилерский. В первом происходит прямое взаимодействие дилера и его клиентов, таких как частные клиенты и хедж фонды. Дилеры преимущественно связываются со своими клиентами посредством высокообъемных электронных сообщений, содержащих список ценных бумаг и ПФИ, а также цены, по которым они могут быть проданы или приобретены[75].

На междилерских рынках дилеры контактируют друг с другом, предоставляя информацию о финансовых инструментах, в отношении которых может быть заключена сделка. Коммуникация между дилерами происходит напрямую с помощью телефонных разговоров и обмена электронными сообщениями. Клиенты, конечно, также поддерживают непосредственный контакт с дилерами, однако междилерский рынок, как

73 Collard K. Advantages of Co-Regulatory OTC Derivatives Regime // Georgetown Journal of International Law. vol. 46. 2015. P. 877-913.

74 Lynch T.E. Coming Up Short; The United States' Second-Best Strategies for Corralling Purely Speculative Derivatives // Cardozo Law Review. vol. 36. 2014-2015. P.545-624.

75 Liabo J.A. The New Threat to Financial Reform: the End-User Exception to Dodd-Frank Mandatory Swap Clearance // The John Marshall Law Review. vol. 45. 2011. P. 117-143.

правило, характеризуется большей ликвидностью, нежели чем клиентский рынок. На некоторых рынках работают междилерские брокеры, представляющие возможность участникам рынка получить более полную картину относительно ситуации на рынке. Брокеры предоставляют дилерам так называемую «доску объявлений», на которые они могут реагировать самостоятельно в реальном времени. Брокерская информация, как правило, не предоставляется конечным клиентам, в силу чего последние зачастую пребывают в неведении относительно изменений в ценах, а также о спреде (разницей между ценой покупки и продажи) на междилерском рынке[76].

Развитие электронных технологий повлияло не только на изменение в осуществлении деятельности классическими биржами, но и на появление внебиржевых электронных платформ, что является причиной размытия понятий традиционных внебиржевых рынков и площадок[77].

Биржевой рынок включает в себя все операции, заключенные на биржах или иных аналогичных площадках, в то время как внебиржевой сектор охватывает операции, совершенные вне бирж, на квази-биржах, многосторонних или организованных торговых площадках или компаниями, систематически осуществляющими внутреннее исполнение клиентских заявок. Биржевые площадки отличаются большей ликвидностью, стабильностью и прозрачностью, в то время как внебиржевой рынок не обладает данными свойствами, однако привлекает клиентов своей конфиденциальностью, скоростью осуществления операций и отсутствием издержек.

Безусловно, заключение сделок вне биржи характеризуется

76 Biondo G.V., Miller A.E. Certain Alternative Investment Funds May Not be Permitted to Use an Aggregate Method to Allocate Gains and Losses – An Updated Regulation is Needed // Journal of Taxation and Financial Products. vol.6. Issue 4. 2007. P.29-48.

77 См.: [Электронный ресурс] http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/markets.htm (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

определенными недостатками, среди которых можно выделить фрагментацию рынков, снижение ликвидности, непрозрачное ценообразование и изменчивость цен. В то же время внебиржевая торговля отличается низкой стоимостью транзакций, высокой скоростью заключения сделок и конфиденциальностью, что привлекает стороны по договору заключать сделки именно в такой форме[78]. Как уже говорилось ранее, Группа двадцати взяла на себя инициативу по проведению реформы регулирования внебиржевого рынка, которая была активно поддержана ведущими мировыми экономиками. В частности, были введены требования по осуществлению сделок на многосторонних или организованных торговых площадках, обязательное проведение централизованного клиринга, а также предоставление информации о сделках торговым репозиториям[79].

Примечательно, что вопрос взаимозаменяемости биржевых и внебиржевых ПФИ был проанализирован Судом ЕС в деле об отмене решения Еврокомиссии, принятого в предотвращение нарушения европейского антимонопольного регулирования биржами Deutsche Börse AG и NYSE Euronext Inc. В 2011 г. стороны предполагаемой концентрации уведомили Еврокомиссию о предстоящем создании компании HoldCo в нидерландской юрисдикции для приобретения акций Deutsche Börse AG. По завершении сделки стороны концентрации должны были обладать 60% и 40% компании HoldCo соответственно, что привело бы к доминирующему и квазимонопольному положению на европейских рынках ряда ПФИ, таких как процентные фьючерсы и опционы, и проч. Кроме того, концентрация способствовала бы получению высокой прибыли и невозможности других участников рынка конкурировать с истцом.

78 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/08/pink-sheets-ottcb.asp (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

79 Rauterberg G.,Verstein A. Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform // Virginia Journal of International Law. Vol. 54. 2013. P. 9- 50.

Для рассмотрения дела Судом вводится понятие «*lookalike*»: это договор, обладающий сходными характеристиками с биржевым договором, который, тем не менее, был заключен на внебиржевом пространстве. В ходе разбирательств было установлено, что такие «аналоги» составляют 5-15% рынка внебиржевых ПФИ. Однако стоит учитывать тот факт, что объем внебиржевого рынка превышает соответствующие показатели биржевых рынков более, чем в десять раз. Соответственно, объемы рынка «аналогов» превышают объемы классических биржевых рынков, что делает их принципиально важными с экономической точки зрения[80].

Тест, проведенный Еврокомиссией, показал, что в случае увеличения стоимости транзакционных услуг на биржевом рынке, клиенты предпочли бы использовать «аналоги», что говорит об их взаимозаменяемости, которая, тем не менее, не носит абсолютный характер. Соответственно, биржевые договоры и их «аналоги» являются неполными субститутами. В то же время, несмотря на то, что «аналоги» являются частью внебиржевого рынка, риски, сопряженные с использованием данного вида ПФИ, соответствуют биржевым инструментам. Основными отличиями «аналогов» от биржевых договоров являются способы ценообразования, маржирования и управления рисками. Опрос показал, что из тринадцати опрошенных пользователей биржевого рынка только один был готов перейти к использованию внебиржевых ПФИ лишь в случае наличия экономической выгоды.

Несмотря на то, что данное судебное решение было принято в сфере конкуренции, прецедент предоставляет пример важного экономико-правового анализа принадлежности ПФИ к той или иной категории.

В связи с приведенными выше особенностями заключения договоров ПФИ на бирже и внебиржевом пространстве необходимо отметить следующее. Биржевые и внебиржевые ПФИ не могут выступать

80 Case T-175/12 Deutsche Börse AG v. European Commission.OJ C171/24, 26.05.2015.

субститутами друг для друга. В то время как договоры, заключаемые на бирже, проходят определенные проверки со стороны рыночной инфраструктуры и автоматически подлежат клирингу центрального контрагента и предоставлению информации торговому репозитарию, внебиржевые сделки являются потенциально опасными для рынков и их участников. Регулирование биржевых договоров не является столь насущным, по сравнению с внебиржевым сделками, в силу присущих последним кредитных рисков. Указанные выше факты говорят о необходимости отдельного регулирования внебиржевых инструментов в целях снижения рисков и принятия во внимание особенностей конкретных типов договоров.

1.2.3. Цели использования производных финансовых инструментов

Участники финансовых рынков, заключая договоры ПФИ, преследуют различные цели, определение которых является важной задачей в связи с введением нового регулирования в Евросоюзе. От цели использования ПФИ зависит распространение на стороны договора различных обязательств, которые будут рассмотрены ниже.

Как правило, в литературе выделяются три наиболее популярные направления использования ПФИ: хеджирование, спекуляция и арбитраж.

Хеджирование (от английского слова hedge - "ограждать") предусматривает страхование от риска изменения цен посредством занятия на рынке противоположной позиции, создания встречных требований и обязательств, проведения определенных операций и заключения срочных сделок[81]. Такая система учитывает вероятные изменения показателей базового актива и позволяет полностью или частично уклониться от рисков, связанных с этими изменениями[82].

Хеджирование является одним из широко применимых средств управления рисками и используется в большей степени нефинансовыми компаниями. По данным Банка международных расчетов, в целях хеджирования заключаются не более 20% от общего объема сделок с ПФИ[83].

К методам хеджирования валютных рисков относятся структурная балансировка (активов и пассивов, дебиторской и кредиторской

81 Тарасевич Л.С., Гребенников П.И., Леусский А.И., Теория корпоративных финансов, изд. «Высшее образование», 2007 г., С. 237.

82 Fletcher G.S. The (Unacknowledged) risks of hedging with credit derivatives // Review of Banking and Financial Law. vol. 33. 2014. P. 813-898.

83 Norfield T. Derivatives and Capitalist Markets: The Speculative Heart of Capital // Historical Materialism vol.20.1. 2012. P. 103-132.

задолженностей) и изменение срока платежа[84]. Хеджирование может осуществляться за счет использования форвардов, фьючерсов, опционов и других ПФИ[85]. Установление фиксированной цены договора в будущем сокращает риски сторон в случае изменения процентных ставок, рыночных или каких-либо других условий, способных отразиться на результате сделки.

Хеджирование может быть полным или неполным (частичным). Первое распространяется на все известные риски, в то время как второе предполагает ограничение части рисков[86].

Одним из примеров хеджирования посредством ПФИ является защита от кредитных рисков, с которыми многие компании сталкиваются на ежедневной основе. Кредитные ПФИ - это идеальное средство хеджирования, позволяющее произвести обособление и, впоследствии, отдельную продажу кредитных рисков, отличающихся от базового актива или займа. Сокращение кредитных рисков имеет значительное влияние на увеличение производительности компании, снижение ее волатильности и упрощение последующего планирования деятельности. Кроме того, перенос кредитных рисков зачастую может быть сопряжен с ростом ликвидности на рынке[87].

Если компания хеджирует ценовые риски посредством ПФИ, данная позиция покрывает шансы изменения цены на определенный актив или долг. Учитывая тот факт, что договор является непосредственно хеджем, срок исполнения и выплаты по договору соответствует ценовому риску,

84 Соколинская Н.Э. Управление валютными рисками в кредитной организации, 2011 г. [Электронный ресурс] http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PBI;n=124361 (Дата обращения: 15.01.2020 г.).

85 Еремина К.Е., Зеленский П.С. Хеджирование валютных рисков: механизмы, стратегии, участники // Актуальные проблемы авиации и космонавтики. № 2. 2010 г. С. 107-108.

86 Буренин А.Н., Рынок Ценных бумаг и производных финансовых инструментов. 1998 г. - М. С. 189.

87 Fletcher G.S. The (Unacknowledged) risks of hedging with credit derivatives // Review of Banking and Financial Law. vol. 33. 2014. P. 813-898.

соответственно, у хеджирующей компании отпадает необходимость вновь обращаться к трейдингу. По наступлении срока исполнения договора компания получает прибыль или находится в убытке. Таким образом, объем договоров по хеджированию ограничен объемом их сделок с базовыми активами[88].

Хеджированием, в соответствии с европейским правом, признается деятельность, направленная на устранение рисков от возможного снижения цены активов, услуг, продуктов, биржевых товаров или обязательств, которые связаны с деятельностью нефинансового контрагента или группой юридических лиц, в которой он состоит. Эффект использования внебиржевых ПФИ может быть признан хеджированием также и в том случае, если он был оказан косвенно. Кроме того, хеджированием признаются любые договоры, соответствующие положениям Международных стандартов финансовой отчетности в сфере хеджирования[89]. Особенности хеджирования кредитными и инвестиционными компаниями подробно рассмотрены в Регламенте № 575/2013/ЕС[90].

Также говоря о хеджировании в ЕС необходимо отметить Регламент № 2015/760/ЕС «О долгосрочных инвестиционных фондах»[91]. В документе закреплено правило, в соответствии с которым, долгосрочные инвестиционные фонды имеют возможность вложения средств в ПФИ только

88 Norfield T. Derivatives and Capitalist Markets: The Speculative Heart of Capital // Historical Materialism vol.20.1. 2012. P. 103-132.

89 "Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9. Финансовые инструменты" (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 02.04.2013 г. № 36Н.

90 Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

91 Regulation 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds OJ L 123. 19.5.2015. P.98–121[Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32015R0760 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

для хеджирования собственных рисков.

Первоначальной целью законодателя при принятии нормативно-правового массива, ориентированного на создание безопасных, прозрачных и стабильных рынков ПФИ, является установление контроля над спекулятивными сделками, которые не включают в себя хеджирование. Безусловно, отделение хеджирования от спекуляции и трейдинга зачастую является непростой задачей. Определение факта использования техник хеджирования осуществляется индивидуально для каждого конкретного случая. Среди дополнительных критериев, используемых при установлении факта хеджирования, - наличие рисков у компании в случае неиспользования внебиржевых ПФИ, связь с хеджируемым базовым активом, а также намерения представителей нефинансового контрагента. Хеджирование является комплексной процедурой, и нефинансовый контрагент, вероятнее всего, должен иметь длительную подготовку к осуществлению соответствующих операций[92].

В России хеджирование посредством ПФИ осуществляется в нефтегазовой отрасли, золотодобыче, в тяжелой и химической промышленности, при осуществлении закупок авиатоплива и в других областях[93].

Хеджирование можно отнести к одной из «положительных» и обоснованных целей использования ПФИ. В целях снижения рисков участники коммерческих отношений обеспечивают безопасность деятельности за счет подписания соответствующих договоров с заинтересованными лицами.

92 Garslian L. Towards a Universal Model Regulatory Framework for Derivatives: Post-Crisis Conclusions from the United States and the European Union // University of Pennsylvania Journal of International Law. Vol. 37. Issue 3. 2016. P.941-1026.

93 Полтева Т.В., Лукьянова Е.С., Практика применения деривативов как инструмента хеджирования рисков // Вестник НГИЭИ.№1(44). 2015 г. С. 69-74.

Другой целью использования ПФИ является арбитраж. Арбитражной сделкой называется такая операция, при которой производится одновременная покупка и продажа сходных или одинаковых активов, ведущая к получению прибыли в день заключения сделки или в скором после этого времени[94].

В отличие от хеджирования, арбитраж ориентирован на небольшую выгоду от продажи на одном рынке активов, незадолго до этого купленных на другом рынке. Так как рынки развиваются асимметрично, цены на активы изменяются, равно как и курсы валют, что влияет на различие цен на одни и те же активы на разных площадках. Арбитраж не ограничивается одинаковыми активами: арбитражеры могут воспользоваться предсказуемостью развития ценовой зависимости между сходными финансовыми инструментами, например, между фьючерсами на золото и ценами на базовый актив - золото.

Одной из разновидностей арбитража является регуляторный арбитраж, представляющий собой использование формы сделки в целях получения выгоды в разнице между ее экономической сущностью и регуляторной формой[95]. Регуляторный арбитраж, который также включает налоговый, может быть использован в виде возможности фирмы получить дополнительную прибыль на основании пробелов в законодательстве[96].

Тем не менее, наиболее популярной целью использования ПФИ является спекуляция. 80% операций с ПФИ носят спекулятивный характер. При покупке или продаже спекулянтом договора с ПФИ отсутствует непосредственный базовый актив, который находился бы в собственности стороны договора. Изменение цены ПФИ отражает изменение баланса

94 Robert L. McDonald, Derivatives Market. Third Edition. Pearson. 2012. p. 883.

95 Fleischer V. Regulatory Arbitrage // Texas Law Review. vol. 89. 2010. P.227-289.

96 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/terms/r/regulatory-arbitrage.asp (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

прибыли и убытков спекулянта, в то время как прибыль или убыток от определенного актива отсутствуют. В зависимости от ситуации на рынке спекулянт в любой момент может посчитать свою позицию неубедительной, изменить ее, в случае если ее показатели будут ухудшаться.

Разрыв в уровне цен (спред), в котором профессиональный трейдер готов заключать договоры на покупку и продажу является важным аспектом получения прибыли. В качестве примера можно привести активную спекуляцию на рынке кредитно-дефолтных свопов. Спекулятивный характер придается сделкам в том случае, если договор о ПФИ заключается между сторонами, фактически не являющимися собственниками базового актива, а также, если договор начинает продаваться на вторичном рынке кредитно-дефолтных инструментов.[97]

Причина доминирования спекулянтов состоит в том, что на один и тот же базовый актив может быть заключено большое количество ПФИ. Спекуляция ограничивает деятельность сторон до финансовых операций.

Спекулятивные сделки не запрещены в ЕС, но в нормативно-правовых ЕС актах прослеживается намерение регулятора ограничить количество таких операций, а также сделать их более прозрачными. В преамбуле Регламента №575/2013/ЕС «О пруденциальных требованиях к кредитным учреждениям и инвестиционным фирмам» закреплена следующая мысль: «С учетом негативного эффекта последнего финансового кризиса целями настоящего Регламента являются способствование экономически выгодному банкингу в общественных интересах и противодействие необдуманной финансовой спекуляции, не несущей добавленной стоимости»[98].

97 Zabel R.R. Credit Default Swaps: From Protection to Speculation // Pratt's Journal of Bankruptcy Law. Vol. 4. Issue 6. 2008. P. 546-552.

98 P. 31 Preamble Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575 (Дата

Несмотря на преимущественно спекулятивное направление применения ПФИ, их первоначальным предназначением все же выступает именно хеджирование.

Применение ПФИ не ограничивается только перечисленными формами. ПФИ как комплексные правовые конструкции могут использоваться в качестве инструментов инвестирования или финансирования[99].

Подводя итог, можно сказать, что использование ПФИ в форме спекуляции и арбитража нацелено на получение прибыли, в то время как хеджирование является средством амортизации рисков, сопряженным с возможностью получения прибыли[100].

обращения: 03.02.2021 г.).

99 Иванова Е.В. Правовая квалификация договоров. Диссертация на соискание ученой степени к.ю.н. ГУ-ВШЭ. М. 2006. 196 С.

100 Yeoh P. Derivatives: Regulatory Reforms and New Rules // Business Law Review. vol. 31. Issue 12. 2010. P. 264-271.

1.3. Роль внебиржевых производных финансовых инструментов в мировом экономическом и финансовом кризисе 2007-2008 гг.

В течение первых пяти лет третьего тысячелетия финансовые рынки развивались в стремительных темпах, что зачастую называется «финансовой революцией». Это проявилось в следующих аспектах.

Финансовые рынки стали пространством для экспериментов и инноваций. Многочисленные изобретения финансовых инженеров приносили прибыль инвесторам, обеспечивая высокую ликвидность на рынке и значительные дивиденды. Модернизация и обновление применимых технологий, создание новые средств заключения договоров, финансовых инструментов и появление комплексных финансовых продуктов, - все это обеспечивало устойчивый рост и развитие финансовых рынков.

Другим важным аспектом прогресса стала глобализация. В современном мире все сложнее говорить о локальном характере того или иного финансового рынка: финансовые инструменты приобрели международный характер, инвесторы и участники рынков все менее ограничены географическими рамками того или иного государства.

Наконец, отсутствие регулятивных обременений стало залогом свободы действий инвесторов и других участников финансовых рынков. «Дерегуляция» расценивалась как всеобщее экономическое благо, обеспечивающее естественную эволюцию рынков. Саморегулирование предоставляло участникам рынка возможность самостоятельно выбирать удобные условия договора, а также искать необходимые средства обеспечения обязательств[101].

В таких условиях рынок развивался до 2007 г., в период, предшествовавший мировому экономическому и финансовому кризису 2007-

101 Gorton L. Financial Law in Global Surrounding // European Business Law Review. Vol. 23. 2012. P. 913-944.

2008 гг.

Ипотечный кризис 2007 г. в США, стал началом множественных проблем финансово-экономического характера, поразивших мировые рынки. За ним последовал обвал американского фондового рынка, а также крах крупных страховых и инвестиционных компаний. Среди них - один из крупнейших на тот момент банков Lehman Brothers Holding, Inc. и страховая компания – гигант American International Group Inc.[102].

Многочисленные исследователи из научных, политических и деловых кругов так и не пришли к единому выводу относительно первопричин начала длительной рецессии мирового масштаба. Очевидно, что к 2007 г. описанные выше условия развития рынка обеспечили появление целого комплекса проблем, к которым относят: неправомерные действия инвесторов, теневой банкинг, субстандартное кредитование и несбалансированные финансовые системы. Однако одной из главных причин развития кризиса признаны ошибки в использовании внебиржевых ПФИ. Рынок внебиржевых ПФИ обладает некоторыми характеристиками, которые, наиболее вероятно, стали катализаторами развития экономического кризиса.

1. Объемы рынка внебиржевых ПФИ

В начале нового тысячелетия наблюдалось стремительное увеличение сделок с внебиржевыми ПФИ. Рост количества и объема сделок не остановился кризисными процессами, и к 2010 г. объем сделок с внебиржевыми ПФИ составлял более 600 трлн. долл. США, что в десять раз превышало объем мирового ВВП[103]. Размеры рынка усложняли осуществление государственного надзора. Обширное использование свопов, классических и экзотических внебиржевых ПФИ в целях хеджирования и спекуляции без проверки финансовой стабильности другой стороны

102 Dalhuisen J.H. Globalization and the Transnationalization of Commercial and Financial Law // Rutgers University Law Review. Vol. 19. 2015. P. 19-60.

103 См.: [Электронный ресурс] http://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.1 (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

договора, перенос рисков на третьего, четвертого и последующих инвесторов привели к созданию сетей зависящих друг от друга инвесторов[104].

2. Непрозрачный характер рынка

Как уже было отмечено, на внебиржевые ПФИ не распространялись обязательства о предоставлении какой-либо информации или осуществлению пред- или посттрейдинговых процедур. Отсутствие прозрачности, присущее рынку внебиржевых ПФИ, негативно сказалось на открытом ценообразовании. Рыночные цены на финансовые инструменты не давали достаточной информации о продуктах, как это должно быть при нормальном функционировании рыночной экономики[105]. Системные риски являются следствием рыночной непрозрачности, которая, в свою очередь, сказывается на асимметричном развитии рынков[106].

3. Низкое качество финансовых инструментов

ПФИ в предкризисный период не отличались высоким качеством. Это означает низкую степень проработанности договоров, проверки надежности и кредитной защиты сторон, их активов и ответственности. Например, банки, не желавшие сохранять займы, преобразовывали их в секьюритизированные финансовые инструменты, которые продавались, к примеру, пенсионным фондам. Поскольку количество надежных заемщиков сокращалось, банки обращались к массовому клиенту, запуская ценные бумаги с базовым активом в виде займов низкого качества, которые впоследствии были выкуплены инвесторами. Последние, в свою очередь, полагались на информацию кредитно-рейтинговых агентств, предоставлявших ненадежную

104 Sibo S.A. Credit Default Swaps: How Should They Be Regulated? // Darthmouth Law Journal. Vol. 54. 2013. P. 54-81.

105 Simkovic M. Secret Liens and the Financial Crisis of 2008 // American Bankruptcy Law Journal. vol. 83. 2009. P. 253-296.

106 Buckeley R.P., Arner D.W. From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure. Wolters Kluwer. 2011. P. 151.

и зачастую неверную информацию[107]. Особую опасность представляли ПФИ, используемые в спекулятивных целях, так как такие инструменты предполагают разрыв связи договора с базовым активом и реальными предпринимательскими рисками, в то время как ответственность и финансовые риски остаются более чем реальными.

Теневой характер рынка в совокупности с низкой защитой кредиторов стали причиной появления систематических рисков на внебиржевых рынках ПФИ.

4. Отсутствие механизмов повышения рыночной стабильности

Несмотря на то, что механизмы обеспечения прозрачности и стабильности финансовых рынков (клиринг центрального контрагента, использование регулируемых площадок для заключения сделок) были изобретены задолго до мирового экономического и финансового кризиса и использовались предусмотрительными участниками рынка как инструмент дополнительной защиты, законодательно контрагенты не были обязаны соблюдать данные меры вне зависимости от объемов их сделок.

Одновременно жертвой и виновницей мирового финансового кризиса стала компания – страховой гигант American International Group Inc. (AIG). С середины 1990-х гг. компания стала активным участником рынка ПФИ, заключая множественные КДС с европейскими банками и другими «покупателями защиты». AIG предлагала своим клиентам-инвесторам страховку в виде кредитно-дефолтных свопов для защиты от неисполнения обязательств по ипотечным кредитам или снижения стоимости ценных бумаг, обеспеченных займами. Финансовые проблемы AIG проявились после ухудшения ситуации на рынке недвижимости в США на рубеже 2006-2007 гг. Неисполнение обязательств ипотечными заемщиками привело к

107 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/financial-edge/0210/did-derivatives-cause-the-recession.aspx (Дата обращения: 25.05.2020 г.).

значительному снижению ценности портфельного капитала AIG. Понижение рейтинга AIG в кредитно-рейтинговых агентствах усилило дефицит ликвидности и привело к выплате дополнительных обеспечений по обязательствам. В конце концов правительство США вмешалось в ситуацию, выделив 180 млрд. долларов США для восстановления ликвидности AIG из страха того, что неожиданное банкротство приведет к сильному финансовому шоку[108].

Кризис нанес внушительный удар как по экономике США, так и по всему миру: банкротства, обвал финансовых рынков, многотысячные увольнения, финансовые потери крупных и средних компаний. Экономическая катастрофа такого масштаба заставляет задуматься: кто виноват в развитии кризиса, и какие действия могут быть предприняты для предотвращения подобных ситуаций?

Виновными в кризисе, по мнению автора, являются государства, не сумевшие предвидеть и предотвратить такой сбой, не запустившие действенные механизмы для своевременной ликвидации последствий экономических катаклизмов, а также участники экономических отношений, недобросовестно осуществлявшие свою деятельность.

Безусловно, в настоящий момент бессмысленно рассматривать альтернативные пути развития истории, но если бы финансовыми регуляторами было оказано должное внимание огромному рынку ПФИ и «экономическим пузырям», образовавшимся в результате их использования, тяжелые последствия для всего мира могли не наступить. Что касается частных инвесторов и спекулянтов, вносивших свою лепту в развитие кризиса, то «невидимая рука рынка» наказала их за злоупотребление

108 Prabha A., Savard K., Wickramarachi H. Deriving the Economic Impact of Derivatives, Growth through Risk Management // Milken Institute. March 2014 [Электронный ресурс] https://www.cmegroup.com/education/files/growth-through-risk-management.pdf (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

недобросовестными действиями[109]. Ситуация с компанией AIG является иллюстрацией плохого менеджмента и недальновидности руководства.

Можно ли винить ПФИ в начале финансового кризиса? Несмотря на то, что многими исследователями отстаивается именно эта точка зрения, автор данного труда не может с ней согласиться. «Винить кредитно-дефолтные свопы из-за того, что одна компания не справилась с управлением рисками, - все равно, что обвинять кредитование в том, что какой-то банк не исполнил свои обязательства. ПФИ могут использоваться недобросовестно и неправильно, однако свидетельства того, что кредитно-дефолтные свопы или другие ПФИ стали катализатором кризиса, отсутствуют»[110].

Отвечая на вопрос «Что делать?», государства и частные организации приступили к созданию национальных и международных мер, направленных на предотвращение появления аналогичных финансово-экономических катаклизмов, вызванных использованием ПФИ.

Вопрос регулирования ПФИ был вынесен на высокий уровень, и обсуждался на встречах Группы восьми и Группы двадцати. Несмотря на то, что Группы не являются традиционными международными организациями, деятельность которых основывается на международных договорах, принятые ими решения, официально не имеющие юридической силы, стали основными источниками регулирования финансово-экономического сектора в течение последних десяти лет[111].

По итогам Саммита в Питтсбурге в сентябре 2009 г. было подготовлено заключение, в котором лидерами государств были предложены следующие

109 Ручкина Г.Ф. Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком: опыт Банка России / Г.Ф.Ручкина // Банковское право. – 2019. – № 1. – С. 7-20.

110 См.: [Электронный ресурс] https://www.aei.org/publication/credit-default-swaps-are-not-to-blame/ (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

111 Buckeley R.P., Arner D.W. From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure. Wolters Kluwer. 2011. C. 152.

пути выхода из кризиса. В частности, удалось достичь договоренности о более тесном сотрудничестве в целях установления общих стандартов обращения капитала, введения норм, препятствующих принятию компаниями чрезмерных рисков, способствующих улучшению показателей функционирования внебиржевых рынков и созданию мощных инструментов воздействия на компании, работающие с высокой степенью финансовых рисков[112]. Отмечались успехи ряда государств по ужесточению регулирования рынка внебиржевых ПФИ, рынков секьюритизации, деятельности кредитно-рейтинговых агентств и хедж фондов[113].

Говоря о непосредственных методах борьбы с кризисом, в ходе встречи на высшем уровне удалось согласовать единую цель - осуществлять сделки со всеми стандартизированными внебиржевыми ПФИ на биржах или электронных трейдинговых платформах. Предполагалось, что к концу 2012 г. все ПФИ будут проходить клиринг центральных контрагентов. Договоры, не прошедшие клиринг, подпадают под более строгие финансовые требования. По итогам саммита в Питтсбурге, лидеры Группы двадцати призвали все страны к внедрению аналогичных правил, а также к повышению прозрачности на рынках деривативов, снижению систематических рисков и защите от злоупотреблений на рынке[114].

На саммите 2010 г. в Торонто лидеры смогли договориться об осуществлении скоординированных действий для ускорения имплементации нормативного регулирования внебиржевых ПФИ, повышения прозрачности и

112 G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, September 24-25, Pittsburgh, Preamble. p. 17 http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

113 G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, September 24-25, Pittsburgh, Preamble. p. 17 http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

114 G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, September 24-25, Pittsburgh, Preamble. p. 17 http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

внедрения стандартизации[115].

В 2012 г. в Лос-Кабос лидеры Группы двадцати отметили отчет Совета по финансовой стабильности о ходе реализации договоренностей двухлетней давности, а также высоко оценили деятельность Комитета по платежам и инфраструктуре рынка (Committee on Payments and Market Infrastructures) и Международной ассоциации комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions) относительно снижения систематических рисков.

Группа двадцати сыграла существенную роль в вопросе регулирования рынка внебиржевых ПФИ, подняв данную тему на высокий уровень межгосударственных контактов. Тем временем, разработкой конкретных предложений нормативно-правовых основ занимались различные международные финансовые организации. Рассмотрим некоторые из таких организаций и их предложения, ориентированные на поиск выхода из финансово-экономического кризиса.

Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board) (далее – Совет) – международная организация, учрежденная в 2009 г. на Саммите Группы двадцати в Лондоне на основании существовавшего ранее Форума по финансовой стабильности. Организация была наделена, в первую очередь, полномочиями по разработке технических деталей реформ, предложенных Группой двадцати, а также и по контролю за имплементацией нововведений. Совет осуществляет деятельность на базе Банка международных расчетов и включает министров финансов участников Группы двадцати наряду с представителями других крупных международных финансовых организаций (Банк международных расчетов, Международный валютный фонд, Всемирный банк, Организация экономического сотрудничества и развития,

115 Kono M. Overview of international work towards OTC derivatives markets reform and remaining challenges. Banque de France // Financial Stability Review. №17. April 2013.

ЕЦБ и Еврокомиссия). В соответствии с учредительными документами, роль Совета связана с обеспечением финансовой стабильности, поддержанием открытости и прозрачности финансовой системы и имплементацией финансовых обязательств[116]. Деятельность Совета заключается, в первую очередь, в подготовке рекомендаций относительно совершенствования регулирования мировой финансовой системы. Орган обеспечивает координацию деятельности национальных финансовых компетентных учреждений и международных организаций, устанавливающих стандарты, в их общих стремлениях по формированию успешной политики по надзору за финансовым сектором. Советом были разработаны 12 ключевых стандартов по созданию здоровых финансовых систем, включающих «Принципы инфраструктуры финансовых рынков» от 18.04.2012 и «Цели и принципы регулирования рынка ценных бумаг» от 01.06.2010[117]. Членами Совета являются 25 юрисдикций (так как в состав членов входят не только государства, но и административная единица - Гонконг, и наднациональное образование — ЕС), включая Российскую Федерацию[118].

В январе 2012 г. Совет по финансовой стабильности подготовил инструкцию для государств в отношении использования центральных контрагентов в целях выполнения обязательств Группы двадцати. Советом были выделены четыре «меры безопасности» для построения здоровой финансовой системы. Также Совет взял на себя обязательство осуществлять контроль над деятельностью международных и национальных органов для внедрения данных «мер безопасности». Меры включают в себя следующее:

116 Buckeley R.P., Arner D.W. From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure. Wolters Kluwer. 2011. P. 159.

117 См.: [Электронный ресурс] http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/key_standards/ (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

118 См.: [Электронный ресурс] http://www.fsb.org/about/fsb-members/#member (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

1) Обеспечение открытого и равного доступа участников рынка к центральным контрагентам, основанного на прозрачных и объективных требованиях (данный принцип был дополнительно закреплен в «Принципах инфраструктуры финансовых рынков» от 18.02.2012);

2) Введение норм о надзоре за деятельностью соответствующих органов как на национальном, так и на международном уровнях, на двусторонней или многосторонней основе, результатом чего должно стать надежное регулирование и качественный контроль за деятельностью центральных контрагентов;

3) Установление режимов восстановления и разрешения споров, обеспечивающих сохранение ключевых функций центральных контрагентов даже в кризисные периоды. Такие режимы должны принимать во внимание интересы различных юрисдикций, в которых деятельность центральных контрагентов является систематически важной.

4) Закрепление определенных требований к ликвидности центральных контрагентов в валютах осуществления клиринга[119].

В своем отчете «Имплементация реформы рынка производных финансовых инструментов» от 2010 г. Совет по финансовой стабильности сделал двадцать одно предложение относительно практических нюансов, с которыми власти могут столкнуться при имплементации обязательств, сформулированных Группой двадцати. Впоследствии Совет регулярно публиковал доклады о ходе применения данных рекомендаций в различных государствах. В отчете «Реформа рынков внебиржевых ПФИ» от 29.06.2017 Совет по финансовой стабильности констатировал, что проведение реформ регулирования рынка ПФИ активно продвигается, несмотря на то, что это происходит неравномерно и с отставанием от графика. Отмечалось, что в

119 Kono M. Overview of international work towards OTC derivatives markets reform and remaining challenges. Banque de France // Financial Stability Review. №17. April 2013.

развитых экономиках мира процесс имплементации идет быстрее, чем в развивающихся странах. Наилучшие результаты были достигнуты в сфере предоставления информации торговым репозитариям, центральному клирингу и установлению более строгих финансовых требований к ПФИ, не проходящим центральный клиринг. Требования относительно предоставления информации торговым репозитариям введены во всех юрисдикциях Совета по финансовой стабильности, однако качество оказания услуг отличается в зависимости от юрисдикций и категорий активов. В семнадцати юрисдикциях имеются положения о клиринге центрального контрагента для стандартизированных ПФИ, которые применяются к 90% рынков. Двенадцать юрисдикций имеют биржи и торговые площадки для осуществления сделок со стандартизированными ПФИ. Большинство государств находятся на начальном этапе принятия маржинальных требований для ПФИ, не прошедших центральный клиринг, которые полноценно должны были вступить в силу к 2019 г.[120]

Законодатели различных государств в целом позитивно восприняли предложения, закрепленные в документах международных инстанций, о чем свидетельствует последний отчет Совета по финансовой стабильности. Безусловно, об успешности реформы финансовых рынков, намеченной Группой двадцати, можно будет судить лишь спустя некоторое время. Учитывая тот факт, что ПФИ все же не единственная причина мирового кризиса 2007-2008 гг., предпринимаемые в настоящий момент меры, вероятно, окажут позитивное воздействие на рынки финансовых услуг и приведут к стабилизации и уверенному росту мировой экономики.

Заметное место в «мировой финансовой архитектуре» занимают Базельский комитет по банковскому контролю (Basel Committee on Banking

120 OTC derivatives Market Reforms. Twelfth Progress Report on Implementation. 29.06.2017. [Электронный ресурс] http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P290617-2.pdf (Дата обращения: 15.01.2020).

Supervision) и Банк международных расчетов (Bank for International Settlements). Базельский комитет был основан в ответ на финансовый кризис 1973 года. В конце 1974 года главы Группы десяти договорились о создании площадки для обсуждения и поиска решения проблем экономико-банковской сферы[121].

Целью деятельности Комитета является установление минимальных стандартов регулирования и контроля над банковскими органами, обмен опытом осуществления банковского контроля для общего понимания и улучшения трансграничного сотрудничества, обмен сведениями о развитии банковского сектора и финансовых рынков для выявления действительных или возможных рисков глобальной финансовой системы.

Решения Комитета не обладают обязательной юридической силой, тем не менее, именно он формулирует стандарты по контролю и руководству в целях их применения отдельными национальными органами. Комитет поддерживает полную, своевременную и последовательную имплементацию стандартов его членами, в связи с чем, в 2012 г. за данным процессом был инициирован особый мониторинг в целях улучшения гибкости мировых банковских систем и поддержания создания равных правовых условий для различных банков[122].

Среди документов, принятых Комитетом, необходимо отдельно отметить «Стандартизированный подход к измерению кредитных рисков контрагентов», принятый в марте 2014 г., «Принципы инфраструктуры финансовых рынков» от декабря 2016 г. и другие документы регулятивного, рекомендательного или статистического характера.

При Банке международных расчетов существует также Комитет по

121 10 государств, подписавшие Генеральное соглашение о займах в Париже, 1962 г. (Бельгия, Канада, Франция, Италия, Япония, Нидерланды, Великобритания, США, Швеция и ФРГ).

122 Basel Committee on Banking Supervision, A brief history of the Basel Committee. October 2015 [Электронный ресурс] https://www.bis.org/bcbs/history.pdf (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

платежам и рыночной инфраструктуре, способствующий безопасности и эффективности платежей и клиринга, а также финансовой стабильности и экономическому развитию. Комитет проводит анализ и мониторинг изменений в законодательствах стран по указанным вопросам, а также осуществляет поддержку центральных банков в операционных вопросах, устанавливая стандарты регулирования данной отрасли[123].

Примечательно, что ЕС активно использует документы, подготовленные Базельским комитетом при подготовке нормативно-правовых актов различного уровня.

Базельский комитет тесно сотрудничает с Международной организацией комиссий по ценным бумагам. Данный международный орган включает в себя национальные надзорные механизмы на рынках ценных бумаг и является мировым учредителем стандартов в отношении ценных бумаг. Организация была основана в 1983 г., и ее члены регулируют более 95% мировых рынков ценных бумаг[124].

Комиссией были подготовлены документы различного характера, ставшие основой для некоторых актов ЕС. Среди них - Международные стандарты по регулированию посреднической деятельности на рынке производных финансовых инструментов (июнь 2012 г.)[125], а также Отчет о предоставлении данных о внебиржевых производных финансовых инструментах и требованиях к хранению информации (август 2011 г.)[126].

Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) существует с 1985 г. в целях создания

123 См.: [Электронный ресурс] https://www.bis.org/cpmi/ (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

124 См.: [Электронный ресурс] https://www.iosco.org/ (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

125 International Standards for Derivatives Market Intermediary Market Regulation, June 2012 [Электронный ресурс] https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD381.pdf (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

126 Report on Trading of OTC Derivatives, February 2011 [Электронный ресурс] https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

более безопасного и эффективного рынка производных финансовых инструментов. Ассоциация насчитывает более 850 членов, среди которых как компании, работающие с ПФИ, инвестиционные менеджеры, правительства и наднациональные организации, так и биржи, торговые площадки, клиринговые организации и торговые репозитарии. Целью деятельности Ассоциации является снижение рисков контрагентов, увеличение прозрачности и улучшение инфраструктуры финансовых рынков для построения надежной основы функционирования финансовых рынков[127].

Международная ассоциация свопов и деривативов является автором рамочного соглашения по ПФИ, которое в значительной мере способствует снижению кредитных и правовых рисков[128]. Деятельность ассоциации и ее результаты будут более подробно рассмотрены в Главе 3.

Отмеченные выше факты и сведения невольно наталкивают на вопрос: насколько целесообразно жесткое регулирование ПФИ и будет ли оно положительно сказываться на рыночных показателях в долгосрочной перспективе?

До 2007 г. регулирование рынка внебиржевых ПФИ было мягким, если не отсутствовало вовсе: стороны были практически свободны вносить любые положения в договор при наличии обоюдного согласия. Приведенные выше данные свидетельствуют об активном регулятивном процессе, затронувшем сферу внебиржевых ПФИ в посткризисный период.

Практика показывает, что в подобных условиях императивное регулирование частноправовых отношений представляется единственным способом усиления государственного контроля над финансовыми операциями с целью предотвращения кризисных ситуаций. Именно такого подхода государства придерживались по итогам мирового экономического и

127 См.: [Электронный ресурс] http://www2.isda.org/about-isda/ (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

128 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/terms/i/isda-master-agreement.asp (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

финансового кризиса 2007-2008 гг. А для большинства развитых стран императивное регулирование, по всей видимости, останется нормой еще в течение длительного времени.

***

В качестве промежуточного вывода настоящего диссертационного исследования необходимо отметить следующее.

В национальных, наднациональных и международных нормативно-правовых актах отсутствует единообразный подход к определению ПФИ, что является препятствием для осуществления трансграничных сделок как между государствами-членами ЕС, так и с третьими государствами. Определение ПФИ, содержащееся в нормативно-правовых актах ЕС, ограничивается перечислением наиболее распространенных операций с ПФИ без выделения свойственных данному договору особенностей. Академические определения ПФИ имеют разное содержание и полноту. В связи с перечисленными выше фактами, автором было предложено следующее определение.

Производный финансовый инструмент – это договор, заключаемый между двумя или более сторонами, которые обязуются выполнить определенные действия в зависимости от количественных или качественных показателей базового актива по состоянию на определенный момент в будущем.

ПФИ существовали в течение длительного времени в качестве элемента договора или приложения, направленного на достижение желаемого результата и с 1980-х гг. широко распространились как самостоятельный договор.

Наиболее популярными видами операций с ПФИ являются фьючерс, форвард, своп и опцион, однако имеет место появление гибридных видов ПФИ.

Операции с ПФИ производятся на бирже или на внебиржевом пространстве. В связи с развитием и увеличением числа и видов торговых площадок, границы между биржевыми и внебиржевыми ПФИ были размыты.

Основными целями осуществления операций с ПФИ являются хеджирование рисков, спекулятивное получение прибыли и арбитраж, при этом большинство из них составляют именно спекулятивные сделки.

Наблюдаются следующие особенности и проблемы регулирования ПФИ на мировом уровне на современном этапе.

Во-первых, степень влияния ПФИ на кризисные процессы не была научно доказана. Обвинения основываются преимущественно на заключениях политиков, менеджеров компаний, и не имеют под собой весомых научных оснований. Существенную роль в формировании общественного мнения относительно кризиса сыграла «четвертая ветвь власти», СМИ. Не всегда обоснованные обвинения журналистов и аналитиков привлекли внимание к проблеме, которая уже не могла быть проигнорирована законодателями и регуляторами. Кроме того, общественность ожидала конкретных шагов от власти по устранению последствий и предотвращению кризисных процессов, и ПФИ стали одной из сфер, на которые распространились государственные антикризисные меры.

Во-вторых, глобальный подход к антикризисным мерам, был фактически сформирован Группой двадцати как органом определения векторов мировой политики. Как развитые, так и развивающиеся страны были вынуждены следовать направлениям, определенным узким кругом лиц. Одним из основных курсов реформы рынка ПФИ стала стандартизация договоров, которая, несмотря на известные положительные факторы в определенной степени ограничивает свободу участников рынка. Одной из проблем внебиржевого рынка зачастую называется отсутствие прозрачности. Тем не менее, можно полагать, что именно непрозрачность и закрытость

данного сегмента является его движущей силой, а чрезмерная открытость и транспарентность могут привести к снижению экономической активности акторов рынка[129]. Существует предположение, что прозрачность и предоставление информации сами по себе не являются достаточным средством для снижения систематических рисков. Предоставление информации является регулятивным инструментом ограниченного действия, в особенности с учетом того, что ПФИ – это сложные комплексные сделки[130].

Неравномерная имплементация международных стандартов также является одной из проблем глобального регулирования ПФИ. Так как создателями большинства международных стандартов являются международные неправительственные организации, в их арсенале отсутствуют средства обеспечения исполнения нормативных положений, являющихся по своей сути мягким правом[131]. Несмотря на то, что на Саммите Группы двадцати в 2011 г. Советом по финансовой стабильности было объявлено о создании координационной структуры по контролю и надзору за государственной имплементацией международных обязательств, это не оказало значительного влияния на исполнение государствами международных стандартов[132].

В случае неспособности государств договориться об установлении единообразных норм в вопросах ПФИ, регулирование данной сферы будет

129 D'Souza F.P., Ellis N.S., Fairchild L. Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market // University of Pennsylvania Journal of Business Law. Vol. 12(2). 2010. P. 473-516.

130 Scalcione R. The Derivatives Revolution: A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform. Walters Kluwer Law and Business. 2011. P. 174.

131 Ruchkina G.F. Norms of soft law as a new source of financial law of Russia / Ruchkina G.F., Zalyubovskaya N.V., Romashkova I.I., Vengerovskiy E.L., Eremin S.G. // Journal of Advanced Research in Law and Economics. - 2018. No. 9(1). Pp. 278-286.

132 Helleiner E. Towards Cooperative decentralization? The post-crisis governance of global OTC derivatives. Transnational Financial Regulation after the Crisis. Edited by Tony Porter. Routledge edition. 2014. P.143.

оставаться децентрализованным ввиду индивидуальной имплементации обязательств, данных на уровне Группы двадцати.

Глава 2. Реформа рынка производных финансовых инструментов в контексте правового регулирования финансовых рынков в ЕС

2.1. История развития рынков внебиржевых ПФИ в свете становления и эволюции единого финансового рынка ЕС

Правовое регулирование внебиржевых ПФИ в ЕС формировалось в контексте становления и развития единого европейского финансового рынка, который развивался в условиях интенсивной экономической интеграции[133].

Основными факторами эволюции финансового сектора и появления единого рынка в сфере финансовых услуг стало обеспечение фундаментальных свобод передвижения капитала и услуг в рамках ЕС[134], особый ход развития правового регулирования финансовых рынков, а также создание Европейской системы финансового надзора.

Свобода передвижения капитала является одним из гарантов функционирования рынка ПФИ в ЕС. Связь между данной свободой и ПФИ прослеживается в следующих аспектах. Операции с ПФИ относятся к сделкам с капиталом. ДФЕС не дает четкого определения свободы передвижения капитала[135], равно как и Судом ЕС не были разъяснены

133 Касьянов Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС: дис. … д-ра юридических наук : 12.00.10. Касьянов Рустам Альбертович. – М. 2020. – 554 с.

134 Мещерякова О.М. Правовое регулирование финансовой сферы в Европейском Союзе и формирование единого рынка финансовых услуг // Международное право. – 2019. № 3. С. 9. См. также: Финансовое право Европейского союза. // Европейское право. Право Европейского Союза и правовое обеспечение защиты прав человека. М., 2011. С. 669; Финансовое право Европейского Союза и Евразийского экономического союза // Европейское право. Отрасли права Европейского союза и Евразийского экономического союза. М., 2018. С. 124.

135 Flynn, L. Coming of Age: The Free Movement of Capital Case Law 1993-2003 // Common Market Law Review. 39. 2002. P. 774-805.

понятия капитала и передвижений капитала[136]. Для определения понятия Судом ЕС была сделана отсылка к Директиве 88/361ЕЭС, которая в настоящий момент еще не утратила юридическую силу[137]. В соответствии с Приложением № 1 к указанному документу, «движение капитала» включает в себя все возможные операции с ПФИ, такими как форвард, своп, опцион и другими финансовыми инструментами (список не является исчерпывающим).

Свобода передвижения капитала распространяется на все ПФИ, в том числе, и внебиржевые инструменты, что создает благоприятные условия для функционирования данного рынка. Участники сделок с внебиржевыми ПФИ имеют возможность совершать операции без каких-либо ограничений, искать более привлекательные цены и условия договоров, контактировать с удобными центральными контрагентами, зарегистрированными в ЕС, и автоматически получают освобождение от налога на финансовые сделки. Контрагенты более свободны в заключении договоров, что позволяет им сократить риски, совершить большее количество сделок с иностранными инвесторами и найти для себя новых партнеров.

Свобода оказания услуг и учреждения также стали важными факторами интеграции финансовых рынков на европейском пространстве.

Несмотря на фундаментальную значимость свобод передвижения для развития экономико-финансовых отношений в ЕС, это не единственный фактор либерализации сделок в финансовом секторе. Европейскими экономическими сообществами, а затем и ЕС осуществлялись действия, направленные на формирование единой политики в сфере финансовых рынков, которая имела прямое влияние на развитие рынка ПФИ в ЕС. Рассмотрим основные вехи данного процесса.

136 Craig P., de Búrca G. EU Law: Text Cases and Materials. Oxford University Press. 2011. p. 693.

137 Case C-282/12 Itelcar v. Fazenda Publica [2013] n.y.r. decision of 03/10/2013, para 42.

Лидерами и идейными вдохновителями, стоявшими у истоков Европейских экономических сообществ, была предсказана эволюция данного интеграционного образования в общий рынок, характеризующийся полной финансовой и экономической интеграцией. Уже в 1962 г., в Программе действий второго этапа Еврокомиссией в главе «Монетарная политика» были выделены основные шаги на пути к формированию единой валютно-финансовой политики[138]. Среди прочего, в документе были обозначены цели создания единой европейской (резервной) валюты, закрепления валютных курсов, объединения краткосрочной и долгосрочной политики в сфере оказания финансовых услуг и коллегиальное принятие решений членами ЕЭС по финансово-экономическим вопросам. Несмотря на масштабность запланированной реформы, она не была привязана к конкретным срокам реализации[139].

По прошествии пятидесяти лет, можно сделать вывод о неполной готовности государств-членов ЕЭС к столь резким шагам по целой совокупности причин. Различная скорость экономического развития, коллизии в материальных нормах национального законодательства, отсутствие надзорных органов и финансовые кризисы середины XX века стали барьерами на пути формирования единого финансового пространства на территории ЕС во второй половине прошлого века.

Директива Совета ЕЭС №93/22/ЕЭС «Об инвестиционных услугах в отношении ценных бумаг» от 10.05.1993[140] стала первым правовым актом

138 Memorandum of the Commission on the Action Programme of the Community for the Second Stage, Brussels, 24/10/2016, Com (62) 300.

139 Ingram J.C. The Case for European Monetary Integration // Essays in International Finance № 98. 1973. P. 1-33.

140 Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field. OJ L 141. P. 27-46. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31993L0022 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

наднационального характера в сфере регулирования деятельности инвестиционных фирм и финансовых рынков. Этот документ разрабатывался в течение длительного периода времени ввиду наличия политических противоречий у государств-членов ЕС относительно регулирования данной сферы общественных отношений. Разница в фактическом состоянии рынков ценных бумаг в государствах-членах в ЕС стала камнем преткновения при принятии этой директивы: в то время как в одних государствах центром финансового рынка являлась национальная (государственная) биржа, в других странах была развита конкуренция между торговыми площадками и участниками финансовых рынков. Директива об инвестиционных услугах стала в действительности прорывом в регулировании финансовых рынков в ЕС и хорошим стартом для создания общеевропейского финансового пространства[141]. Среди прочего, в сферу регулирования Директивы входило предоставление и отзыв авторизации инвестиционным фирмам на основании впервые установленных требований к данным юридическим лицам. Директивой затронут вопрос правоотношений инвестиционных фирм с юридическими лицами из третьих стран, что соответствует подтверждению принципа трансграничного действия свободы передвижения капитала в ЕС[142]. Кроме того, Директива об инвестиционных услугах известна благодаря введению «европейского паспорта» для инвестиционных фирм[143]. Под данным термином понимается особый правовой режим, в соответствии с которым компания, получившая авторизацию в одном государстве-члене, может осуществлять свою деятельность в другом государстве без

141 Шеленкова Н.Б. Европейское финансовое право: Правовые основы европейской интеграции. Интеграционное регулирование рынка ценных бумаг. В 3-х томах. М.: Добросвет, 2003. - 338 с.

142 Nijkeuter E. Exchange of Information and the Free Movement of Capital between Member States and Third Countries // EC Tax law review, 2011. 5th Edition. P. 232-241.

143 Nielsen P.R. The Community Directive on Investment Services - The Controversy on Mutual Recognition and Home Country Control // Scandinavian Student Law Review vol. 39. 2000. P. 139 – 184.

дополнительных проверок. Концепция «европейского паспорта» была признана важнейшей в построении интегрированного панъевропейского финансового рынка. Беспрепятственный доступ инвестиционных фирм в государства-члены ЕС, безусловно, является одним из основных аспектов полноценного развития финансовых рынков и мощным интеграционным инструментом[144].

Несмотря на то, что производные финансовые инструменты были выделены Директивой в качестве финансовых инструментов, из сферы действия документа были исключены инвестиционные фирмы, деятельность которых затрагивает исключительно фьючерсы и опционы[145].

Невзирая на положительные результаты действия Директивы об инвестиционных услугах, документ не отвечал всем требованиям финансовых рынков ЕС[146]. Евросоюз находился на пороге создания единого ликвидного финансового рынка, который должен был сыграть роль двигателя экономического роста государств-членов наднационального образования. Появление единой европейской валюты должно было стать логичным следствием образования единого финансового пространства на территории ЕС, формирование которого обещало такие преимущества, как снижение трейдинговых издержек, увеличение количества сделок, заключенных на панъевропейских площадках, и трансграничных операций[147]. Несмотря на то, что нормативно-правовые акты, действовавшие в ЕС в конце 1990-х гг.,

144 Ortino M. The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services // International and Comparative Law Quarterly. vol.56. 2007. P. 311-312.

145 Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field. OJ L 141. P. 27-46. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31993L0022 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

146 Aubry N., McKee M. MiFID: Where Did it Come From, Where is it Taking Us? // Journal of International Banking Law and Regulation.vol. 22. 2007. P. 177-186.

147 McMahon J. Current Developments: European Union Law. Time to Take Stock on the Markets: The Financial Services Action Plan Concludes the Company Law Action Plan Rolls Out // International and Comparative Law Quarterly. № 999. 2004. P. 995-1024.

помогли государствам-членам благополучно избежать последствий экономических потрясений данного периода, таких, как кризис доткомов, за счет строгого надзора, прозрачности и обеспечительных мер, существовавшая на тот момент система управления рынками финансовых услуг и правотворчества противоречила идеям быстрой взаимной интеграции финансовых рынков. На пути создания единого финансового пространства стояли как фактические различия в функционировании финансовых рынков, так и законодательные коллизии. Рынки капитала переживали сильную фрагментацию, не были доступны для всех пользователей и поставщиков финансовых услуг, отсутствовало взаимодействие между надзорными органами в условиях различного налогообложения.

В 1998 г. необходимость реформ стала ощущаться особо остро, и по поручению Совета ЕС Еврокомиссией был представлен документ под названием «Финансовые услуги: создание основы для действий», которому предшествовали длительные консультации с представителями финансовых рынков, государственными органами и пользователями данных услуг. На основе указанной публикации Еврокомиссией в 1999 г. был принят План действий в сфере финансовых услуг (далее - ПДСФУ), ставший фундаментальной основой реформы финансовых рынков ЕС[148]. ПДСФУ был разработан в соблюдение ключевых задач ЕС по защите инвесторов, установлению финансовой стабильности и рыночной целостности[149].

Целью реформы регулирования было сокращение времени на подготовку нормативно-правовых актов вкупе с улучшением их качества и более прагматичным подходом к составлению положений, своевременная

148 Касьянов Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС: монография / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2021. — С. 445-454.

149 McMahon J. Current Developments: European Union Law. Time to Taje Stock on the Markets: The Financial Services Action Plan Concludes the Company Law Action Plan Rolls Out // International and Comparative Law Quarterly. № 999. 2004. P. 1001.

имплементация законодательства, устранение инвестиционных ограничений, создание «единого игрового поля» (level playing field) для участников рынка финансовых услуг[150].

Среди приоритетов деятельности ЕС по формированию единого рынка финансовых услуг Еврокомиссией были выделены такие направления, как создание единого рынка оптовых и розничных сделок, а также установление надежных надзорных органов[151]. Кроме того, ПДСФУ было предусмотрено принятие Директивы о требованиях к капиталу[152], имплементирующей положения Базеля II[153] в нормативно-правовую базу ЕС, введение МСФО на европейском пространстве, принятие Директивы о рыночных злоупотреблениях[154]. Модернизация рынков ПФИ стала одной из поставленных ПДСФУ задач[155].

Реализация положений ПДСФУ могла быть осуществлена посредством двух взаимодополняющих направлений: гармонизации материально-правовых норм в ЕС за счет принятия актов вторичного права и гармонизации норм коллизионного права во избежание одновременного

150 Financial Services: Building a Framework for Action, Communication of the European Commission [Электронный ресурс] http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/fs_en.pdf (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

151 Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе. // Вестник МГИМО Университета. 2012. №6 (27) С. 147-153.

152 Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions. OJ L 177. P. 1-200 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

153 International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel II Framework) June 2004. Bank for International Settlements [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/bcbs118.pdf (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

154 Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). OJ l 96. P. 16-25. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A32003L0006 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

155 Касьянов Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС: монография / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2021. — С. 264-265.

распространения норм нескольких государств на одну и ту же сделку[156]. Вопрос коллизионного права в сфере регулирования внебиржевых ПФИ рассмотрен в Главе 3.

Еврокомиссией был составлен дополнительный подробный механизм приведения плана в жизнь в течение пятилетнего периода в целях исключения возможности промедления и невыполнения поставленных задач.

Объективными преградами к реализации ПДСФУ в установленный срок были затянутый законотворческий процесс, неясность и двусмысленность некоторых нормативно-правовых актов и сложность их имплементации государствами-членами ЕС. Во второй половине 2000 г. Франция председательствовала в ЕС и проявила инициативу по реформированию законодательного процесса в сфере финансовых услуг. Вследствие этого Советом ЕС был создан так называемый Комитет мудрецов, состоявший из выдающихся политиков и деятелей финансового сектора, на который была возложена обязанность по разработке регулятивной основы для принятия нормативно-правовых актов в сфере ценных бумаг[157]. На тот момент Комитет мудрецов возглавлял бывший президент Европейского валютного института и директор Банка международных расчетов, известный банкир, барон Александр Ламфалусси.[158]

В 2001 г. Комитет мудрецов опубликовал финальный документ, в соответствии с которым была введена новая 4-х уровневая система принятия нормативно-правовых актов. Целью доклада Ламфалусси было построение

156 Enriques L., Gatti M. Is There a Uniform EU Securities Law after the FSAP? // Stanford Law Journal, Business and Finance. Vol. 14.1. 2008. P. 43-82.

157 Vitkova D. Level 3 of the Lamfalussy process: an Effective Tool Towards Achieving Pan-European Regulatory Consistency? // Law and Financial Markets Review. March 2008. P. 158-174.

158 Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе // Вестник МГИМО Университета. №6. 2012. С. 147-153.

единого рынка ЕС в сфере финансовых услуг посредством ускоренного и открытого законотворческого процесса, чувствительного к рыночной динамике. Инновационная структура была сформирована в целях поддержания прозрачности и гибкости нормотворчества[159].

Несмотря на то, что первоначально доклад охватывал лишь рынки ценных бумаг, Еврокомиссия рекомендовала распространить действие процесса Ламфалусси и на другие финансовые услуги, такие, как банковский сектор и страхование[160].

В основе четырехступенчатой системы Ламфалусси лежало совместное принятие решений и процесс комитологии (comitology), которые стали важнейшей особенностью и отличием системы Ламфалусси от законодательных процедур, существовавших до появления данного проекта[161]. Система состоит из структурных элементов, предполагающих принятие основополагающих нормативно-правовых актов (регламентов и директив), развития положений указанных документов во вторничном праве ЕС, имплементацию положений посредством работы специальных комитетов, а также надзор за реализацией полномочий на всех этапах, указанных выше[162].

ПДСФУ и процесс Ламфалусси представляют собой два явления, находящиеся в тесной связи друг с другом: в отчете о результатах

159 Vitkova D. Level 3 of the Lamfalussy process: an Effective Tool Towards Achieving Pan-European Regulatory Consistency? // Law and Financial Markets Review. March 2008. P. 158-174.

160 Alford D. The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Regulation? // Annual Review of Banking and Financial law. vol. 25. 2006. P. 389-435.

161 Grundmann-van de Kool C.M. New EC Prospectus Directive and the Lamfalussy Process // European Company Law. April 2004. Issue 1. P. 32-35.

См. также: Mohamed S. Reform of the EU Securities Market: A Critical Assessment of the Lamfalussy report // Business Law International. 2002. №3. 290-306; Касьянов Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС: монография / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2021. — с. 88-247.

162 См.: [Электронный ресурс] http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459_en.pdf#page=16 (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

применения ПДСФУ к финансовым рынкам ЕС Еврокомиссией было отмечено, что успех проекта был достигнут, среди прочего, благодаря использованию его в совокупности с процессом Ламфалусси[163]. Цели, поставленные ПДСФУ, такие как упрощение трансграничной конкуренции, беспрепятственный доступ к рынкам, повышение прозрачности, рыночной целостности и финансовой стабильности, были достигнуты или стали более реалистичными[164]. Эффективность проведенной реформы была проверена кризисными ситуациями, возникшими в ЕС в 2005-2006 гг.: рынки ценных бумаг находились в опасности коллапса в связи с громкими делами компании Enron в США и разорения итальянского молочного магната Parmalat[165]. Тем не менее, в силу успешного регулирования финансовые рынки сохранили свою стабильность. Результаты действия процесса Ламфалусси были рассмотрены Еврокомиссией в 2007 г., после чего был представлен документ «Пересмотр процесса Ламфалусси – укрепление надзорной конвергенции»[166]. Еврокомиссией была изучена ситуация на всех четырех уровнях, выделены их недостатки и индивидуальные меры по их устранению. Данные меры были направлены на улучшение как самого законодательного процесса в целом, так и на повышение качества применения нормативно-правовых актов. Государства-члены ЕС получили рекомендацию воздержаться от принятия национальных актов в сферах действия имплементированного законодательства в целях обеспечения прозрачности и соблюдения

163 FSAP Evaluation, Part I: Process and Implementation [Электронный ресурс] http://ec.europa.eu/smart-regulation/evaluation/search/download.do?documentId=447 (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

164 Green Paper on Financial Services Policy (2005 - 2010) Text with EEA-relevance COM (2005) 177. P. 4 [Электронный ресурс] http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_en.pdf (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

165См.: [Электронный ресурс] https://www.theguardian.com/business/2003/dec/20/corporatefraud.parmalat (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

166 Communication from The Commission: Review of the Lamfalussy process. Strengthening supervisory convergence. 2007. [Электронный ресурс] https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67baf2a2-ac16-4ca1-9b4d-5c27591bd090/language-en (Дата обращения: 31.05.2018 г.).

фундаментальных принципов ЕС. Пересмотр процесса Ламфалусси был, среди прочего, ориентирован на реформу комитетов третьего уровня – Европейского комитета по ценным бумагам, Европейского банковского комитета и Европейского комитета по страхованию и негосударственным пенсиям, заключавшуюся в повышении конвергенции и сотрудничества комитетов в сфере надзора[167]. С политической точки зрения от комитетов ожидались лучшие результаты: устранение практических препятствий должно было стать шагом к повышению взаимного доверия между европейскими и национальными надзорными органами[168].

Важность изучения развития регулирования финансовых рынков в ЕС заключается в следующем. Операции с ПФИ являются неотъемлемой частью европейских финансовых рынков, и анализ реформы и их современного регулирования невозможен в отрыве от общей картины развития европейского финансового регулирования. С момента образования ЕЭС учредительными договорами была заложена основа для дальнейшей финансовой интеграции посредством развития свободы движения капитала и свободы предоставления услуг. Последующая интеграция финансовых рынков была произведена на пороге XX века: План действий в сфере финансовых услуг стал программным документом, определившим векторы политики наднационального образования в сфере финансовых рынков ЕС. Наконец, в результате реализации процесса Ламфалусси была предложена новая схема имплементации финансовых нововведений с последующим мониторингом. На рубеже веков был принят ряд правовых актов в сфере

167 Касьянов Р.А. Суд Европейского союза подтвердил полномочия Европейского органа по ценным бумагам и рынкам. Комментарий к решению Суда Европейского союза № C-270/12 от 22 января 2014 года по делу Соединённое Королевство Великобритании и Северной Ирландии против Европейского парламента и Совета Европейского союза // Международное правосудие. 2017. № (22). С.17-27.

168 Vercher-Moll J. Towards a European Supervisory Authority // Connecticut Insurance Law Journal. vol. 21.1. 2014. P. 173-208.

регулирования финансовых рынков в ЕС, некоторые из которых в значительной степени определили ход финансовой интеграции, например, Директива о рынках финансовых инструментов 2004 г.[169]

169 Касьянов Р.А. Рынки финансовых инструментов в Европейском союзе: правовые основы регулирования. // Законы России, опыт, анализ, практика. 2015. № 9. С. 62-65. См. также: Основополагающие акты финансового права Европейского союза с постатейным переводом и комментариями: учебное пособие. / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2019. — 794 с.

2.2. Общая характеристика реформы рынка производных финансовых инструментов в ЕС. Правовой ответ ЕС на мировой экономический и финансовый кризис 2007-2008 гг.

Последствия ипотечного кризиса в США стремительно распространились на ЕС и его государства-члены, зеркально повторяя американский сценарий. В конце 2008 г. председатель Еврокомиссии Ж.М. Баррозу назначил группу под руководством Ж. де Ларозьера для разработки плана по преодолению кризиса и устранению недостатков в финансовом регулировании ЕС.

Доклад Высокой группы де Ларозьера был представлен в феврале 2008 г. Документ содержал 31 рекомендацию Еврокомиссии. Разработчиками доклада были выделены некоторые возможные причины столь сильного влияния кризиса на финансовые рынки ЕС, а также намечены пути выхода из него[170].

По мнению создателей документа, мировой финансовый кризис был вызван совокупностью причин. С одной стороны, коллапс стал результатом макроэкономического состояния рынков как в Европе, так в США. Высокая ликвидность и низкие процентные ставки вкупе с появлением разнообразных финансовых инноваций создавали иллюзию благоприятных условий на рынках. Объем кредитов неумолимо рос, способствуя созданию «пузырей» на ипотечном рынке. Ситуация усугублялась отсутствием рыночной прозрачности и наличием теневого банкинга. Кроме того, фундаментальными ошибками, повлекшими финансовый кризис, стала неспособность финансовых фирм и регуляторов адекватно оценивать риски, с которыми они сталкивались, и соответствующий капитал, необходимый им

170 Takehara D. Financial Reform in the European Union: Establishing the Common Technical Rulebook // Global Business & Development Law Journal. 2013. vol. 26. P. 531-553.

для оценки данных рисков. Кредитно-рейтинговые агентства сообщали ложную или неполную информацию относительно финансового состояния компаний. С точки зрения некоторых учреждений, руководством не было уделено должное внимание проверке финансовой стабильности, а ошибки управленческого характера сыграли роль в ухудшении положения отдельных предприятий[171].

По мнению автора, следующие проблемы, присущие финансовым рынкам и рынкам внебиржевых ПФИ, определили вектор регулирования на уровне ЕС.

1) Отсутствие финансовой стабильности

Достижение равновесия на финансовых рынках является центральной идеей регулирования в большинстве юрисдикций. Несмотря на это, понятие финансовой стабильности остается эфемерным, размытым и лишенным конкретного правового определения. Это происходит по той причине, что для каждого государства и отдельной экономики финансовая стабильность предполагает различное состояние. Для некоторых стран колебания курса, рост инфляции и флуктуации других экономических показателей являются обычным явлением, в то время как для других рынков это может стать финансово-экономическим потрясением. Финансовой стабильностью принято считать такое состояние экономики и финансовых рынков, при котором государству и другим регуляторам не нужно совершать дополнительных действий для поддержания естественного баланса[172]. В сущности, финансовая стабильность представляет собой гибкое определение, используемое государствами для достижения нормального или успешного существования экономики. После мирового экономического и финансового

171 Худякова Л.С., Сидорова Е.А. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. № 4. 2014 г. С. 28-34.

172 Andenas M., Chiu H.I. The Foundations and Future of Financial Regulation. Governance and Responsibility. Routledge. 2014. P. 28.

кризиса 2007-2008 гг. проблема необходимости поддержания финансовой стабильности была поставлена на повестку дня в международном сообществе[173]. По состоянию на 2008-2009 гг., на момент разработки доклада де Ларозьера, рынки внебиржевых ПФИ характеризовались экономической нестабильностью, которая влекла неустойчивость экономики в целом. Иными словами, проблема поиска финансового равновесия может быть охарактеризована как «предотвращение системного сбоя».

2) Системные риски

Проблема поддержания финансовой стабильности в пределах одной экономики напрямую связана с ее подверженностью системным рискам. Системный риск является многозначным понятием, которое приобретает различное значение в трактовке государств и международных организаций. В соответствии с определением Европейского центрального банка, системный риск - это опасность широкого распространения финансовой нестабильности, которое может нарушить функционирование финансовой системы и помешать экономическому росту[174]. В отчете Группы десяти о консолидации в сфере финансового сектора 2001 г. системный риск – это возможность того, что определенное событие приведет к экономическому ущербу, утрате уверенности или существенным негативным последствиям в реальном секторе экономики[175].

Присущие ПФИ риски – риск изменения цены на базовый актив и кредитные риски сторон договора – являются, в свою очередь, основанием для появления системных рисков. Это также происходит по той причине, что

173 Buckeley R.P., Arner D.W. From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure. Wolters Kluwer. 2011. P. 150.

174 European Central Bank Financial Stability Report. June 2009 [Электронный ресурс] https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview200906en.pdf?80524324b2777945e406ac541792fc72 (Дата обращения: 04.06.2018 г.).

175 Group of Ten. Report on Consolidation in the Financial Sector. 2001 [Электронный ресурс] https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/pdf/file1.pdf (Дата обращения: 04.06.2018 г.).

ПФИ зачастую используются для хеджирования рисков от других финансовых продуктов, а также могут стать базовым активом другого ПФИ, образуя, таким образом, цепочку взаимосвязанных договоров. В зависимости от масштабов системы связанных договоров неисполнение обязательств одним из контрагентов в данной цепочке может привести к крупным финансовым потерям на уровне компаний, а также потенциально отразиться на общей финансовой стабильности экономики страны[176]. Примером служит использование банками и другими финансовыми учреждениями кредитно-дефолтных свопов, которые незаменимы в целях расширения их кредитной активности.

Существует также иная точка зрения, что системный риск - это какое-либо событие на уровне компании, способное нарушить стабильность или нанести существенный урон экономике того или иного государства. Системные риски в данном понимании стали основанием для развития концепции «too big to fail», означающей наличие потенциального риска от определенных компаний, представляющих существенную важность для экономики. Такими компаниями, как правило, являются банки, крупные финансовые учреждения и иные компании, играющие важную роль в экономике государства. Концепция «too big to fail» активно применялась в период мирового экономического и финансового кризиса для спасения крупных банков и финансовых предприятий, несших убытки, в том числе, в результате использования ПФИ. Систематически важные финансовые объекты были спасены посредством выделения средств из государственного бюджета во избежание многомиллионных убытков и экономической нестабильности. Безусловно, такие действия властей вызывали исключительно непонимание и раздражение со стороны

176 Griffith S.J. Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation // Minnesota Law Review. Vol. 98. 2014. P. 1291 – 1373.

налогоплательщиков. Есть мнение, что концепция негативно сказалась на функционировании рынков по той причине, что предприятия не проявляли достаточной степени контроля за собственным финансовым положением, чувствуя защиту со стороны государства в случае наступления кризисной ситуации[177]. Проведенная реформа привела к отходу от доктрины по совокупности причин: в первую очередь, компании должны самостоятельно нести ответственности за происходящие с ними события, во-вторых, финансовые обязательства банкротящихся учреждений не могут постоянно возлагаться на плечи налогоплательщиков. Альтернативы концепции были предложены как на международном, так и на национальном уровне[178].

Так как мировой экономический и финансовый кризис 2007-2008 гг. продемонстрировал, что в ЕС имеется определенное количество компаний, являющихся систематически важными, входящими в категорию «too-big-to-fail» и использующих при этом ПФИ в своей деятельности, реформа рынка внебиржевых ПФИ прямо и опосредованно способствовала снижению зависимости экономики союза от таких предприятий[179].

3) Асимметричное развитие рынков

Асимметричное развитие рынков находит отражение в дисбалансе между глобальным и национальным регулированием. Международное регулирование финансовых рынков в посткризисный период осуществляется, в первую очередь, не на основе постоянно действующих международных организаций, а на базе решений Группы двадцати, которые не носят обязательный характер даже для государств, участвовавших в подготовке

177 Shadab H.B. Counterparty Regulation and Its Limits: The Evolution of the Credit Dafault Swaps Market // New York Law School Law Review. Vol. 54. 2009/10. P. 689-705.

178 Biedermann T. Cross-Border Resolution Recognition: EU Legislation Staying Default Rights as a Model for United States // Columbia Journal of European Law. Vol. 23. 2016. P. 177-197.

179 См.: [Электронный ресурс] http://www.burleighaccountancy.com/718/eu-unveils-long-awaited-reform-of-too-big-to-fail-banks/ (Дата обращения: 04.06.2018 г.)

данных документов[180]. Асимметричная имплементация международных обязательств в рамках Группы двадцати, в том числе, Европейским союзом и США, говорит о глубинных проблемах в понимании и нежелании государств создавать единую модель финансового регулирования. Отсутствие единообразия в финансовом нормотворчестве на международном пространстве, естественно, является следствием индивидуальных особенностей регулирования в различных правовых системах, а также разнящимися экономическими условиями. В то же время появление глобального регулирования или гармонизация норм привели бы к увеличению экономических контактов и снижению регулятивного давления на участников финансовых отношений. Асимметрия проявляется и в регулировании финансовых рынков отдельными государствами-членами ЕС, которое находится в совместном ведении Союза и его членов. Проблема стала, среди прочего, результатом введения Судом ЕС правила «домашнего контроля», в соответствии с которым минимальные стандарты регулирования, являющиеся допустимыми в одном государстве-члене, становятся нормой для всех других стран-участниц интеграционного образования[181]. Несмотря на то, что решение привело к общей либерализации оборота товаров и услуг в ЕС, оно повлекло за собой определенные недостатки. Среди них – появление понятия «race-to-the-bottom», дословно переводимого как «гонка на дно». Это понятие предполагает установление минимальных стандартов гармонизации, что влечет снижение качества услуг, в том числе, и на финансовых рынках.

180 Buckley R.P., Douglas W.A. From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure. Wolters Kluwer. 2011. C. 162.

181 Решение по делу Case 120/78 Rewe-Zentral AG v Bundesmonopolverwaltung für Branntwein. (Cassis de Dijon) стало важнейшим прецедентом в сфере гармонизации Европейского права. В соответствии с решением Суда, товар, законно произведенный или допущенный до оборота в одном государстве-члене ЕЭС, мог свободно обращаться в других государствах-членах.

Три указанные выше вопроса, присущие рынкам ПФИ, являются, по мнению автора, глубинными причинами проведения реформы, рассматриваемой в данной работе.

Для решения данных проблем в ЕС был избран комплексный подход, включающий функциональное и институциональное регулирование, ориентированное на устранение существующих рисков и создание «единого игрового поля», то есть равных условий для участников рынка внебиржевых ПФИ.

На основании указанных причин Группой высокого уровня были предложены шаги по совершенствованию функционирования финансовых рынков. Так как действовавший по состоянию на 2009 г. пакет нормативно-правовых актов «Базель II» не помог справиться с мировым экономическим и финансовым кризисом, Группой де Ларозьера были выделены рекомендации по постепенному увеличению требований к минимальному капиталу, снижению цикличности, введению более строгих правил по управлению ликвидностью, внутреннему банковскому контролю и т.д.[182]

Ввиду развития «параллельной банковской системы», состоящей из хедж-фондов, инвестиционных банков, внебалансовых активов, ипотечных брокеров и других финансовых и квази-финансовых учреждений, Группа де Ларозьера выразила мнение о необходимости распространения соответствующего законодательства на организации, вовлеченные в финансовую деятельность на систематической основе. К хедж-фондам, как важной составляющей финансовых рынков, должны применяться требования о регистрации и предоставлении информации относительно хедж-менеджеров, включая применяемые ими стратегии и методы. Более того, для учреждений, входящих в «параллельную банковскую систему», были

182 Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf (Дата обращения: 15.01.2020 г.).

введены требования к минимальному капиталу.

В докладе была отражена необходимость увеличения прозрачности и стандартизации рынка внебиржевых ПФИ, создания центральных клиринговых учреждений и учета нехеджированного базового риска. Принятие доклада де Ларозьера привело к появлению комплекса актов вторичного права, которые прямо или косвенно устанавливают правила совершения операций с внебиржевыми ПФИ.

Разработка и принятие нормативно-правовых актов вторичного права ЕС осуществляется в соответствии с и на основании положений, закрепленных в учредительных договорах ЕС, Договоре о Европейском союзе и Договоре о функционировании Европейского союза[183].

Говоря о реформе регулирования рынка ПФИ в ЕС, необходимо отметить, что он функционирует в рамках реализации свободы передвижения капитала и свободы передвижения услуг, так как сделки с ПФИ, а также сопутствующие финансовые операции подпадают под определение движений капитала и оказания услуг. Таким образом, рынок внебиржевых ПФИ составляет часть внутреннего рынка ЕС, регулирование которого находится в совместной компетенции ЕС и государств-членов[184]. В соответствии со ст. 26 ДФЕС, Евросоюз должен принимать меры, устанавливающие и обеспечивающие функционирование внутреннего рынка, являющегося особой зоной без внутренних границ, на которую распространяются свободы

183 Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT (Дата обращения: 18.01.2020 г.).

См. также: Consolidated version of the Treaty on the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 13-390 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/search.html?qid=1526289657256&whOJ=NO_OJ%3D326,YEAR_OJ%3D2012&type=advanced&lang=en&SUBDOM_INIT=ALL_ALL&DB_COLL_OJ=oj-c (Дата обращения: 18.01.2020 г.).

184 П. 2 ст. 4 Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT (Дата обращения: 18.01.2020 г.).

передвижения товаров, лиц, услуг и капитала[185]. Соответственно, принятие нормативно-правовых актов в сфере рынка внебиржевых ПФИ может осуществляться как на уровне ЕС, так и на национальном уровне. Учитывая принцип верховенства коммунитарного права, подтвержденный практикой Суда ЕС, европейское право в сфере регулирования ПФИ обладает приматом над национальными нормативно-правовыми актами государств-членов в данной отрасли[186]. В связи с изложенными выше обстоятельствами, ЕС обладал компетенцией по проведению реформы рынка внебиржевых ПФИ по существу.

Сердцем реформы стало принятие Регламента № 648/2012/ЕС Европейского парламента и Совета от 4 июля 2012 г. «О внебиржевых деривативах, центральных контрагентах и торговых репозитариеях» (далее - Регламент № 648/2012/ЕС).[187] Принятию этого правового акта способствовали договоренности, достигнутые в сентябре 2009 г. лидерами Группы двадцати в Питтсбурге. В соответствии с преамбулой указанного документа, его разработка строилась на основе обязательств, данных главами Группы двадцати, а также документов, разработанных международными финансовыми организациями. Целью принятия регламента стало укрепление финансовой стабильности ЕС посредством установления особых требований к осуществлению операций с внебиржевыми ПФИ, снижение рисков при заключении указанных сделок, а также создание благоприятных условий для

185 Ст. 26 Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT (Дата обращения: 18.01.2020 г.)

186 Case 6/64 Costa v ENEL [1964] ECR 595.

См. также: Declaration № 17. Consolidated version of the Treaty on the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 13-390 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/search.html?qid=1526289657256&whOJ=NO_OJ%3D326,YEAR_OJ%3D2012&type=advanced&lang=en&SUBDOM_INIT=ALL_ALL&DB_COLL_OJ=oj-c (Дата обращения: 18.01.2020 г.).

187 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 OJ L 201, 27.7.2012, P. 1–59.

ценовой прозрачности на внебиржевых рынках. Регламент № 648/2012/ЕС закрепил обязательное прохождение клиринга определенными классами внебиржевых ПФИ, предоставление необходимой информации о сделках торговым репозитариям, механизмы снижения рисков; была установлена классификация сторон договора на финансовых и нефинансовых контрагентов.

Регламент № 648/2012/ЕС является ключевым документом настоящей работы, и введенные им правила будут более детально рассмотрены ниже.

Документ был разработан в соответствии со ст. 114 ДФЕС. Принятие регламентов и директив ЕС в вопросах регулирования внутреннего рынка может осуществляться на базе двух положений – ст. 114 и 115 ДФЕС. Как известно, данные положения ДФЕС являются основанием для принятия нормативно-правовых актов в целях сближения законодательства. Причины выбора законодателем ст. 114 ДФЕС (а не ст. 115 ДФЕС) заключаются в следующем.

Во-первых, несмотря на то, что ст. 115 ДФЕС имеет сходные цели со ст. 114 ДФЕС, и предполагает, что ЕС «издает директивы по сближению законодательства, регламентов и административных положений государств-членов, которые непосредственно затрагивают устройство и функционирование внутреннего рынка»[188], данное положение предполагает использование специальной законодательной процедуры. Последняя предусматривает единодушные действия Совета ЕС после согласования с Европарламентом и Европейским экономическим и социальным советом. Это отражает степень важности, которую несет документ, принимаемый по ст. 115 ДФЕС, как для государств-членов, так и для внутреннего рынка.

Во-вторых, практика использования ст. 115 ДФЕС показывает, что она

188 Ст. 115 Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT (Дата обращения: 18.01.2020г.).

применяется преимущественно для регулирования вопросов налогообложения, свободного передвижения лиц и прав трудящихся, которые не могут быть решены посредством ст. 114 ДФЕС. Очевидно, что вопросы регулирования рынка ПФИ не относятся к перечисленным выше отраслям.

В-третьих, ст. 115 ДФЕС предполагает принятие именно директив, а не каких-либо других нормативно-правовых актов, а в случае с документом по регулированию внебиржевых ПФИ законодатель отдал предпочтение форме регламента.

Перечисленные выше факторы сказались на выборе ст. 114 ДФЕС, в отношении которой Суд ЕС ранее постановил, что европейские нормотворческие органы свободны в определении метода сближения законодательства, наиболее подходящего для достижения желаемого результата[189]. Широкая формулировка ст. 114 ДФЕС позволяет использовать ее в качестве правовой основы принятия нормативно-правовых актов, а также учреждения компетентных органов ЕС[190]. В соответствии с решением Суда ЕС *Tobacco Advertising case,* ст. 114 ДФЕС может быть использована как правовое основание нормативно-правового акта, если существует действительная связь между принятым документом и устранением существующих препятствий для функционирования внутреннего рынка. Таким образом, данная норма не создает общего основания для регулирования любого аспекта внутреннего рынка. С точки зрения ст. 114 ДФЕС важными являются не различия в национальном праве государств-членов, а те негативные последствия, которые данные различия могут оказать на внутренний рынок. При этом для использования ст. 114 ДФЕС не

189 Case C-217/04, United Kingdom v. European Parliament and Council, [2006] ECR I-03771, paras. 43–44;
См. также: Case C-66/04, United Kingdom v. Parliament and Council, [2005] ECR I-10553, para 45.
190 Castellano G.G., Jeunemaître A., Lange B. Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models // European Business Law Review. Vol. 3. 2012. P. 409-446.

все государства-члены ЕС обязательно должны иметь законодательство в определенной отрасли права, достаточным является наличие таких нормативно-правовых актов в некоторых из них[191].

Безусловно, широко используемое основание для принятия нормативно-правовых актов ст. 114 ДФЕС и ее применение не раз встречали критику. По мнению Хью Коллинса, «Европейская комиссия неизменно пытается «подогнать» свои предложения под правовую основу формирования единого рынка»[192]. И чаще всего нормативно-правовые акты, принятые на основании ст. 114 ДФЕС, не содержат обоснования в виде наличия препятствий функционированию внутреннего рынка.

В ситуации с рассматриваемым регламентом налицо асимметричное регулирование отношений в сфере ПФИ в различных государствах-членах ЕС, что, безусловно, является препятствием функционированию внутреннего рынка ЕС. Однако стоит отметить, что потребность в принятии документа была продиктована необходимостью внедрения единообразного регулирования в целях противодействия кризисным процессам в ЕС. В то же время экономическое положение государств-членов и ЕС находится в прямой зависимости от уровня интеграции и состояния внутреннего рынка. Экономический и финансовый кризис по своей сути является препятствием нормальному функционированию внутреннего рынка, поэтому, может служить опосредованным основанием для проведения унификации.

Унификация права на основании ст. 114 ДФЕС может реализовываться в виде максимального или частичного сближения регулирования. В случае с реформой рынка ПФИ документы предусматривают минимальное сближение норм национального права государств-членов. Так, в частности, преамбула Регламента № 648/2012/ЕС гласит: «Сектор посттрейдинговых услуг остается

191 Case C-376/98 Germany v Parliament and Council, [2000] ECR I-8419.

192 Collins H. Why Europe Needs a Civil Code // European Review of Private Law. 21. 4. 2013. С. 907-922.

фрагментированным по национальным линиям, что делает трансграничные продажи дорогостоящими и затрудняет сближение правовых систем. В силу этого необходимо ввести условия оперативной совместимости центральных контрагентов таким образом, чтобы они не подвергались рискам, которые не регулируются должным образом»[193].

Регламент № 648/2012/ЕС стал основой для принятия совокупности нормативно-правовых актов, развивающих его положения, таких как делегированные регламенты Еврокомиссии, регулятивные технические стандарты и иные акты, направленные на уточнение юридических и технических особенностей функционирования рынка внебиржевых ПФИ[194].

Среди основополагающих документов, устанавливающих правила совершения операций на рынке внебиржевых ПФИ, необходимо также отметить Директиву Европейского Парламента и Совета ЕС №2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (далее - Директива №2014/65/ЕС)[195] и Регламент Европейского Парламента и Совета ЕС №600/2014/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (далее - Регламент №600/2014/ЕС)[196]. Данные документы, наряду с Регламентом № 648/2012/ЕС, имеют важнейшее значение[197]. Директива №2014/65/ЕС стала новым изданием Директивы Европейского парламента и Совета ЕС № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых

193 П. 72 Preamble 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. OJ L 201. P. 1–59.

194 См. также: [Электронный ресурс] http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

195 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

196 Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012. // OJ L 173, 12.6.2014, p. 84–148.

197 Основополагающие акты финансового права Европейского союза с постатейным переводом и комментариями: учебное пособие. / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2019. — 794 с.

инструментов», принятой в рамках процесса Ламфалусси[198]. Ключевыми нововведениями Регламента № 600/2014/ЕС стали нормы относительно обязательного заключения определенного круга сделок с внебиржевыми ПФИ на регулируемых площадках (трейдинговое обязательство). Данные положения более подробно описаны ниже.

Кроме того, имеются и иные документы вторичного права ЕС, прямо или косвенно влияющие на правовое регулирование внебиржевых ПФИ. Среди таких актов необходимо назвать Регламент № 596/2014/ЕС Европейского парламента и Совета ЕС «О рыночных злоупотреблениях» от 16.04.2014[199], который создает условия для полноценного функционирования рынка путем регулирования инсайдерских операций, имеющих влияние на оборот инструментов[200]. Директива № 2014/91/ЕС «О предприятиях коллективного инвестирования в обращаемые ценные бумаги» от 23.07.2014 обеспечивает прозрачность рынка ПФИ посредством требования о предоставлении определенной информации компетентным органам государств для осуществления мониторинга в данной сфере, а также за счет использования инвестиционными предприятиями открытых схем инвестирования в ПФИ[201]. Регламент Европейского парламента и Совета ЕС

198 Dalhuisen J.H. Financial Services, Products, Risks and Regulation in Europe after the EU 1998 Action Plan and Basle II // European Business Law review. 2007. P. 819-1095.

199 Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC. OJ L 173. P. 1-61 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

200 Касьянов Р.А. Основные инициативы Евросоюза в борьбе с рыночными злоупотреблениями. // Вестник МГИМО Университета. 2014. № 4 (37). С. 244-252.

201 Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions. OJ L 257. P. 186-213 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0091 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

№ 575/2013/ЕС «О пруденциальных требованиях к кредитным учреждениям и инвестиционным фирмам» от 26.06.2013[202] устанавливает особые процедуры расчета рисков кредитных и инвестиционных учреждений, осуществляющих операции с производными финансовыми инструментами.

Указанные выше акты вторичного права ЕС в сфере финансового права были направлены на решение основных проблем регулирования рынков ПФИ: отсутствие прозрачности и экономической стабильности.

Реорганизация финансового регулирования рынков была произведена за счет изменения требований к пре- и посттрейдинговым действиям участников рынка, которые были разделены на финансовых и нефинансовых контрагентов.

Проблема претрейдингового контроля рынка внебиржевых ПФИ решается посредством установления обязательства по заключению договоров на регулируемых площадках. Последние в связи с этим должны совершать действия в сфере раскрытия чувствительной информации финансового характера о ценах, спросе и предложениях на рынке.

Несмотря на то, что претрейдинговые механизмы представляют собой важный аспект реформы, ее центром стали возложенные на участников рынка обязательства, осуществляемые после заключения договора (посттрейдинговые действия). К таковым относятся прохождение клиринга центрального контрагента, предоставление информации торговым репозитариям и применение особых механизмов снижения рисков.

Подводя итог, необходимо отметить, что в разгар мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. финансовые рынки Евросоюза характеризовались отсутствием стабильности, наличием

[202] Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575 (Дата обращения: 03.02.2021 г.).

системных рисков и асимметричным развитием. В этой связи Евросоюз на основании доклада Ж. де Ларозьера инициировал крупную реформу, результатом которой стало принятие Регламента № 648/2012/ЕС, устанавливающего правила заключения сделок с внебиржевыми ПФИ, и других правовых актов ЕС, развивающих положения указанного документа.

2.3. Надзор за рынками внебиржевых ПФИ в ЕС

Одним из направлений реформы, предложенной Группой де Ларозьера, являлось создание новой системы европейских надзорных органов[203]. В 2011 г. на основании решения Еврокомиссии в Париже был создан Европейский орган по ценным бумагам и рынками (далее - ЕОЦБР)[204]. Целью его деятельности является защита общественных интересов для обеспечения средне- и долгосрочной стабильности и эффективности финансовой системы.

С организационной точки зрения ЕОЦБР имеет следующие особенности. ЕОЦБР состоит из Наблюдательного совета в составе 27 представителей национальных надзорных органов государств-членов ЕС, наблюдателей от Исландии, Лихтенштейна и Норвегии, Еврокомиссии, представителей Европейского органа по банковскому надзору (далее – ЕОБН)[205], Европейского органа по надзору в области страхования и негосударственного пенсионного обеспечения (далее – ЕОНСНП)[206], а также Европейского совета по системным рискам. Наблюдательный совет является конечной инстанцией в принятии решений относительно широкого круга вопросов, включая технические стандарты ЕОЦБР, мнения, рекомендации и другие документы, адресованные институтам ЕС. Заседания совета происходят как минимум два раза в год.

Во главе ЕОЦБР стоит председатель. С 2011 г. эту должность занимает С. Майоор, ранее возглавлявший орган в сфере надзора за финансовыми рынками в Нидерландах. В 2016 г. С. Майоор был переизбран на второй пятилетний срок.

203 Касьянов Р.А. Европейский опыт правового регулирования финансовых рынков и возможности его применения в России // Вестник МГИМО Университета. 2013. № 4 (31). С. 267-274.

204 European Securities and Markets Authority (ESMA).

205 European Banking Authority.

206 European Insurance and Occupational Pensions Authority.

Управление органом осуществляется Правлением, состоящим из шести членов Наблюдательного совета, избираемых им из своего состава. Исполнительный директор, вице-председатель, а также представитель Еврокомиссии – члены Правления без права голоса (представитель Еврокомиссии имеет право голосовать исключительно по вопросам бюджета). Роль Правления заключается в обеспечении выполнения органом его целей и задач, при этом особое внимание уделяется административным аспектам, таким как разработка и имплементация долгосрочной рабочей программы, бюджета и кадровой политике. В случае необходимости Правление может делегировать часть своих полномочий внутренним комитетам и советам[207].

ЕОЦБР, ЕОБН, ЕОНСНП (Европейские надзорные органы) имеют общий Апелляционный совет, который был учрежден в целях защиты интересов сторон, затронутых решениями надзорных органов. Апелляционный совет рассматривает жалобы на решения, принятые надзорными органами ЕС, в случае, если они имеют прямое или косвенное действие на заявителя. Решения Апелляционного совета могут быть обжалованы в Суде ЕС.

ЕОЦБР является членом Объединенного комитета Европейских надзорных органов, на базе которого осуществляется координация их деятельности. Объединенный комитет контролирует межотраслевое развитие, риски, способствует установлению финансовой стабильности, осуществляет надзор за крупными финансовыми компаниями, бухгалтерским учетом и аудитом, а также участвует в предотвращении отмывания денег[208].

207 См.: Decision of the Management Board, ESMA, Rules of Procedure. 11/01/2011. [Электронный ресурс] URL: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2011_mb_1.pdf?download=1 (Дата обращения: 18.07.2019 г.).

208 Castellano G.G. Jeunemaitre, A., and Lange, B. Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models // European Business and Law Review. vol. 3. 2012. C. 409-446.

С функциональной точки зрения необходимо отметить следующие особенности деятельности органа.

ЕОЦБР перенял большую часть функций у своего предшественника - Комитета европейских регуляторов ценных бумаг (КЕРЦБ), при этом его сфера компетенции была значительно расширена. В 2001 г. одной из задач, поставленных Комитетом Мудрецов под председательством А. Ламфалусси, являлось улучшение правового регулирования в сфере ценных бумаг. Проблема была отчасти решена посредством передачи полномочий по принятию решений на уровень комитологии, то есть на рассмотрение комитетов, агентств и других органов ЕС. В рамках этого процесса КЕРЦБ был наделен лишь ограниченным кругом полномочий, включавших предоставление Еврокомиссии независимых рекомендаций. Кроме того, КЕРЦБ «можно считать механизмом постоянного и тесного сотрудничества национальных регуляторов, позволяющим достичь единообразного понимания многих сложных вопросов в финансово-правовой сфере».[209] По прошествии десяти лет ЕОЦБР получил главную роль в процессе подготовки технических стандартов, принимаемых Еврокомиссией в качестве делегированных или имплементирующих актов.

Деятельность ЕОЦБР осуществляется по четырем основным направлениям:

1. Оценка рисков для инвесторов, рынков и финансовой стабильности;
2. Завершение формирования единого свода правил для финансовых рынков ЕС;
3. Способствование стандартизации надзорной практики;

209 Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе. // Вестник МГИМО Университета. 2012. №6 (27) С. 147-153. С. 149.

4. Непосредственный надзор за деятельностью финансовых органов[210].

ЕОЦБР является органом Евросоюза с делегированными полномочиями. Нормативно-правовой основой делегирования является Регламент Европейского Парламента и Совета ЕС № 1095/2010/ЕС[211]. В соответствии с решением Суда ЕС по делу *Meroni*, все делегируемые полномочия должны быть отражены в соответствующем европейском нормативно-правовом акте, так как передача полномочий с бóльшим пространством для принятия решений является невозможной[212]. Некоторое усиление полномочий ЕОЦБР привело к судебному разбирательству, однако Суд ЕС в итоге подтвердил полномочия этого органа[213].

ЕОЦБР уполномочен осуществлять разработку норм в категории «мягкого права»: рекомендаций, принципов и предложений, которые могут быть адресованы компетентным органам и участникам рынка. Несмотря на то, что данные нормы не являются обязательными для их адресатов, последние должны прилагать все усилия для их соблюдения, а также отчитываться об их исполнении[214]. ЕОЦБР обладает правом настаивать на соблюдении национальными компетентными органами принятых им правил,

210 Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision № 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. OJ L 331. 15.12.2010.P. 84-119.

211 Schammo P. The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers // Common Market Law Review. 2011. P. 1879-1913.

212 Case 9/56, Meroni v. High Authority, [1958], ECR 133.

213 Касьянов Р.А. Суд Европейского союза подтвердил полномочия Европейского органа по ценным бумагам и рынкам. Комментарий к решению Суда Европейского союза № C-270/12 от 22 января 2014 года по делу Соединённое Королевство Великобритании и Северной Ирландии против Европейского парламента и Совета Европейского союза // Международное правосудие. 2017. № (22). С.17-27.

214 Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision № 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. OJ L 331. 15.12.2010.P. 84-119.

в обратном случае, нарушение может быть включено в итоговый отчет о деятельности органа.

Помимо нормотворческой деятельности ЕОЦБР в определенных ситуациях имеет право вмешательства в отношения между национальными компетентными органами и участниками рынка в целях разрешения споров и устранения недочетов в их деятельности. ЕОЦБР обладает полномочиями принимать юридически обязательные решения в отношении национальных органов в связи с разрешением определенных споров. Более того, ЕОЦБР может приостановить, ограничить или запретить операции, которые несут угрозу функционированию финансовых рынков и стабильности[215].

Надзорная деятельность осуществляется ЕОЦБР на ежедневной основе. Это производится посредством принципа «домашнего контроля»: ЕОЦБР назначает национальный надзорный орган, обеспечивающий соблюдение норм ЕС в сфере финансовых рынков в пределах отдельного государства.

Рынок внебиржевых ПФИ является одним из важнейших аспектов деятельности ЕОЦБР. В рамках данного направления ЕОЦБР обладает совокупностью определенных функций.

1. **Регулятивная функция**

В ЕС была запущена работа по созданию фундаментального нормативно-правового регулирования рынка внебиржевых ПФИ, основной объем которой был произведен ЕОЦБР. В первую очередь, ЕОЦБР были разработаны положения Регламента № 648/2012/ЕС «О внебиржевых производных финансовых инструментах, центральных контрагентах и торговых репозитариях», являющегося краеугольным камнем правового регулирования отрасли. Документ в корне реформировал правила

215 Касьянов Р.А. Суд Европейского союза подтвердил полномочия Европейского органа по ценным бумагам и рынкам. Комментарий к решению Суда Европейского союза № С-270/12 от 22 января 2014 года по делу Соединённое Королевство Великобритании и Северной Ирландии против Европейского парламента и Совета Европейского союза // Международное правосудие. 2017. № (22). С. 17-27.

заключения сделок с ПФИ в целях обеспечения стабильности и прозрачности финансовых рынков ЕС. В Регламенте заложены основы и принципы функционирования внебиржевых рынков.

Принятию документа предшествовала комплексная работа ЕОЦБР. 9 февраля 2012 г. было достигнуто политическое соглашение по поводу разработки Регламента. Перед направлением проекта в Еврокомиссию было проведено публичное обсуждение дискуссионной бумаги (discussion paper), в которой были отражены предварительные взгляды на положения документа. Кроме того, в работе приняли участие посттрейдинговая консультативная рабочая группа, а также группа заинтересованных в ценных бумагах и рынках лиц. Доклады международных организаций (IOSCO, Совет по финансовой стабильности, Базельский комитет по банковскому надзору) также были учтены[216].

Важным результатом деятельности ЕОЦБР является подготовка положений Регламента № 600/2014/ЕС и Директивы № 2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов». Принятие данных правовых актов ознаменовало переход к следующему этапу в развитии регулирования рынков финансовых инструментов, который обусловлен необходимостью разрешения ряда проблем[217].

Помимо таких важных документов, относящихся к вторичному праву ЕС, ЕОЦБР занимается разработкой положений делегированных регламентов, рекомендаций, регулятивных технических стандартов и других консультативных документов в сфере ПФИ, относящихся к третичному праву союза.

216 Final Report. Draft technical standards under the Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories. 27 September 2012. ESMA/2012/600.

217 Касьянов Р.А. Рынки финансовых инструментов в Европейском союзе: правовые основы регулирования // Законы России: опыт, анализ, практика. 2015. № 9. С. 65-69.

2. **Консультативная функция**

Важным направлением деятельности ЕОЦБР является проведение консультаций и опросов участников рынка внебиржевых ПФИ в целях улучшения правового регулирования данного сегмента финансовых рынков. На основании полученной информации ЕОЦБР вправе пересматривать положения о финансовых и нефинансовых контрагентах и вносить в них определенные коррективы. Так, к примеру, на основании сведений, полученных от участников рынка, в ноябре 2016 г. ЕОЦБР было принято предложение по освобождению финансовых контрагентов с ограниченным оборотом операций с ПФИ от клирингового обязательства ввиду отсутствия опасности нанесения урона экономике ЕС[218].

3. **Управленческая функция**

ЕОЦБР имеет обширные полномочия в сфере рыночной инфраструктуры: центральных контрагентов, торговых репозитариев и торговых площадок. Полномочия охватывают предоставление и отзыв права на ведение деятельности, контроль и надзор за выполнением операций, разрешение споров и другие вопросы.

Орган осуществляет регистрацию и авторизацию центральных контрагентов. В связи с этим ЕОЦБР были разработаны нормативные технические стандарты, предусматривающие требования к кандидатам на получение регистрации или авторизации. Данные условия включают, в первую очередь, требования к первоначальному капиталу центральных контрагентов в размере 7,5 млн. евро, что, по мнению ЕОЦБР, является

218 Final Report On the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity of 14 November 2016. ESMA/2016/1565 [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1565_final_report_on_clearing_obligation.pdf (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

суммой, достаточной для покрытия рисков[219]. По состоянию на апрель 2020 года ЕОЦБР предоставил авторизацию 17 центральным контрагентам. ЕОЦБР были разработаны общие требования к осуществлению ими операций. Соблюдение процедурных правил является основным условием сохранения регистрации/авторизации клиринговых учреждений. В случае нарушения установленных требований ЕОЦБР сохраняет за собой право применения санкций или приостановки деятельности центральных контрагентов. В апреле 2016 г. Органом был впервые проведен стресс-тест для определения устойчивости и безопасности центральных контрагентов, а также для выявления недостатков системы. Процедура показала, что все 17 центральных контрагентов, авторизованных в ЕС, обладают организацией, устойчивой к возможным кризисным явлениям. Кроме того, ЕОЦБР разработал правила о хранении информации в архивах центральных контрагентов, сотрудничестве клиринговых учреждений в ЕС и другие технические нормы их деятельности.

Что касается торговых репозитариев, то ЕОЦБР предоставляет им разрешение на осуществление их деятельности, устанавливает требования к организации и выполняет контроль за качеством предоставляемых услуг, оставляя за собой право применения санкций вплоть до лишения авторизации.

Так как в соответствии с Регламентом № 600/2014/ЕС «О рынках финансовых инструментов» заключение сделок с внебиржевыми ПФИ возможно лишь на одном из четырех видов торговых площадок, контроль за трейдинговыми платформами также входит в компетенцию ЕОЦБР.

219 Commission Delegated Regulation (EU) No 285/2014 of 13 February 2014 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on direct, substantial and foreseeable effect of contracts. OJ L 85. P. 1-83.

4. **Международная функция**

Наряду с высокими представителями ЕС делегаты от ЕОЦБР участвуют в международном сотрудничестве в сфере ПФИ: задействованы в разработке нормативно-правовых актов международного характера, принимают участие в мероприятиях, конференциях и форумах по данной тематике. Данное сотрудничество является плодотворным для обеих сторон, так как ЕОЦБР при разработке документов зачастую опирается на опыт зарубежных коллег и международных организаций в сфере финансового права.

5. **Функция разрешения споров**

В случае возникновения споров наднационального характера, связанных с ПФИ, компетентные органы государств-членов должны сообщить об этом ЕОЦБР. В зависимости от существа спора, он может быть разрешен непосредственно ЕОЦБР или другими компетентными органами ЕС.

6. **Аналитическая функция**

ЕОЦБР как компетентный наднациональный орган в сфере рынков регулярно занимается проведением мониторинга рыночных показателей в целях предотвращения развития потенциально опасных кризисных процессов. Орган имеет доступ к данным, хранимым торговыми репозитариями, и может использовать их в рамках осуществления своих полномочий.

Последние поправки к Регламенту № 648/2012, принятые в октябре 2019 года, усиливают роль ЕОЦБР в сфере авторизации и контроля за деятельностью центральных контрагентов, обеспечивая конвергенцию национальных надзорных органов, а также создают основания для осуществления проверки деятельности систематически важных центральных контрагентов из третьих стран. Для выполнения поставленных задач в

ЕОЦБР будет образован новый комитет по вопросам надзора за деятельностью центральных контрагентов[220].

Подводя итог, необходимо отметить, что роль ЕОЦБР в ЕС на современном этапе неоценима. В сфере компетенции органа находится регулирование колоссального массива правовых отношений, связанных с финансовыми рынками и ПФИ, а также надзор за исполнением положений европейского финансового права.

220 См. Сайт ЕОЦБР [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/policy-rules/post-trading/central-counterparties (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

***

Рассмотренные в Главе 2 вопросы позволяют сделать следующие промежуточные выводы.

Правовое регулирование внебиржевых ПФИ в ЕС осуществлялось в контексте развития финансовых рынков и европейского финансового права. Свобода движения капитала и свобода оказания услуг создали базу для интеграции финансовых рынков в ЕС, а План действий в сфере финансовых услуг и процесс Ламфалусси стали основными вехами докризисной интеграции, направленной на формирование единого европейского финансового рынка.

Такие характеристики рынка внебиржевых ПФИ, как его внушительный объем, непрозрачность, низкое качество финансовых инструментов, а также отсутствие механизмов повышения стабильности привели к образованию экономического пузыря, который лопнул в ходе мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. Кризис требовал срочного государственного вмешательства. Именно поэтому в ходе встреч Группы двадцати были разработаны рекомендации государствам по выходу из кризиса, которые были впоследствии взяты за основу такими международными организациями, как Совет по финансовой стабильности, Базельский комитет по банковскому контролю, Банк международных расчетов, Международная организация комиссий по ценным бумагам и Международная ассоциация свопов и деривативов.

Ответом ЕС на финансовый кризис стала разработка группой под руководством Ж. де Ларозьера комплексной реформы, направленной на устранение рисков, присущих финансовым рынкам ЕС, среди которых – отсутствие финансовой стабильности, системные риски и асимметричное развитие рынков. Для создания единого игрового поля и решения указанных проблем в ЕС были приняты регламенты и директивы, в числе которых -

Регламент № 648/2012/ЕС «О внебиржевых деривативах, центральных контрагентах и торговых репозитариях» от 04.07.2012. Осуществление надзора стало одним из основных направлений реформы, в связи с чем был учрежден Европейский орган по рынкам и ценным бумагам. ЕОЦБР играет важную роль в разработке вторичного и третичного права в сфере операций с внебиржевыми ПФИ.

Глава 3. Реализация реформы рынка производных финансовых инструментов в ЕС

3.1. Пре- и посттрейдинговые обязательства сторон производных финансовых инструментов

Европейский союз как участник Группы двадцати взял на себя обязательство по введению клиринга центрального контрагента внебиржевых ПФИ до конца 2012 г. Закрепление правил осуществления клиринга стало одним из основных направлений реформы рынка внебиржевых ПФИ. В настоящей части диссертационного исследования будет кратко рассмотрена история появления процедуры, основные правовые конструкции и правила ее проведения, установленные нормативно-правовыми актами ЕС.

3.1.1. Особенности осуществления клиринга производных финансовых инструментов

Клиринг как особая форма деятельности на финансовых рынках был изобретен более ста лет назад. Впервые идея создания клирингового учреждения была упомянута в работе А. Галлатина «Предложения по банкам и валюте в некоторых Соединенных Штатах в свете отсрочек платежей» 1831 года. В работе А. Галлатина были затронуты вопросы, опережающие развитие банковской системы того времени, в силу чего изложенные предложения были оценены лишь спустя несколько десятилетий[221].

Первая клиринговая организация была создана еще в 1853 году ведущими банками в США. Целью создания клиринговой палаты являлось упрощение валютных операций, установление монетарной политики,

221 Bryan G. The Law of the Clearing Houses // Virginia Law Review. 1914-1915. P. 447.

эмиссия денежных знаков, хранение золотого обеспечения финансовых операций, а также проверка балансов других членов организации и своевременного осуществления платежей[222]. Статус Клиринговой палаты США и ее полномочия на современном этапе уместно сравнить с Центральным банком или другой организацией, обладающей сходными обязанностями, так как ее деятельность не ограничивалась клиринговыми процедурами, но и включала совершение мероприятий по восстановлению финансово-экономического баланса в государстве[223].

Несмотря на то, что в течение последнего двадцатилетия клиринг использовался в первую очередь для операций с ПФИ, услуги центральных контрагентов стали востребованы на рынках ценных бумаг, на внебиржевых рынках и для клиринга сделок репо[224].

Еще в 2006 г. существовали идеи о необходимости наднационального регулирования клиринга в ЕС, а также о создании эффективной системы клиринга и разрешения споров[225]. Они нашли воплощение в Европейском кодексе поведения для клиринговых и расчетных организаций[226]. Данный документ возник по инициативе профессиональных участников рынков ценных бумаг, клиринговых учреждений и депозитариев ценных бумаг в целях установления единого свода правил для трейдинга, клиринга, расчетов и других действий, осуществляющихся до и после заключения сделки на

222 Smyth W. The New York Clearing House // The Banking Law Journal. 1891. P. 101.

См. также: Bryan G. The Law of the Clearing Houses // Virginia Law Review. 1914-1915. P. 447.

223 См.: [Электронный ресурс] https://www.theclearinghouse.org/about-tch/a-look-back (Дата обращения: 30.05.2013 г.).

224 Chamorro-Courtland C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria // FSU Business Review. vol. 10. 2011. P. 57-117.

225 Henry D. Clarifying and Settling Access to Clearing and Settlement in the EU // European Business and Law Journal. Vol. 17. Issue 4. 2006. P. 1-20.

226 The European Code of Conduct on Clearing and Settlement [Электронный ресурс] https://www.six-group.com/securities-services/dam/downloads/regulatory/code-of-conduct/aus-code-of-conduct-en.pdf (Дата обращения: 08.04.2020 г.).

торговой площадке. Правила кодекса направлены на повышение прозрачности, улучшение качества и увеличение количества трансграничных сделок. Кроме того, кодекс должен был повысить интероперабельность площадок, находящихся в различных юрисдикциях[227].

Несмотря на фактически широкое распространение клиринга на финансовых рынках, решение о введении данной процедуры в обязательном порядке было принято лишь в ответ на мировой экономический и финансовый кризис 2007-2008 гг.[228]

По данным Банка международных расчетов, по состоянию на конец 2018 г. клиринг отдельных видов ПФИ достиг 75% (процентные деривативы)[229].

В наиболее общем понимании клиринг - это услуга, направленная на обеспечение исполнения договора[230]. Правовая сущность деятельности центрального контрагента и непосредственно клиринга заключается в управлении финансовыми рисками. После заключения сделки с ПФИ в договор вступает центральный контрагент, действующий в качестве продавца для каждого покупателя и покупателя для каждого продавца. Выделяется несколько правовых конструкций, на основании которых центральные контрагенты могут осуществлять свою деятельность[231].

227 Gobbo G. MIFiD's Sstematic Internalisation: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets // European Business and Law Review. 2009. Issue 1. 20. P. 63-69.

228 Ст. 1 Regulation No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. OJ L 201. 27.07.2012. P. 1-59.

229 Statistical release. OTC derivatives statistics at the end-December 2018. BIS. May 2019. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/otc_hy1905.htm Дата обращения: 07.04.2020 г.

230 Nosal E., Steigerwald R. What Is Clearing and Why Is It Important? [Электронный ресурс] https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2010/september-278 (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

231 Уткин В.С. Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке // Финансы и кредит. 2009. №40 (376). [Электронный ресурс] URL: https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-deyatelnosti-i-rol-tsentralnyh-kontragentov-na-sovremennom-finansovom-rynke (Дата обращения: 03.04.2018 г.).

В соответствии с «Принципами для инфраструктуры финансового рынка» CPSS-IOSCO, правовая конструкция клиринга центрального контрагента может быть основана на новации, системе открытого предложения, непрямом клиринге, агентской модели или других правовых конструкциях[232]. Новация предполагает преобразование первоначального договора между покупателем и продавцом, в договоры между, соответственно, центральным контрагентом, покупателем и продавцом. Открытая оферта предлагает непосредственное включение центрального контрагента в договор с момента достижения договоренностей между покупателем и продавцом. В случае определения преддоговорных условий первоначальный договор между покупателем и продавцом не заключается[233]. В некоторых юрисдикциях используются агентская модель и модель зеркальной сделки. Агентская модель предусматривает, что центральный контрагент выступает не в качестве самостоятельной стороны договора, а как агент. Модель зеркальной сделки предполагает наличие по результатам клиринга центрального контрагента двух симметричных сделок[234].

Наиболее распространенной является следующая модель клиринга. Члены клиринговой группы вступают в договор в целях осуществления клиринга на многосторонней основе. При оказании услуг центральный контрагент действует в качестве принципала, клиринг же производится с помощью многостороннего неттинга путем новации. Центральный контрагент принимает свои права и обязанности посредством «открытой оферты» или многостороннего неттинга путем новации и субституции, тем

232 Principles for financial market infrastructures, CPSS – IOSCO, 2012 [Электронный ресурс] http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf. (Дата обращения: 06.04.2020 г.).

233 Recommendations for Central Conuterparties. Consultative Report. March 2004. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf (Дата обращения: 06.04.2020 г.).

234 Зеркальные сделки — это идентичные трансакции, совершаемые с двух или более счетов, подконтрольных одним и тем же лицам.

самым возлагая на себя ответственность за исполнение договора членами клиринговой группы[235]. Первоначальный договор претерпевает новацию, таким образом, что он перестает существовать и заменяется двумя новыми договорами с центральным контрагентом[236]. Центральный контрагент взимает обеспечение с каждой стороны договора для своей защиты. Ключевой особенностью деятельности центрального контрагента является объединение убытков: в случае, если одна сторона не исполняет обязательства по договору, и ее обеспечение не покрывает убытки, члены клиринговой группы делят соответствующие убытки между собой. Поскольку каждая сторона договора о внебиржевом ПФИ в итоге имеет лишь договор с центральным контрагентом, у сторон отпадает необходимость самостоятельно проверять платежеспособность других участников операции. Таким образом, клиринг направлен на сглаживание или снижение рисков от сделок с ПФИ.

В соответствии с Регламентом № 648/2012/ЕС, для соблюдения клирингового обязательства контрагент должен стать членом клиринговой группы, клиентом или установить непрямые клиринговые отношения с центральным контрагентом[237]. Рассмотрим более подробно, что предполагает каждый из трех форматов клиринговых отношений.

Членом клиринговой группы является предприятие, участвующее в центральном контрагенте и осуществляющее клиринг сделок. Для того, чтобы стать членом клиринговой группы, компания должна соответствовать финансовым и организационным требованиям как на момент приобретения

235 Chamorro-Courtland C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria // FSU Business Review. vol. 10. 2011. P.57-117.

236 Peirce H. Derivatives Clearinghouses: Clearing the Way for Failure // Cleveland State Law Review. vol. 64. 2016. P. 589-660.

237 П. 3 ст. 4 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.

статуса, так и в последующее время. При этом полномочия по определению критериев к клиринговым членам принадлежат центральным контрагентам. К примеру, приобрести статус члена клиринговой группы NASDAQ могут только кредитные учреждения или инвестиционные фирмы[238]. Члены клиринговой группы несут ответственность за выполнение финансовых обязательств, связанных с их членством, перед центральным контрагентом. Преимуществом приобретения статуса члена клиринговой группы является возможность осуществления клиринга транзакций клиентов и косвенных клиентов на возмездной основе. Это подтверждается текстом преамбулы Регламента № 648/2012/ЕС: «Поскольку не все участники рыночных отношений, на которых распространяется клиринговое обязательство, могут стать членами клиринговой группы, у них должна быть возможность получения доступа к центральному контрагенту в качестве клиентов или косвенных клиентов (*indirect clients*)»[239].

Клиентом может выступать предприятие, состоящее в договорных отношениях с членом клиринговой группы центрального контрагента и осуществляющее центральный клиринг сделок. Несмотря на то, что косвенные клиенты упоминаются в Регламенте № 648/2012/ЕС, определение данных лиц отсутствует в документе. Вероятно, это так, поскольку косвенные клиенты считаются разновидностью клиентов. Однако определение косвенных клиентов и косвенной клиринговой структуры содержится в Делегированном регламенте Европейской комиссии №149/2013. Косвенный клиент является клиентом клиента члена клиринговой группы. Косвенная клиринговая конструкция представляет

238 Вебсайт NASDAQ [Электронный ресурс]. http://www.nasdaqomx.com/commodities/Marketaccess/membershipcategories/gcmmodel (Дата обращения: 25.05.2018 г.).

239 П. 33 Preamble Regulation No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. OJ L 201. P. 1-59.

собой совокупность договорных обязательств между центральным контрагентом, членом клиринговой группы, клиентом и косвенным клиентом, которые позволяют клиенту члена клиринговой группы оказывать клиринговые услуги косвенному клиенту[240].

Несмотря на содержащиеся в нормативно-правовых актах ЕС формальные особенности функционирования центральных контрагентов, в них отсутствуют какие-либо гражданско-правовые аспекты заключения сделок с членами клиринговой группы, их клиентами и косвенными клиентами. Данные правила регулируются национальным гражданским и обязательственным правом государств-членов ЕС, при этом центральные контрагенты зачастую предусматривают особые условия договоров.

Комплекс нормативно-правовых актов ЕС в сфере ПФИ предусматривает разделение всех участников сделок на финансовых и нефинансовых контрагентов. Эта классификация является существенным основанием наделения участников рынка определенными полномочиями и обязанностями.

Финансовыми контрагентами являются следующие категории лиц: инвестиционные фирмы, кредитные учреждения, страховые организации, организации страхования жизни и перестрахования, негосударственные и альтернативные пенсионные фонды, созданные в соответствии с вторичным правом ЕС. Нефинансовые контрагенты включают в себя всех остальных юридических лиц, за исключением центральных контрагентов.

В большинстве случаев, компании и учреждения, чья деятельность предусматривает оказание финансовых услуг, относятся к категории

240 Ст. 1 Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP. OJ L 52. 23.2.2013. P. 11–24.

финансовых контрагентов. Исключениями из данного правила, основанного на формальном признаке, до недавнего времени являлись хедж-фонды, пенсионные фонды, специализированные компании по секьюритизации и альтернативные инвестиционные фонды, которые, несмотря на финансовый характер деятельности, были исключены из категории финансовых контрагентов[241]. Примечательно, что нефинансовые контрагенты не ограничиваются юридическими лицами: в ответах на часто задаваемые вопросы Еврокомиссия разъяснила, что термин «предприятие» включает в себя любое лицо, вовлеченное в экономическую деятельность, вне зависимости от формы юридической организации или способа финансирования. В практике Суда ЕС прослеживается аналогичный подход: экономической деятельностью является предложение товаров и услуг[242]. Таким образом, нефинансовыми контрагентами могут считаться также физические лица и некоммерческие организации.

Поправки, внесенные в Регламент в 2019 году, были направлены на устранение некоторых сложностей с определением категории контрагента. Дано более подробное определение финансового контрагента[243]. К категории, в частности, были отнесены альтернативные инвестиционные фонды, принадлежность которых в течение длительного времени вызывала споры[244].

241 См.: [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/non-financial-counterparties-nfcs (Дата обращения: 25.05.2018 г.).

242 Case 118/85 Commission v. Italy [1987] ECR 2599.

См. также: Wehlander C. “Economic Activity”: Criteria and Relevance in the Fields of EU Internal Market Law, Competition Law and Procurement Law // Services of General Economic Interest as a Constitutional Concept of EU Law. The Hague. 2016. 374 P. pp.35-65.

243 https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/evaluating-and-improving-existing-laws/refit-making-eu-law-simpler-and-less-costly_en (Дата обращения: 25.05.2018 г.).

244 Regulation (EU) 2019/834 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2019 amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central

Определение категории лица, участвующего в заключении договоров ПФИ, имеет принципиальное значение ввиду того, что комплекс финансового законодательства в сфере ПФИ автоматически распространяется лишь на финансовых контрагентов.

Обязательства нефинансовых контрагентов определяются на основании *клирингового порога*. Под данным термином понимается объем сделок с определенным внебиржевым ПФИ, в случае превышения которого на нефинансовых контрагентов распространяются обязательства по клирингу, предоставлению информации торговым репозитариям и применению методов снижения рисков. Клиринговый порог устанавливается регулятивными техническими стандартами и подлежит регулярному пересмотру на основании публичных консультаций, проводимых ЕОЦБР[245]. В зависимости от типа операций, клиринговый порог установлен в размере от 1 до 3 млрд. евро для сделок с кредитными внебиржевыми ПФИ, инструментами на акции, процентными, валютными и товарными инструментами[246]. Высокие клиринговые пороги являются определенным достоинством настоящего регулирования, так как они освобождают большинство нефинансовых контрагентов от исполнения обязательств в соответствии с положениями нормативно-правовых актов[247].

counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories PE/73/2019/REV/1, OJ L 141, 28.5.2019.P. 42–63.

245 Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP. OJ L 52. 23.2.2013. P. 11–24.

См. Также: П. 31 Preamble Regulation No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. OJ L 201. 27.07.2012. P. 1-59.

246 Ст. 11 Regulation No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. OJ L 201. 27.07.2012 г. P. 1-59.

247 Ho J. How Will Emir Affect Corporates? // International Financial Law Review. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.

С 2019 года от данного обязательства были освобождены малые финансовые контрагенты. 20 мая 2019 г. после относительно непродолжительного обсуждения был принят Регламент Европейского парламента и Совета ЕС № 2019/834 «О внесении изменений в Регламент № 648/2012/ЕС в отношении клиринговых обязательств, приостановления клиринговых обязательств, требований к отчетности, методов снижения рисков для внебиржевых деривативных контрактов, не подтвержденных центральным контрагентом, регистрации и надзора за торговлей репозиториями и требованиями к торговым репозиториям относительно клирингового обязательства» (далее – Регламент № 2019/834/ЕС)[248]. Теперь требования распространяются только на компании, деятельность которых несет существенные риски для финансовой системы ЕС. Как отмечается в преамбуле документа, «некоторые финансовые контрагенты имеют настолько малый объем деятельности на рынке ПФИ, который не может таить в себе системные риски, а также не представляется экономически важным для проверок центрального контрагента»[249]. Таким образом, законодатель пришел к выводу о необходимости освободить «малых финансовых контрагентов» от необходимости следовать требованиям прохождения клиринга центрального контрагента.

Данная новелла говорит о существенном изменений во взгляде на контроль за рынками внебиржевых ПФИ. Посткризисные правила о единообразном распространении на финансовых контрагентов регулятивных

248 Regulation (EU) 2019/834 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2019 amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories PE/73/2019/REV/1, OJ L 141, 28.5.2019.P. 42–63 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.141.01.0042.01.ENG#:~:text=Regulation%20(EU)%202019%2F834,not%20cleared%20by%20a%20central (Дата обращения: 04.02.2021 г.).

249 Regulation (EU) 2019/834, OJ L 141, 28.5.2019.P. 43.

требований очевидно не отражали реальную потребность рынка в столь жестком надзоре. Тем не менее, несмотря на освобождение от клирингового обязательства, «малые» финансовые компании должны и впредь осуществлять обмен залоговыми обязательствами, а также применять механизмы снижения рисков.

Сущность клирингового обязательства заключается в следующем. Финансовые и нефинансовые контрагенты, средняя позиция которых за тридцать дней превышает установленный порог, рассматриваются в качестве финансовых контрагентов с соответствующим распространением на них обязательств по клирингу, предоставлению информации и методам снижения рисков в отношении определенного класса внебиржевых ПФИ. В то же время контрагенты, не переступившие через клиринговый порог, имеют более ограниченные обязательства[250]. С момента определения нового статуса, (не)финансовый контрагент обязан в этот же день сообщить об этом в ЕОЦБР и, соответственно, приступить к выполнению обязательств[251].

Расчет номинальной позиции контрагента является его личной обязанностью и производится следующим образом [252]. В основу позиции берутся все сделки с внебиржевыми ПФИ, заключенные нефинансовым контрагентом или группой, в которую входит данное юридическое лицо. Исключениями являются договоры, объективно снижающие риски

250 Ho J. How Will Emir Affect Corporates? // International Financial Law Review. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.

251 П. А ч. 1 ст. 10 Regulation No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. OJ L 201. 27.07.2012. P. 1-59.

См. также:

Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-539_qa_xvii_on_emir_implementation.pdf (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

252 Ho J. How Will Emir Affect Corporates? // International Financial Law Review. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.

(хеджирование)[253], непосредственно связанные с его коммерческой деятельностью или государственным финансированием бюджета[254].

Нефинансовый контрагент, зарегистрированный вне ЕС, признается эквивалентным аналогичному юридическому лицу, зарегистрированному в ЕС, в случае если он состоит в одной группе с европейским нефинансовым контрагентом[255].

Несмотря на то, что обязательства, данные в рамках Группы двадцати, содержат универсальное требование о клиринге ПФИ, далеко не все договоры подлежат процедуре. В соответствии со ст. 4 Регламента № 648/2012/ЕС обязательство о прохождении клиринга центрального контрагента распространяется на внебиржевые ПФИ в случае выполнения двух условий. Договор должен быть признан ЕОЦБР подпадающим под клиринг центрального контрагента и внесен в публичный реестр. Регламент предусматривает два подхода к распространению клирингового обязательства на определенные виды договоров:

- Подход «сверху-вниз», при котором ЕОЦБР выбирает определенные виды договоров на свое усмотрение;
- Подход «снизу-вверх», в рамках которого обязательный клиринг распространяется на договоры, которые уже допущены до клиринга

253 Критерии определения объективного снижения рисков за счет использования ПФИ установлены положениями ст. 10. Commission Delegated Regulation No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP. OJ L 53.23.03.2013. P. 26-39.

254 П.3 Ст.10 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.

255 Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, стр. 27 (EMIR) [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-539_qa_xvii_on_emir_implementation.pdf (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

центрального контрагента.

Необходимо отметить тот факт, что ЕОЦБР по состоянию на апрель 2020 г. принял пять документов, посвященных клирингу отдельных видов внебиржевых ПФИ. Регулятивный технический стандарт, устанавливающий клиринговое обязательство в отношении процентных инструментов, распространяется на все виды договоров, за исключением тех, которые были созданы для хеджирования процентной ставки в облигациях с покрытием в соответствии с национальным законодательством. В зависимости от категории контрагента клиринговое обязательство применяется с 2017-2018 гг.

ЕОЦБР регулярно готовит отчеты об использовании внебиржевых ПФИ нефинансовыми контрагентами. В соответствии с наиболее актуальными статистическими данными и сведениями, полученными торговыми репозитариями и ЕОЦБР, 7% всех сделок с ПФИ заключаются нефинансовыми контрагентами (цифра держится на таком уровне уже более пяти лет)[256].

Центральные контрагенты ведут деятельность на основании авторизации, предоставляемой ЕОЦБР. Условиями ее получения являются:

1. Регистрация юридического лица в Евросоюзе;
2. Первоначальный капитал.

Первоначальный капитал, составляющий 7,5 млн. евро, по мнению законодателей, является пропорциональным рискам, связанным с деятельностью клиринговых организаций. Капитал должен быть достаточным для реструктуризации обязательств, а также для защиты от кредитных, рыночных, операционных, правовых и деловых рисков и рисков

256 ESMA Annual Statistical Report “EU Derivatives Markets”, 2019. См.: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50_157_2025_asr_derivatives.pdf [Электронный ресурс] (Дата обращения: 28.02.2020 г.).

контрагента, не покрытых специальными финансовыми ресурсами[257].

Авторизация ЕОЦБР на ведение клиринговой деятельности, полученная однажды, действительна для всех государств-членов ЕС. При этом центральные контрагенты должны соблюдать все установленные требования, а также информировать ЕОЦБР о каких-либо изменениях в их организации. Центральный контрагент, желающий распространить свою деятельность на услуги, не покрытые первоначальной авторизацией, должны направить ходатайство в компетентный орган[258].

По состоянию на апрель 2020 г. ЕОЦБР предоставил авторизацию 17 центральным контрагентам из ЕС, а 10 клиринговых организаций получили разрешение на расширение деятельности[259].

ЕОЦБР внимательно следит за качеством услуг, оказываемых центральными контрагентами. В 2016, 2017 и 2019 гг. органом был проведен стресс-тест для определения устойчивости и безопасности центральных контрагентов, а также в целях выявления недостатков системы. Исследование показало, что все 17 центральных контрагентов, авторизованных в ЕС, имеют устойчивую к кризисам организацию. Центральные контрагенты должны, в соответствии с результатами анализа, осуществлять поверку кредитоспособности членов клиринговой группы[260].

257 Ст. 16 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.
См. также: [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf (Дата обращения: 27.03.2020 г.).

258 Ст. 15 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.

259 List of Central Counterparties authorized to offer services and activities in the Union, 09/04/2020, ESMA [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorised_under_emir.pdf (Дата обращения: 16.04.2020 г.).

260 Report EU-wide CCP Stress test 2015, ESMA, 29.04.2016 г. [Электронный ресурс] http://firds.esma.europa.eu/webst/ESMA70-151-1154%20EU-wide%20CCP%20Stress%20Test%202017%20Report.pdf (Дата обращения: 27.05.2020 г.).

В соответствии с рекомендациями, которые адресованы центральным контрагентам и подготовлены Банком международных расчетов в 2004 г., сложность оказания услуг проявляется в кредитных, расчетных, операционных, инвестиционных и правовых рисках[261]. Положительные аспекты услуг центрального контрагента, с точки зрения Банка международных расчетов, заключаются в следующем.

1. **Многосторонний неттинг затрат и платежей центральным контрагентом.** Центральный контрагент способствует многостороннему неттингу в силу проведения им оценки обязательств сторон и получения чистых прибыли и убытков. Многосторонний неттинг снижает риски в сравнении с взаимным неттингом в отсутствие центрального контрагента.

2. **Совершенствование управления рисками сторон договора**. Клиринг улучшает и упрощает управление рисками сторон договора, равно как и повышает эффективность деятельности контрагентов.

3. **Повышение прозрачности для регуляторов и общественности**. Доступ к информации со стороны надзорных органов и других клиринговых членов обеспечивает стабильность и устойчивость функционирования финансовой системы[262].

Наделение центральных контрагентов обязанностями и полномочиями в сфере клиринга внебиржевых ПФИ определяется их стратегической важностью: концентрация значительных рисков в пределах ограниченного числа центральных контрагентов приравнивает их к компаниям категории «too big to fail»[263].

261 Recommendations for Central Counterparties. Consultative Report. BIS. March 2004. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf (Дата обращения: 06.04.2020 г.).

262 Szpringer M., Szpringer W. Law and Economics of Central Counterparties (CCP) – Selected Issues of Regulation and Competition Concerning Financial Market Infrastructure // European Business and Law Journal. 2016. Vol. 27. Issue 5. P. 587-603.

263 Lynch T.E. Coming Up Short: The United States' Second-Best Strategies for Corralling Purely Speculative Derivatives // Cordazo Law Review. Vol. 36. 2014-2015. P. 545-624.

В конце 2016 года ЕОЦБР опубликовал отчет «Клиринговое обязательство для сторон с ограниченными объемами сделок». Некоторые финансовые контрагенты с ограниченными объемами контрактов сталкиваются с трудностями при подготовке к выполнению клирингового обязательства. В проекте регулятивного технического стандарта было выдвинуто предложение по удлинению поэтапного введения клирингового обязательства для малых финансовых контрагентов. Проект основан на консультациях с представителями рынка ПФИ. По мнению органа и участников рынка, малые финансовые контрагенты составляют незначительный процент во всей совокупности лиц, на которые распространяется клиринговое обязательство, и отсрочка во введении клирингового обязательства для них не окажет негативного влияния на снижение систематических рисков[264]. Проведенное исследование стало основой для внесения изменений в Регламент № 648/2012/ЕС в 2019 году.

На примере Eurex Clearing AG, зарегистрированного в Германии, рассмотрим структуру центрального контрагента. Данная клиринговая компания является одной из ведущих в ЕС, обслуживая 190 членов клиринговой группы из 17 государств, при этом ежемесячные риски, которые берет на себя центральный контрагент, приравниваются к 17 трлн. евро. Клиринговые компании обычно открываются при биржах или торговых площадках в целях произведения клиринга сделок, заключенных на данной бирже. Организационно центральный контрагент имеет совет директоров, наблюдательный совет и различные комитеты. Так в Eurex Clearing AG

См. также: Cecchetti S.G., Gyntelberg J., Hollanders M. Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives // BIS Quarterly Review. September 2009. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf (Дата обращения: 06.04.2020 г.).

264 Final Report on the Obligation for Financial Counterparties with a Limited Volume of Activities, ESMA, 14.11.2016 [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/document/final-report-clearing-obligation-financial-counterparties-limited-volume-activity (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

имеются комитеты по аудиту и рискам, по компенсационным вопросам, комитет по клирингу ПФИ, а также комитет по выполнению Регламента №648/2012/ЕС. С мая 2016 г. в Eurex Clearing AG была введена новая система клиринга биржевых и внебиржевых ПФИ C7. Данная система создана для выполнения требований европейского права с применением гибкого подхода к большим объемам сделок. Система C7 ориентирована на клиринг как биржевых, так и внебиржевых финансовых инструментов, что является инновационным подходом. Модель опирается на классификацию контрагентов, заложенную в Регламенте № 648/2012/ЕС, при этом на осуществление клиринга затрачивается меньше времени, а качество оказываемых услуг неукоснительно растет.

Несмотря на то, что вопросы клиринга являются относительно новыми для ЕС, они уже были затронуты Судом ЕС[265]. Решение по делу «Соединенное Королевство против Европейского Центрального банка» рассмотрело проблемы деятельности центральных контрагентов и распространение компетенции ЕЦБ на них. Предметом спора стал разработанный ЕЦБ в 2011 г. документ, посвященный надзору за финансовыми рынками («Eurosystem Oversight Policy Framework»). Документ предполагал «политику локации», целью которой являлось ограничение чрезмерно развитой рыночной инфраструктуры, расположенной вне Еврозоны. Идея была сформулирована следующим образом: «Естественным географическим расположением любой «домашней» рыночной инфраструктуры (включая центральных контрагентов) для ценных бумаг и ПФИ, заключаемых в евро, является Еврозона. Учитывая потенциальную системную важность клиринга ценных бумаг и систем разрешения споров, данная инфраструктура должна находиться в Еврозоне»[266]. Политика в

265 Case T-496/11 United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland v. European Central Bank.

266 Eurosystem Oversight Policy Framework. European Central Bank. 2011. [Электронный ресурс]

действительности не применялась ЕЦБ, однако была обжалована Великобританией, как способная оказать давление на деятельность центральных контрагентов, учрежденных в Лондоне. В данном вопросе Суд ЕС встал на сторону истца, постановив, что «ЕЦБ не должен иметь полномочий по регулированию деятельности центральных контрагентов»[267], так как полномочия ЕЦБ в соответствии с Договором о функционировании ЕС ограничены регулированием платежных систем[268]. Несмотря на то, что дело не было основано на реальных событиях или ущербе, оно является источником для разрешения некоторых правовых проблем и сложностей, связанных с развитием режима финансовой стабильности и роли в ней ЕС. Центральные контрагенты, деятельность которых затрагивает большие объемы сделок на ежедневной основе, не должны рассматриваться в качестве простой технической формальности, связанной с функционированием финансовых рынков, так как их роль в вопросах сдерживания и управления финансовыми рисками не может быть недооценена.

Регулирование деятельности центральных контрагентов подвергается постоянным изменениям и корректировкам. В ноябре 2016 г. были сформулированы предложения по мерам обеспечения выхода центральных контрагентов из кризисных ситуаций[269].

Подводя итог настоящей части диссертационного исследования,

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemoversightpolicyframework201607.en.pdf
(Дата обращения: 04.02.2021 г.)

267 Eurosystem Oversight Policy Framework. European Central Bank. 2011. [Электронный ресурс] https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemoversightpolicyframework201607.en.pdf (Дата обращения: 04.02.2021 г.).

268 Section 6 Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT (Дата обращения: 18.01.2020г.).

269 Creating a Stronger Financial System: New EU rules for the recovery and resolution of Central Counterparties [Электронный ресурс] http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3747_en.htm (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

необходимо отметить следующее.

Клиринг - это комплексный процесс, направленный на обеспечение исполнения договора ПФИ. Центральные контрагенты не только гарантируют выполнение обязательств сторонами сделки, но и играют важнейшую роль в повышении прозрачности на рынке, укреплении стабильности экономики и снижении системных рисков.

Закрепление правил клиринговой деятельности в ЕС стало важной частью реформы внебиржевых рынков ПФИ. Регулятором были введены нормы организации центральных контрагентов, особенности установления взаимоотношений с членами клиринговой группы и клиентами, оказывающими клиринговые услуги. В целях исполнения клирингового обязательства нормативно-правовые акты ЕС разделяют всех участников рынка на финансовых и нефинансовых контрагентов, которые в зависимости от степени их активности обязаны проходить клиринг.

3.1.2. Предоставление информации торговым репозитариям

Одним из пунктов программы лидеров Группы двадцати по выходу из кризиса стало введение обязательного предоставления информации торговым репозитариям, или «репортинга»[270].

Торговый репозитарий – это юридическое лицо, деятельность которого состоит в сборе, хранении и консолидации информации, связанной с внебиржевыми ПФИ. Торговые репозитарии являются частью рыночной инфраструктуры, и их обязанности и полномочия в ЕС регулируются Регламентом № 648/2012/ЕС.

Сущность обязательства о предоставлении информации сводится к следующему. Стороны договора о внебиржевом ПФИ передают определенную информацию торговому репозитарию, если хотя бы одна из них зарегистрирована в ЕС. Сведения, подлежащие передаче, устанавливаются отдельно для различных категорий ПФИ. Преимущественно передаются следующие данные:

1. Информация о сторонах и выгодоприобретелях договора ПФИ;
2. Общие характеристики договора, в том числе, класс ПФИ, базовый актив, номинальная сумма, цена и срок исполнения договора.

К процентным, валютным, товарным ПФИ и опционам выдвигаются особые требования по предоставлению информации.

Данные о сделке должны передаваться торговому репозитарию не позднее, чем на следующий день после заключения или изменения договора. В случае невозможности предоставить информацию о ПФИ торговым репозитариям, соответствующие данные должны быть переданы ЕОЦБР.

270 G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit. September 24-25, 2009, Pittsburgh [Электронный ресурс] http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

Закрепление статуса торговых репозитариев, а также введение обязательства по предоставлению информации о ПФИ было продиктовано несколькими причинами.

1. Торговые репозитарии - это юридические лица, чья деятельность способна разрешить проблему рыночной прозрачности. Предоставление информации о внебиржевых ПФИ позволяет европейским институтам, центральным банкам и другим компетентным органами получить информацию о рыночных процессах и рисках и использовать ее в целях стабилизации экономической ситуации.

2. Использование услуг торговых репозитариев положительно сказывается на деятельности непосредственных участников рынка. Репозитарий хранит подробную информацию о заключенных договорах, которая может быть истребована с согласия сторон.

3. Обязательство о предоставлении информации имеет всеобщий характер и распространяется на всех участников рыночных отношений вне зависимости от прохождения ими клиринга, что является безусловным преимуществом. Примечательно, что сбор данных торговыми репозитариями не нарушает правил об ограничении распространения информации сторонами договора.

Институт торговых репозитариев существовал и в докризисный период, однако их деятельность существенно отличалась. Ввиду отсутствия всеобщего обязательства о предоставлении информации сбор сведений производился исключительно при наличии желания сторон. Хаотичная консолидация информации о ПФИ не способствовала формированию общей картины рынков ПФИ. Более того, торговые репозитарии не были обязаны сотрудничать с национальными или наднациональными органами и предоставляли информацию о договорах исключительно по решению суда, так как ими строго соблюдались правила о конфиденциальности и

сохранности предоставленной информации. Отсутствовали унифицированные правила ведения деятельности торговыми репозитариями, чем объясняется несбалансированное качество предоставления услуг[271].

В настоящее время торговые репозитарии в ЕС регистрируются и оказывают услуги в соответствии с европейскими нормативно-правовыми актами.

Для получения права на оказание услуг торговым репозитариям необходима регистрации, предоставляемая ЕОЦБР. При выдаче разрешения на ведение деятельности ЕОЦБР проверяет у заявителей форму организации юридического лица, его собственников, учредительные документы, организационную структуру, сотрудников и особенности деятельности компании. Будущими торговыми репозитариями раскрываются схемы корпоративного управления, а также методы осуществления внутрикорпоративного контроля. Руководство торгового репозитария должно отвечать степени важности деятельности и иметь достаточный опыт в сфере финансовых рынков. Кроме того, финансовое состояние компании должно характеризоваться как стабильное и соответствующее реализации поставленных задач[272].

Разрешение на ведение деятельности является единым для ЕС и позволяет торговому репозитарию функционировать на территории всех государств-членов. Регистрация торговых репозитарев распространяется на указанные в заявлении классы ПФИ. Торговые репозитарии, зарегистрированные в третьих государствах, могут пройти процедуру

271 Okonjo J. Assessing the Impact of the Extraterritorial Provisions of the European Markets Infrastructure Regulation (EMIR) on Emerging Economies' OTC Derivatives Markets: A Doctrine of Proportionality, Perspective Challenges and Unresolved Issues // The Indian Journal of International Economic Law. vol. VII. 2015. P.1-51.

272 Commission Delegated Regulation (EU) No 150/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards specifying the details of the application for registration as a trade repository. OJ L 52. 23.02.2013. P. 25-32.

признания и на ее основании осуществлять свою деятельность в ЕС.

Деятельность торговых репозитариев основывается на положениях организационного и административного характера, которые, среди прочего, должны устранять потенциальные конфликты интересов между сотрудниками, руководством компании и клиентами. Юридические лица обеспечивают преемственность работы, а также следят за выполнением требований европейского законодательства. Условия пользования услугами торгового репозитария публикуются в открытом доступе. Торговые репозитарии могут по запросу клиентов предоставлять информацию о сделках с ПФИ обозначенному кругу лиц. Кроме того, торговые репозитарии должны отличаться операционной устойчивостью, в целях чего они выявляют источники рисков и снижают их посредством разработки соответствующих систем, контроля и процедур. Компании опираются на план деловой преемственности, а также разрабатывают пути выхода их кризисных ситуаций.

Ключевой особенностью деятельности репозитариев с точки зрения прозрачности является возможность ЕОЦБР и других компетентных органов на истребование какой-либо документации или информации, равно как и на проведение расследования в отношении определенного факта или деятельности органа в целом.

Конфиденциальность, целостность и защита полученных данных являются главенствующими принципами деятельности торговых репозитариев. Соблюдение требований к прозрачности означает то, что компания регулярно публикует взвешенные позиции по каждому классу ПФИ[273]. Кроме того, торговые репозитарии своевременно и точно регистрируют информацию, хранят ее в виртуальном и реальном формате в

273 Myles D. Here to Stay // IBA Financial Law Conference. International and Financial Law Review. June 2014. P. 26-27.

размноженном состоянии в целях обеспечения деловой преемственности.

Регистрационные взносы, подлежащие оплате торговыми репозитариями в ЕОЦБР, зависят от следующих критериев:

1. Количество классов ПФИ, которые покрывает деятельность торгового репозитария;
2. Оказание торговым репозитарием вспомогательных услуг.

В зависимости от выполнения указанных критериев регистрационный взнос составляет от 45 до 100 тыс. евро.

Кроме того, зарегистрированные торговые репозитарии выплачивают ежегодные надзорные взносы, сумма которых связана с их оборотом и объемом оказанных услуг. Минимальный надзорный взнос составляет 30 тыс. евро[274].

Нарушения, совершенные торговыми репозитариями намеренно или по небрежности, влекут наложение штрафов со стороны ЕОЦБР[275]. Они могут быть связаны с организационными требованиями, качеством оказания услуг, степенью прозрачности и препятствованием осуществлению надзора[276]. Суммы штрафов находятся в зависимости от годового оборота торговых репозитариев и могут достигать 20 тыс. евро. ЕОЦБР также вправе накладывать периодические штрафы в целях прекращения систематического нарушения правил деятельности торговых репозитариев. Информация о наложенных штрафах и текущих разбирательствах публикуется на сайте ЕОЦБР. Суд ЕС обладает полномочиями по отмене, изменению или увеличению штрафа, примененного ЕОЦБР.

274 Commission Delegated Regulation (EU) No 1003/2013 of 12 July 2013 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to fees charged by the European Securities and Markets Authority to trade repositories OJ L 279. 19.10.2013. P. 4-9.

275 Ст. 65 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.

276 Annex 1. 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.

По состоянию на январь 2020 г. ЕОЦБР зарегистрировал в качестве торговых репозитариев восемь компаний, причем деятельность большинства из них распространяется на все классы ПФИ[277].

Услуги торговых репозитариев оказываются на возмездной основе. Взимаемые взносы состоят из постоянной и переменной части. Каждый торговый репозитарий устанавливает минимальные ежегодные взносы, составляющие от 2 до 5,4 тыс. евро. Помимо этой фиксированной ставки торговыми репозитариями применяются переменные ставки, рассчитываемые относительно отдельных транзакций, а также комиссионные сборы по открытым позициям. Как правило, ставки рассчитываются таким образом, что чем больше операций осуществляет компания, тем ниже для нее стоимость предоставления информации торговым репозитариям[278].

Предоставление информации торговым репозитариям как одно из направлений реформы рынка внебиржевых ПФИ в ЕС, безусловно, является неотъемлемым инструментом рыночного контроля. Важность введения процедуры репортинга проявляется в возможности проследить актуальные рыночные процессы и установить закономерности и тенденции развития рынка внебиржевых ПФИ.

277 См.: [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

278 См.: [Электронный ресурс] https://www.cappitech.com/blog/what-are-emir-regulation-derivative-reporting-fees-charged-by-trade-repositories/ (Дата обращения: 30.05.2018 г.).

3.1.3. Заключение договоров с ПФИ на биржевом и внебиржевом пространстве

С начала 1990-х гг. на трейдинговом пространстве ЕС была отмечается следующая динамика.

С 1993 г. Директива «Об инвестиционных услугах» начала распространяться на регулирование торговых площадок в ЕС. Документом был предусмотрен только один тип торговых площадок: регулируемые рынки. К ним относились постоянно функционирующие платформы для совершения сделок с финансовыми инструментами, действующие на основе установленной совокупности правил[279]. Директива способствовала упрощению пользования клиентами регулируемых рынков в целях снижения количества внебиржевых операций[280].

В апреле 2004 г. был принят документ, коренным образом повлиявший на формирование и функционирование финансовых рынков ЕС. В соответствии с «Планом действий в сфере финансовых услуг» 1999 г., Евросоюз разработал Директиву № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов»[281], направленную на укрепление правовой основы регулирования инвестиционных услуг и финансовых рынков[282]. В рамках процесса Ламфалусси данная директива является документом «первого уровня», устанавливающим основополагающие принципы регулирования

279 Ст. 1 Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field. OJ L 141. 11.6.1993. P. 27–46.

280 Warren M.G. III The European Union’s Investment Services Directive // University of Pennsylvania Journal of International Law. Vol. 15:2. 1994. P. 181-220.

281 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. OJ L 145. 30.04.2004. P. 1-44.

282 Касьянов Р.А. Общие тенденции правового регулирования рынка ценных бумаг в Европейском союзе // Законы России: опыт, анализ, практика. № 4. 2013 г. С. 93-97.

рынка финансовых инструментов[283]. Важность Директивы № 2004/39/ЕС заключается в том, что она распространила свое влияние на вопросы классификации инвестиционных фирм и их клиентов, порядок выполнения заказов, установила нормы пре- и посттрейдинговой прозрачности, а также затронула другие важнейшие сферы функционирования рынка финансовых инструментов в ЕС.

В соответствии с Директивой № 2004/39/ЕС трейдинговое пространство приобрело следующий вид. Регулируемые рынки по-прежнему оставались единственным видом признанных площадок. Все иные формы трейдинга отнесены к внебиржевой торговле. Помимо регулируемого рынка в документе выделено понятие «многосторонней торговой площадки» (далее – МТП). Исследователи финансовых рынков разделились во мнении относительно места многосторонней площадки в трейдинговом пространстве. Некоторые считают, что данная платформа не имеет существенных отличий от регулируемого рынка. Однако существует и мнение, что МТП – это «квази-биржа» или одна из форм альтернативных трейдинговых систем[284].

Кроме того, благодаря Директиве № 2004/39/ЕС было уточнено понятие «регулируемого рынка»: это постоянно функционирующая многосторонняя система, управляемая оператором рынка, деятельность которой направлена на сведение многосторонних интересов по покупке и продаже финансовых инструментов в недискриминационной форме в целях заключения договора.

Несмотря на то, что влияние Директивы №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» рассматривается в целом как положительное, в 2010 г. был запущен процесс пересмотра документа. Это произошло по

283 Касьянов Р.А. Европейский опыт правового регулирования финансовых рынков и возможности его применения в России // Вестник МГИМО Университета. 2013. № 4 (31). С. 267-274.

284 Siems M.M. The Foundations of Securities Law // European Business Law Review. 2009. Issue 1. P. 141-171.

нескольким причинам. Во-первых, по прошествии шести лет с момента принятия документа его положения относительно устарели и не могли более отвечать нуждам финансовых рынков Евросоюза. Во-вторых, в 2007-2008 гг. коммунитарные финансовые рынки пострадали от последствий мирового финансового кризиса, поставившего под сомнение положения Директивы №2004/39/ЕС.

Безусловно, заключение сделок вне биржи характеризуется определенными недостатками, среди которых можно выделить фрагментацию рынков, снижение ликвидности, непрозрачное ценообразование и изменчивость цен. В то же время внебиржевая торговля отличается низкой стоимостью транзакций, высокой скоростью заключения сделок и конфиденциальностью, что привлекает стороны договора осуществлять операции именно в такой форме[285]. Злоупотребление игрой на внебиржевом пространстве привело в 2007-2008 гг. к обвалу финансовых рынков США, а затем и во всем мире. Как это было отмечено выше, Группа двадцати взяла на себя инициативу по проведению реформы регулирования внебиржевого рынка, которая была активно поддержана ведущими мировыми экономиками. В частности, были введены требования по осуществлению сделок со стандартизированными ПФИ на многосторонних или организованных торговых площадках, обязательное проведение центрального клиринга, а также предоставление информации о сделках торговым репозитариям[286].

После длительных обсуждений по прошествии десяти лет с момента принятия Директивы «О рынках финансовых инструментов», 15 мая 2014 г.

285 См.: [Электронный ресурс] http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/08/pink-sheets-ottcb.asp (Дата обращения: 01.06.2018 г.).

286 Rauterberg G.,Verstein A. Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform // Virginia Journal of International Law. Vol. 54. 2013. P. 9- 50.

принято новое издание документа (MIFID II)[287], которое было дополнено Регламентом № 600/2014/ЕС (MIFIR)[288]. Среди причин принятия документа в новой редакции - практически игнорировавшийся ранее в нормативно-правовых актах ЕС вопрос регулирования рынка ПФИ.

Ключевыми нововведениями Регламента стали правила об обязательном заключении определенных сделок с ПФИ на регулируемых площадках. Сделки, достигнутые между финансовыми контрагентами и нефинансовыми контрагентами в соответствии с нормами Регламента № 648/2012/ЕС[289], не являющиеся внутрикорпоративными операциями, должны заключаться исключительно на четырех видах площадок:

1. Регулируемые рынки;
2. Многосторонние торговые площадки;
3. Организованные торговые площадки;
4. Зарубежные торговые площадки, в отношении которых Еврокомиссией было принято соответствующее решение.

Остановим внимание на каждом типе регулируемых площадок.

Регулируемый рынок – это многосторонняя система, управляемая оператором рынка, которая является платформой для осуществления покупок и продаж прав на финансовые инструменты третьими лицами. Целью функционирования регулируемых рынков является заключение договора в отношении финансовых инструментов, допущенных до торгов, в недискриминационной форме[290]. Регулируемые рынки включают

287 Dalhuisen J.H. Financial Services, Products, Risks and Regulation in Europe after the EU 1998 Action Plan and Basle II // European Business Law Review. Issue 5. 2007. P. 819-1091.

288 Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 // OJ L 173, 12.6.2014, p. 84–148.

289 Ст. 10(1)(б) 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59

290 П. 21 ст. 4 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

крупнейшие биржи ЕС, а также другие площадки, ориентированные на малый и средний бизнес.

К регулируемым рынкам выдвигаются следующие требования. Индивидуальная авторизация на уровне государства-члена ЕС является обязательным условием функционирования площадки. Регулируемые рынки управляются операторами, состав и деятельность которых строго регламентированы. На данный тип площадок распространяются жесткие пре- и посттрейдинговые правила прозрачности[291]. Регулируемые рынки устанавливают обязательства по раскрытию информации эмитентом и по предотвращению рыночных злоупотреблений[292].

ЕОЦБР ведется реестр регулируемых рынков на основе данных, предоставленных государствами-членами. По состоянию на апрель 2018 г., ЕОЦБР имел информацию о 102 регулируемых рынках в ЕС[293]. Доступ инвестиционных фирм к регулируемым рынкам другого государства-члена ЕС осуществляется посредством регистрации дочернего предприятия в данном государстве за счет получения статуса удаленного члена или удаленного доступа к регулируемому рынку, если внутренние правила площадки позволяют производить заключение сделок без личного присутствия[294].

Регулируемые рынки могут быть, в свою очередь, разделены на рынки первого и второго уровней. К рынкам первого уровня, как правило, относятся

291 Касьянов Р.А. MIFID II и MIFIR усиливают концепцию прозрачности в рамках формирующегося единого европейского финансового рынка // Финансовое право. 2018. № 12. С. 9-12.

292 Ferrarini G., Moloney N. 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. 2012. P. 557-597.

293 См.: [Электронный ресурс] https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_rma (Дата обращения: 01.06.2018 г.).

294 Ст. 30 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

рынки государств-членов с наибольшей защитой инвесторов и строгими требованиями для доступа, то есть крупные биржи, в то время как регулируемые рынки второго уровня охватывают компании малого и среднего бизнеса[295].

Статус регулируемого рынка был рассмотрен Генеральным адвокатом в деле, переданном на рассмотрение Суда ЕС. По мнению Генерального адвоката Кампос Санчез-Бордона (M.C.Sánchez-Bordona), регулируемый рынок обладает следующими характеристиками. Это многосторонняя, а не двусторонняя торговая система, управляемая оператором рынка, который действует независимо от покупателей и продавцов. На площадке производится аккумуляция интересов по покупке и продаже финансовых инструментов. Деятельность на платформе ведет к заключению договоров и осуществляется на недискриминационной основе[296].

Многосторонняя торговая площадка – это система, в которой происходит заключение договоров между сторонами, заинтересованными в покупке или продаже финансовых инструментов[297]. С первого взгляда, различия между регулируемым рынком и многосторонней площадкой отсутствуют, но в действительности, имеются особенности правового и функционального характера, свойственные каждому типу торговых площадок.

Основным отличием является тот факт, что многосторонняя площадка представляет собой внебиржевую систему, являясь альтернативой классическим биржевым формам организации. Положительными характеристиками многосторонней торговой площадки являются высокая скорость осуществления операций, в том числе, с использованием

295 Siems M.M. The Foundations of Securities Law // European Business Law Review. 2009. Issue 1. P. 141-171.
296 Case C-658/15 Robeco Hollands Bezit NV and Others v Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM).
297 П.19 ст. 4 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

высокоскоростной торговли[298], и низкая транзакционная стоимость сделок[299]. Появление многосторонних торговых площадок посредством введения их в 2007 г. Директива «О рынках финансовых инструментов» создала дополнительные стимулы для развития конкуренции среди европейских площадок. Зачастую многосторонние торговые площадки управляются инвестиционными банками. В настоящее время эти положения получили развитие в рамках нового законодательного пакета: MIFID II и MIFIR[300].

Нововведением Директивы 2014 г. «О рынках финансовых инструментов» стали **организованные торговые площадки**. Это многосторонние системы, не являющиеся регулируемыми рынками или многосторонними торговыми площадками, на которых заключаются сделки с облигациями, структурированными финансовыми продуктами, квотами и ПФИ[301].

Инвестиционные фирмы, желающие быть зарегистрированными в качестве операторов организованных торговых площадок должны осуществлять это посредством национальных компетентных органов. Операторы обязаны быть нейтральными с точки зрения обеспечиваемой ими прозрачности, а также в вопросах установления равных и недискриминационных условий доступа к торговой площадке[302].

Между многосторонними и организованными торговыми площадками можно выделить два принципиальных отличия. Во-первых, операторы

298 Касьянов Р.А. MIFID II: регулирование алгоритмической торговли и высокочастотной алгоритмической торговли. // Финансовое право. 2018. № 6. С. 3-7.

299 Kristen F.G.H. Integrity on European Financial Markets: Background, Objectives, Reasons, Overall Contents and Implications of the MAD // European Company Law. Vol. 4. 2005. P. 13-21.

300 Касьянов Р.А. MIFID II: регулирование деятельности финансовых торговых площадок в ЕС. // Финансы и управление. 2018. № 2. С. 13-21.

301 П.20 ст. 4 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

302 Buckley J., Howarth D., Quaglia L. Internal Market: The Ongoing Struggle to ‘Protect’ Europe from Money Men // Journal of Common Market Studies. 2012. Volume 50. P. 99-115.

организованных торговых площадок уполномочены проводить сделки с облигациями, структурированными финансовыми продуктами, квотами и ПФИ. Во-вторых, на операторов организованных площадок будет распространяться обязательство по защите инвесторов, что связано с высокой степенью их независимости при принятии решений[303].

Обращаясь к упомянутому выше Мнению Генерального адвоката, организованные торговые площадки были созданы для осуществления операций с ПФИ. Оператор организованной торговой площадки располагает большей свободой по сравнению с оператором многосторонней торговой площадки, так как он может выполнять заказы на свое усмотрение в соответствии с требованиями претрейдинговой прозрачности и обязательством наилучшего исполнения[304].

С точки зрения инвестиционных фирм очевидно, что режим организованных торговых площадок является более преференциальным, поскольку он позволяет расширить сферу деятельности площадки с возможным привлечением более широкого круга клиентов. Несколько двойственная классификация Директивы № 2014/65/ЕС создала возможность для внебиржевого сектора функционировать на уровне регулируемых рынков и многосторонних торговых площадок, не подпадая под режим данных площадок[305].

Необходимо отметить, что некоторые ученые относят к внебиржевой торговле альтернативные трейдинговые системы (АТС). Многосторонние и организованные торговые площадки иногда классифицируются как квази-

303 Aron T. Organized Trading Facility: How They Differ from MTFs // Financier Worldwide Magazine, July 2015. P. 1-12.

304 Case C-658/15 Robeco Hollands Bezit NV and Others v Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM).

305 Ferrarini G., Moloney N. 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. 2012. P. 557-597.

биржи[306]. В то же время можно говорить о категории платформ, не относящихся к трем видам, предусмотренным Директивой № 2014/65/ЕС. Как правило, они представляют собой компьютеризированные и автоматизированные системы исполнения заказов в реальном времени. Как и другие внебиржевые рынки, АТС в основном используются институциональными и профессиональными инвесторами[307]. Помимо этого, к внебиржевой торговле относится интернализация. В соответствии с определением, содержащимся в Директиве № 2014/65/ЕС, компанией, осуществляющей внутреннее исполнение клиентских заявок, является инвестиционная фирма, которая организованно, регулярно и систематически действует от своего имени для исполнения заказов клиентов вне пределов регулируемых рынков, многосторонних или организованных торговых площадок[308].

Правило, устанавливающее необходимость заключать сделки со стандартизированными ПФИ на регулируемых площадках, называется «трейдинговым обязательством». Первоначальный план регулятора состоял в том, что клиринговое и трейдинговое обязательства должны были распространяться на одни и те же виды внебиржевых ПФИ.

Регулятивные технические стандарты предполагают запуск трейдингового обязательства на ПФИ в зависимости от двух основных факторов:

1. Критерий торговой площадки: определенный класс ПФИ должен быть допущен до трейдинга или торговаться на одной из допустимых торговых площадок, и

306 Nelson P. Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID. Cambrigde University Press. 2008. P. 419.

307 Siems M.M. The Foundations of Securities Law // European Business Law Review. 2009. Issue 1. P. 141-171.

308 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

2. Критерий ликвидности: является ли ПФИ достаточно ликвидным и имеется ли интерес третьих сторон и покупательный интерес по отношению к данному классу ПФИ.

По истечении шести месяцев после признания определенного класса ПФИ подлежащим обязательному клирингу, ЕОЦБР должен подготовить и представить Еврокомиссии проект регулятивного технического стандарта в отношении трейдингового обязательства, распространяющегося на данный класс ПФИ. В рамках подготовки проекта данного документа ЕОЦБР разработал критерии «достаточной ликвидности» и «достаточного интереса третьих сторон и покупательного интереса к определенному классу ПФИ». Оба критерия являются относительно расплывчатыми и не могут не вызывать вопросов как со стороны государств-членов ЕС, так и со стороны участников рынка внебиржевых ПФИ. В связи с этим в сентябре 2016 г. ЕОЦБР была опубликована дискуссионная бумага на тему трейдингового обязательства по внебиржевым ПФИ, призывающая участников рынка поделиться мнением по поводу возможных регулятивных нововведений. Среди них, как предполагается, будут учитываться следующие показатели:

1. Средняя частота и объем продаж;
2. Число и тип участников рынка;
3. Средний размер спредов;
4. Предполагаемое влияние установления трейдингового обязательства на ликвидность;
5. Размеры сделок, к которым оно будет применяться.

Из описанного выше можно сделать следующий вывод: европейским регулятором заложена база для массового перевода заключения сделок в отношении стандартизированных ПФИ с внебиржевого пространства на регулируемые площадки для осуществления лучшего контроля и предотвращения возможного негативного влияния на экономику и

финансовые рынки Евросоюза.

Несмотря на то, что в соответствии с первоначальными планами регулятора клиринговое и трейдинговое обязательства должны были быть приведены к одному знаменателю, в 2019 году вектор поменялся. Было принято решение об освобождении малых финансовых контрагентов от клирингового обязательства. Тем не менее, трейдинговое обязательство в отношении них отменено не было. В связи с этим ЕОЦБР в специальной публикации на веб-сайте разъяснил свою позицию по поводу асимметрии в клиринговом и трейдинговом обязательстве для определенного круга контрагентов. Органом рассматривается возможность освобождения малых финансовых контрагентов и от трейдингового обязательства по аналогии с клиринговым, но пока такое решение принято не было[309].

В рамках реализации ст. 32 Регламента «О рынках финансовых инструментов» Еврокомиссией был принят делегированный регламент относительно видов ПФИ, допускающихся до торгов на регулируемых рынках[310]. В соответствии со ст. 5 документа, ПФИ допускаются к торгам на регулируемом рынке, если:

1) условия договора ясны и не вызывают сомнений и позволяют проследить связь между финансовым инструментом и ценой базового актива;

2) цена базового актива является достоверной и находится в открытом доступе;

3) доступна информация о соответствующем виде ПФИ.

Необходимо отметить, что Регламент № 600/2014 устанавливает ряд

309 MiFIR implementation considerations regarding the trading obligation following the entry into force of EMIR Refit. Public Statement. [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-1436_public_statement_mifir_dto.pdf (Дата обращения: 22.04.2020 г.).

310 Commission delegated regulation (EU) 2017/568 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the admission of financial instruments to trading on regulated markets. OJ L 87/117. P.117-121.

исключений из трейдингового обязательства. К ним относятся внутрикорпоративные сделки, операции, связанные с пенсионными выплатами, сделки, заключаемые на нерегулярной основе, и другие ПФИ, на которые не распространяется клиринговое обязательство.

В соответствии со ст. 70 Директивы № 2014/65/ЕС, контроль за выполнением трейдингового обязательства ложится на компетентные органы государств-членов, которые имеют право введения административных или уголовных санкций за нарушение положений соответствующих регламента или директивы.

Описанные выше положения нормативно-правовых актов свидетельствуют о том, что в планы европейского регулятора не входил полный запрет заключения договоров с ПФИ вне биржи. Интерес представляло установление тщательного контроля за рынком ПФИ посредством переведения определенной группы финансовых инструментов из внебиржевой среды на регулируемые рынки. Это подтверждается несколькими факторами. Во-первых, ст. 64 Директивы № 2014/65/ЕС устанавливает требования к публикации сведений об определенных сделках с ПФИ, заключенных на внебиржевом пространстве. Во-вторых, Директива содержит массив норм, косвенно влияющих на регулирование ПФИ вне биржи, среди которых правила деятельности инвестиционных фирм, которые чаще других становятся участниками сделок с ПФИ на регулируемых площадках и вне биржи[311], требование об авторизации всех инвестиционных фирм компетентными органами государств-членов[312], а также нормы о доступе инвестиционных фирм к центральным контрагентам и другим клиринговым учреждениям.

311 Глава 2 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

312 Ст. 5 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

Таким образом, связанные друг с другом Директива и Регламент «О рынках финансовых инструментов» (MIFID II и MIFIR) существенно изменили архитектуру регулирования операций с ПФИ в ЕС: большинство контрагентов были вынуждены перейти к заключению договоров на регулируемых рынках или квази-биржевых площадках. Для множества профессиональных участников рынка деятельность вне зарегистрированных платформ останется за рамками закона. При этом операции, произведенные на многосторонних и организованных торговых площадках, де-юре относятся к внебиржевым сделкам. Развитие новых платформ положительно сказывается на увеличении прозрачности и стабильности функционирования рынка ПФИ и способствует упрощению контроля со стороны надзорных органов. На практике же игрокам рынка приходится сталкиваться с увеличением транзакционных расходов, которые неизбежно выплачиваются (квази)биржам за посредничество, и существовать в условиях снижающейся ликвидности. Как известно, конъюнктура внебиржевого рынка ПФИ сказывается не только на состоянии финансовых рынков, но и на реальной экономике, так как владельцами и производителями базовых активов являются физические и юридические лица, зачастую не имеющие отношения к миру финансов. Эти факторы могут негативно сказаться на функционировании экономики Евросоюза в будущем, несмотря на то, что с момента вступления в силу трейдингового законодательства участники рынка не выражали недовольства принятыми нормами. И это объяснимо, поскольку еще свежи в памяти последствия мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг., повторение которого не хотело бы ни руководство государств-членов ЕС, ни сами пользователи финансовых услуг. Налицо пример, когда физические и юридические лица готовы поступиться некоторой выгодой ради сохранения стабильности финансовых рынков на европейском пространстве.

3.1.4. Механизмы снижения рисков, связанных с ПФИ

Нормативно-правовые акты Евросоюза в сфере внебиржевых ПФИ не ограничиваются установлением правил клиринга центрального контрагента и предоставления информации торговым репозитариям. Дополнительными инструментами регулирования являются механизмы снижения рисков – совокупность средств и методов, применение которых направлено на поддержание экономической стабильности и прозрачности, а также предотвращение существенных экономических убытков.

Механизмы снижения рисков имплементированы в европейские нормативно-правовые акты в соответствии с пакетом требований к договорам, не прошедшим клиринг, принятым Базельским комитетом по банковскому надзору и Международной организацией комиссий по ценным бумагам[313].

Если договор не проходит клиринг центрального контрагента, стороны могут не выявить потенциальные риски от совершения определенной сделки. Так как клиринговое обязательство не носит всеобъемлющий характер, европейским регулятором были предусмотрены особые методы снижения рисков, направленные на предотвращение негативного влияния заключения договоров с ПФИ на экономику ЕС. Требования об обязательном применении методов снижения рисков были закреплены в Регламенте № 648/2012/ЕС, а разработкой регулятивных технических стандартов занимается ЕОЦБР. Нормативно-правовое закрепление механизмов снижения рисков стало результатом длительной апробации данных инструментов на реальном рынке[314].

Примечательно, что данные методы включают как пре- так и

313 См.: [Электронный ресурс] http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.htm (Дата обращения: 31.05.2020 г.).

314 Browne P. Respond to change // International Financial Law Review. February 2010. С. 1-40.

посттрейдинговые действия. Универсальный характер методов делает их стратегически важными элементами современного регулирования.

Выделяются следующие методы снижения рисков.

1. **Своевременное подтверждение (*timely confirmation*)** представляет собой установление факта единообразного трактования сторонами условий договора. В широком смысле требование включает в себя создание наиболее детализированных условий договора или ссылку на применение определенных рамочных условий. В процессе подтверждения осуществляется проверка таких показателей, как подверженность риску, подсчет маржинальных требований, осуществление исполнения обязательства и проч. Своевременное подтверждение обеспечивает правовую определенность и операционную эффективность, что, в свою очередь является шагом к формированию безопасных и надежных финансовых рынков.

Подтверждение должно осуществляться, по возможности, в электронной либо в письменной форме. Подтверждение может быть выражено в виде прямого согласия или отсутствия несогласия. Сторонам, заключающим комплексный или нестандартизированный договор ПФИ, может потребоваться осуществление дополнительных процедур в целях проведения своевременного подтверждения. В зависимости от видов ПФИ, для них установлены сроки подтверждения от одного до семи дней.

Своевременное подтверждение является средством снижения рисков, подлежащим обязательному применению как финансовыми, так и нефинансовыми контрагентами вне зависимости от превышения ими клирингового порога.

2. **Согласование портфелей (*portfolio reconciliation*).** В целях снижения рисков процедура согласования портфелей обязывает стороны договора произвести комплексную проверку условий договора сторонами

для выявления расхождений в понимании его ключевых положений. Согласование производится в письменном виде или посредством электронных средств связи исключительно до заключения договора. Частота осуществления согласования зависит от количества договоров, заключаемых между сторонами. К примеру, стороны, число договоров между которыми превышает пятьсот, производят согласование портфелей на ежедневной основе. Частота проведения процедуры зависит также от категории сторон договора. Согласование портфелей является требованием, распространяющимся на все категории сторон договоров с ПФИ. Финансовые и нефинансовые контрагенты, превышающие клиринговый порог, обязаны производить согласование портфелей с большей регулярностью, чем другие нефинансовые контрагенты, при этом частота проведения процедуры зависит от уровня их активности на рынках ПФИ. Среди сверяемых вопросов – цена, дата исполнения, платежи, валюта, базовый актив и др.

Несмотря на положительные результаты применения согласования портфелей, сама процедура и требования к ее проведению представляют собой запутанную схему, что создает дополнительные препятствия для участников рынка[315]. Для некоторых уязвимых сторон договора с ПФИ (нефинансовые контрагенты малого бизнеса, малые финансовые компании, контрагенты из третьих стран) выполнение согласования портфелей в установленный срок представляет собой сложную задачу. ЕОЦБР было подтверждено, что с учетом сложности соблюдения всех предписанных процедур согласование портфелей может осуществляться на основе «негативного подтверждения». Отсутствие возражений по тексту договора в некоторых случаях может приниматься за проведенную процедуру.

Согласование портфелей может производиться не только на

315 Sholem, M. Scope for Improvement // International Financial Law Review. May 2014. P. 42.

двусторонней основе, но и посредством третьих лиц. Тем не менее, юридическая ответственность за выполнение требования остается на сторонах договора.

3. **Сжатие портфеля *(portfolio compression)*** - это операция, в рамках которой стороны договора полностью или в части прекращают действие некоторых или всех договоров с ПФИ и производят их замену новыми договорами, при этом номинальная цена всех договоров снижается, равно как и окончательная сумма, подлежащая выплате[316]. Это производится за счет выявления договоров, сделки по которым были завершены. Договоры становятся меньшими по объему, что позволяет осуществлять более простое управление портфелем.

Процедура сжатия портфеля не является обязательной, и предусмотрена для финансовых и нефинансовых контрагентов, число незавершенных сделок с которыми превышает пятьсот. Сжатие портфеля может производиться на дву- или многосторонней основе. Двустороннее сжатие предполагает непосредственное взаимодействие сторон договора, в то время как многосторонняя процедура осуществляется внутри определенной группы и дает, чаще всего, более качественные результаты.

Сведения о сжатии портфелей должны предоставляться при проведении клиринга центрального контрагента.

Услуги сжатия портфелей оказываются многочисленными компаниями, которые, в отличие от центральных контрагентов и торговых репозитариев, не регулируются на европейском уровне. Инвестиционные фирмы и операторы рынка, производящие сжатие портфелей, должны публиковать объемы сделок посредством особой системы публикации (Approved Publication Arrangement).

316 П. 47 ст. 2 Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 OJ L 173 P. 84-148.

Многочисленные исследования доказывают, что сжатие портфелей является одним из наиболее действенных средств снижения рисков сторон договора ПФИ[317].

4. **Разрешение споров *(dispute resolution)*** направлено на снижение рисков, связанных с договорами, не прошедшими клиринг центрального контрагента. Вступая в договор, стороны должны преждевременно обговорить процедуру рассмотрения любого возможного спора. Участниками договора могут быть выбраны такие классические или альтернативные методы урегулирования споров, как третейский суд или механизм рыночного голосования. Стороны договора должны оповещать ЕОЦБР о спорах, связанных с их деятельностью.

5. **Обмен залоговыми обязательствами (*collateral exchange*).** Стороны договоров ПФИ, не прошедших клиринг центрального контрагента, должны обмениваться залоговыми обязательствами в виде вариационных маржей. Вариационная маржа представляет собой гарантийный взнос, взимаемый сторонами для покрытия изменения рыночных цен на открытые договоры. Крупные участники рынка должны производить обмен первоначальными маржами, покрывающими текущие или возможные убытки, связанные с неисполнением обязательств сторонами или хеджированием рисков[318].

6. **Ежедневный mark-to-market** или «сравнение с рынком» предполагает оценку действительной стоимости ПФИ на основании сравнения предлагаемой продавцом цены с рыночным уровнем цен на

317 D'Errico M., Roukny T. Compressing over-the-counter markets. Working paper. European Systemic Risk Board [Электронный ресурс] https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp44.en.pdf (Дата обращения: 07.04.2020 г.).

318 Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251 of 4 October 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards for risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty. OJ L 340. P.9-46.

аналогичные ПФИ. Казалось бы, концепция mark-to-market лежит в основе рыночной экономики и является основным негласным принципом заключения любой сделки. Тем не менее, концепция приобретает особую актуальность в сфере ПФИ в связи с тем, что многие договоры заключаются на основании согласованных ранее условий посредством рамочного договора. Так как рынок ПФИ является высоколиквидным пространством, изменение цен на котором происходит с очень высокой скоростью, проверка актуальности цен должна производиться на ежедневной основе. Mark-to-market способствует установлению большей прозрачности и обоснованности принятия инвестиционных решений.

Методы снижения рисков являются неотъемлемой частью регулирования внебиржевых ПФИ в ЕС. Их использование положительно сказывается на стабильности и прозрачности рынков. Разнообразные методы снижения рисков применяются универсально ко всем типам ПФИ в том числе, к тем договорам, на которые не распространяются клиринговое, трейдинговое и репортинговое обязательства, тем самым, обеспечивая их защиту.

3.2. Правовое регулирование отдельных видов производных финансовых инструментов

Рынок кредитно-дефолтных свопов (далее – КДС) представляет собой относительно новое экономическое явление. Его стремительное развитие началось в последнем десятилетии XX века. В период с 2001 по 2007 гг. объем сделок с КДС увеличился в десять раз[319]. По мнению многих авторитетных экономистов, злоупотребление популярным финансовым инструментом стало одной из причин развития мирового финансового кризиса, зародившегося в США в 2007 г. В кулуарах Уолл-Стрит рынок КДС называют «джентльменским клубом элитарных и наиболее престижных финансовых учреждений мира»[320].

В конце XX века КДС стали продаваться для обеспечения корпоративных и муниципальных облигаций. К 2000 г. объем рынка КДС достиг 900 млрд. долларов США, при этом его функционирование практически не вызывало нареканий. На нем присутствовало ограниченное число участников, что обеспечивало определенную стабильность данного финансового сектора.

В начале 2000-х гг. рынок КДС начал существенно меняться:

- Появился вторничный рынок КДС, участниками которого стали многочисленные покупатели и продавцы кредитной защиты. Рост количества участников рынка и объема операций усложнил проверку финансовой надежности контрагентов.

319 См.: Press Release, Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC Values Additional CDS Contracts in Trade Information Warehouse at $5.7 Trillion (Aug. 3, 2009) [Электронный ресурс] http://www.dtcc.com/news/press/releases/2009/cds_contract_values.php (Дата обращения: 27.07.2020 г.).

320 O'Connor B.R. Taming the Wild West of Wall Street: Regulating Credit Default Swaps after the Dodd-Frank // The John Marshall Law Review. № 48. 2015. P. 565-604.

- КДС стали использоваться для переноса кредитных рисков со структурированных инвестиционных продуктов, таких как ценные бумаги, обеспеченные залогом или ипотекой (asset-backed securities and mortgage-backed securities) и долговых обязательств, обеспеченных залогом (collateralized debt obligation). Опасность использования КДС для перечисленных инструментов заключается в отсутствии возможности установить первоначального создателя договора для проверки надежности конкретного займа или облигации.
- Рынок стал площадкой для спекулятивных операций: покупатели и продавцы кредитной защиты более не являлись действительными владельцами базовых активов и заключали договоры не в целях хеджирования, а для получения быстрой прибыли за счет перепродажи.

Результатом перечисленных изменений стало то, что к концу 2007 г. объем мирового рынка КДС превысил 47 трлн. долларов США. По подсчетам специалистов, половину объема рынка составляли спекулятивные сделки[321]. Неконтролируемое использование КДС стало одним из факторов развития мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. и его многочисленных негативных последствий, описанных выше.

В результате публичных консультаций и исследований, проведенных Еврокомиссией, данный институт ЕС пришел к выводу, что на использование КДС не должен накладываться полный запрет: при умеренном обращении сделки по своей сути являются лишь средством хеджирования и положительно сказываются на функционировании экономики ЕС. Экономические преимущества КДС проявляются в обеспечении высокого уровня ликвидности, раскрытии ценовой информации и повышении

321 Zabel R.R. Credit Default Swaps: From Protection to Speculation // Pratt's Journal of Bankruptcy Law. September 2008. P. 546-552.

экономической эффективности сделок. КДС содержат механизм по предотвращению чрезмерного завышения цен на ценные бумаги и невысокую транзакционную стоимость. Соответственно, регулятивное вмешательство должно быть пропорциональным и применяться лишь при наличии реальной рыночной угрозы[322]. В настоящий момент правила заключения сделок с КДС закреплены в следующих нормативно-правовых актах. Во-первых, на КДС распространяются упомянутые выше Регламент №648/2012/ЕС, Директива № 2014/38/ЕС и Регламент № 600/2014/ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014 г. Во-вторых, существуют и специализированные нормативно-правовые акты в сфере КДС. В 2012 г. был принят Регламент Европейского Парламента и Совета ЕС №236/2012/ЕС «О коротких продажах и некоторых аспектах кредитно-дефолтных свопов» (далее - Регламент №236/2012/ЕС)[323]. При разработке документа Еврокомиссией был выделен ряд нормотворческих средств, индивидуальное или комбинированное применение которых может быть введено в целях установления контроля за рынком КДС. Среди них – ограничение на короткие продажи, строгие правила заключения сделок, обеспечение прозрачности на рынках, а также контроль за действиями участников рынка[324]. Интересно, что регламент был принят раньше документов общего характера, упомянутых выше. Это произошло ввиду того, что КДС имели наихудшую репутацию среди всех ПФИ и требовали немедленного законодательного вмешательства.

Регламент №236/2012/ЕС содержит различные требования о раскрытии

322 Худякова Л.С., Сидорова Е.А., Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. № 4. 2014. С. 28-34.

323 См.: Regulation (EU) No 236/2012 Of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps, OJ L 86/1. P.3-26.

324 См.: Proposal for a Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps - Frequently asked questions [Электронный ресурс] URL:http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-409_en.htm?locale=EN (Дата обращения: 27.07.2020 г.).

информации участниками сделок с КДС. Был введен двухуровневый режим прозрачности: участниками регулируемых рынков и многосторонних трейдинговых площадок должна публиковаться информация об их позициях КДС, а также они должны предоставлять данные сведения национальным компетентным органам.

Заключение договоров с КДС стало возможным лишь в том случае, если это не приводило к появлению непокрытой позиции по КДС без обеспечения (uncovered position). Для определения активности продавцов на рынке КДС регламентом был введен порог в виде «чистой короткой позиции» (net short position). Лицо, имеющее чистую короткую позицию по отношению к доле капитала компании, чьи ценные бумаги допущены до трейдинга на регулируемых площадках, должно уведомлять об этом компетентные органы в случае пересечения уведомительного порога. Такой порог составляет 0,2% акций, выпущенных компанией. Лицо также обязано предоставлять информацию о последующем превышении порога на 0,1%. Указанный порог может быть скорректирован ЕОЦБР при изменении рыночных условий. В случае превышения чистой короткой позиции в размере 0,5% общего капитала компании, данная информация подлежит публикации. Аналогичное правило распространяется на чистые короткие позиции в суверенном долге и государственных КДС.

Уведомительные пороги были встречены неоднозначно: для некоторых участников рынка они показались слишком низкими, другие же посчитали нецелесообразным последующее предоставление информации при увеличении или уменьшении доли. Вероятно, наличие столь низких уведомительных порогов может негативно сказаться на работе компетентных органов, замедляя скорость обработки поступающей информации[325].

325 Howell E. Short Selling Reporting Rules: A Greenfield Area // European Company Law. 12. No 2 (2015) P. 79-88.

Существует мнение, что требование о предоставлении информации должно быть ограничено и применяться лишь при наличии реальных рыночных угроз.

Уведомление компетентных органов и раскрытие требуемой информации производится следующим образом. Установочные данные компании/физического лица и их чистые короткие позиции в порядке, определенном ЕОЦБР, направляются компетентным органам государств-членов ЕС. Раскрытие информации осуществляется лицами посредством публикации данных о значительном превышении уведомительного порога на веб-сайте компетентного органа соответствующего региона[326].

Публичное раскрытие информации может также нести в себе определенные сложности. Обнародование сведений о компаниях, вовлеченных в короткие сделки, может привести к снижению рыночной ликвидности, что повлечет дополнительные затраты для участников рынка.

Кроме того, регламентом, по примеру США, было введено правило «locate», предполагающее предоставление согласия со стороны брокера перед осуществлением короткой продажи. Данное правило направлено на устранение ошибок в расчетах, а также используется в целях снижения ценовой волатильности. Национальные надзорные органы и ЕОЦБР имеют право вмешиваться в сделки с КДС, если короткие продажи создают риск для рыночной стабильности. Среди таких мер – извещение о неправомерных действиях ad hoc и публикация позиций участников рынка.

Что касается коротких продаж без покрытия, то в соответствии с Регламентом № 236/2012/ЕС данные сделки могут осуществляться только в следующих случаях:

326 Collard K. Advantages of Co-Regulatory OTC Derivatives Regime // Georgetown Journal of International Law. vol. 46. 2015. P. 877-913.

1. Физическое или юридическое лицо «одолжило» акции у третьего лица;
2. Физическое или юридическое лицо имеет договор о займе ценных бумаг или другое соглашение, составленное в соответствии с договорным или имущественным правом, о передаче прав на определенное количество акций;
3. Физическое или юридическое лицо имеют договоренность с третьим лицом, по которому оно подтверждает наличие акции и исполнение обязательств по сделке при наступлении определенных обстоятельств.

Несмотря на то, что рынок КДС является «элитарным клубом» финансовых рынков и доступ к нему могут получить лишь наиболее успешные предприятия, он не способен к саморегулированию и нуждается во внешнем контроле в виде клиринга, что было выявлено в ходе мирового экономического и финансового кризиса. Требование о проведении клиринга КДС является важной составляющей правового регулирования данного типа договоров в ЕС[327]. Клиринг КДС в ЕС должен осуществляться в соответствии с Регламентом № 2012/648/ЕС и Делегированного регламента Еврокомиссии, вводящего обязательное прохождение клиринга для КДС[328].

Решение относительно внедрения клиринга КДС не было простым: ЕОЦБР провел консультации с участниками рынка относительно необходимости и целесообразности введения данного правила. Несмотря на

327 Заявление лидеров Питтсбургского Саммита, 24-25 сентября 2009г. [Электронный ресурс] URL: http://www.g20dwg.org/static/2009_G20_Framework_for_Strong_Sustainable_and_Balanced_Growth.pdf (Дата обращения: 24.07.2017 г.).

328 См.: 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 OJ L 201, 27.7.2012, P. 1–59.

См. также: Commission Delegated Regulation (EU) 2016/592 of 1 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the clearing obligation C/2016/1165, OJ L 103. P. 5-11.

преимущественно положительный отклик со стороны респондентов, разработка реформы была временно отложена в силу наличия споров относительно ее технических особенностей. Отмеченная выше сложность стандартизации КДС сказывается и на клиринге данных ПФИ. Комплексный характер финансового инструмента и его индивидуализированная природа негативно влияют на готовность центрального контрагента осуществлять клиринг данного ПФИ.

Делегированный регламент содержит список договоров КДС, на которые распространяется клиринг, виды сторон договора, а также даты вступления обязательства в силу. Кроме того, документ затрагивает вопросы освобождения определенных лиц от клирингового обязательства, методы снижения рисков, предоставление информации торговому репозитарию и др.

Практика осуществления клиринга договоров КДС свидетельствует о следующем. Члены клиринговых групп производят клиринг 85,6% КДС, и составляют 0,7 % от общего объема контрагентов. Вторая и третья категории осуществляют 9,3 % и 5,1 % клиринга КДС, и составляют, соответственно, 5,9% и 93,5 % всех контрагентов[329].

Число участников рынка КДС в ЕС выросло с 2 тыс. до 2,8 тыс. за 2015-2019 гг. Примечательно, что 400 компаний, чьи портфели превышают 500 млн. евро, совершают 98,6% всех операций. Последняя цифра говорит о крайне концентрированном характере рынка КДС[330].

Стоит отметить, что с 2008 г., на который пришелся максимальный объем сделок КДС, многое изменилось. По информации Банка

329 European Union Emissions Trading Scheme [Электронный ресурс] https://www.emissions-euets.com/emir-clearing-obligation/otc-credit-default-swaps-cds-mandatory-clearing (Дата обращения: 27.07.2017 г.).

330 Consultation Paper on the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity, 13 July 2016, ESMA/2016/1125, P. 11 – 13.

международных расчетов, размер рынка КДС сократился на треть[331]. В связи с этим высказываются предположения об окончании «века КДС». Тем не менее, в настоящее время еще достаточно рано говорить о закате эпохи КДС по следующим причинам.

Во-первых, объем рынка КДС остается весьма внушительным, даже с учетом его существенного сокращения. Во-вторых, КДС – это инструмент, привлекающий инвесторов по всему миру. Уолл-стрит предпринимает попытки по возрождению уровней рынка в связи с высокой рентабельностью данных финансовых инструментов. В-третьих, как уже отмечалось, КДС положительно сказываются на ликвидности на рынке.

Клиринговыми компаниями также предпринимаются действия по восстановлению былой популярности КДС: некоторые агентства предлагают значительные скидки на клиринг данных ПФИ[332].

Хотя реформа рынка КДС была запущена более семи лет назад, многие из вышеперечисленных нормативно-правовых актов вступили в силу относительно недавно. Несмотря на это, уже можно сделать вывод о благоприятном влиянии нововведений на европейские финансовые рынки.

Помимо КДС особое регулирование предусмотрено для энергетических ПФИ в ЕС. Энергетические ПФИ - это такие договоры, базовым активом которых являются уголь, нефть, природный газ или электроэнергия.

В то время как Директива № 2004/39/ЕС не распространялась на энергетические договоры в соответствии с ее новой редакцией, Директивой № 2014/65/ЕС (MIFID II), энергетические ПФИ входят в категорию договоров, заключаемых на организованных или многосторонних торговых площадках, исполнение обязательств по которым осуществляется в виде

331 Статистика Банка международных расчетов по производным финансовым инструментам. [Электронный ресурс] URL: http://www.bis.org/publ/otc_hy1305.pdf (Дата обращения: 27.07.2017 г.).

332 Hurdles Remain in Reviving Single-name, Financial Times [Электронный ресурс] CDS URL: https://www.ft.com/content/df418732-fdff-11e4-9f10-00144feabdc0?mhq5j=e3 (Дата обращения: 27.07.2017 г.).

физической поставки товара. ЕОЦБР производит толкование данного определения во избежание ошибок в его понимании. Физическая поставка товара, по мнению органа, имеет широкий смысл и включает как реальную передачу базового актива, так и передачу прав не нее.

Проблема регулирования энергетических ПФИ в ЕС заключается в распространении на данный тип договоров одновременно финансового и энергетического законодательства. В связи с включением энергетических ПФИ в категорию финансовых инструментов, к ним применяются все требования, предусмотренные реформой рынка ПФИ в ЕС. Исключение составляют договоры об оптовых поставках электроэнергии[333].

В связи с изменением правового режима энергетических ПФИ в ЕС был предусмотрен особый переходный период: до 2022 года стороны договоров с энергетическими ПФИ освобождаются от обязательств по прохождению клиринга центрального контрагента и предоставлению информации торговому репозитарию. Кроме того, вплоть до указанной даты любые энергетические ПФИ не входят в категорию внебиржевых ПФИ[334].

В период до введения обязательств по клирингу и предоставлению информации торговым репозитариям для энергетических ПФИ, целесообразность и необходимость данного изменения будет оцениваться ЕОЦБР. Что касается остальных требований к ПФИ в соответствии с европейским правом, то они начинают распространяться на энергетические ПФИ с момента вступления в силу соответствующих положений. К таким требованиям относятся рассмотренные выше механизмы снижения рисков.

333 Regulation (EU) No 1227/2011 of the European Parliament and of the Council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency. OJ L 326. P. 1-16.

334 Ст. 95 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

3.3. Правовое регулирование трансграничных сделок с внебиржевыми ПФИ

Высокая степень интеграции финансовых рынков является неотъемлемой чертой современной экономики. Финансовая мобильность, свобода передвижения капитала и учреждения, развитые технологии и скорость заключения сделок позволяет экономическим субъектам из различных юрисдикций полноценно сотрудничать, невзирая на территориальную удаленность[335].

Трансграничные сделки, или сделки с иностранным элементом, регулярно заключаются по всему миру, и рынок ПФИ не является исключением.

Можно говорить трансграничном характере ПФИ в следующих случаях:

1. Стороны договора имеют различный домицилий;
2. ПФИ торгуются на биржах иных государств;
3. Базовый актив производится или связан с третьим государством;
4. Место заключения договора отличается от государства регистрации контрагентов;
5. Центральный контрагент зарегистрирован в третьей стране;
6. Исполнение договора будет производиться в третьем государстве, и проч.

Проблемы, связанные с трансграничными сделками в сфере ПФИ, могут решаться посредством следующих средств правового регулирования.

1. Глобальное регулирование ПФИ;

335 Herring R. The Challenge of Resolving Cross-Border Financial Institutions // Yale Journal on Regulation. Vol. 31. 2014. P. 853-881.

2. Экстратерриториальное применение национальных нормативных актов;
3. Использование коллизионных норм[336].

Глобальное регулирование ПФИ может осуществляться посредством принятия международных актов и стандартов. Организации, в компетенцию которых входит регулирование ПФИ, были отмечены выше в связи с участием в устранении последствий мирового экономического и финансового кризиса. Наиболее значимый вклад в создание комплекса правил в сфере ПФИ внесли Банк международных расчетов, Международная организация комиссий по ценным бумагам и Совет по финансовой стабильности. Данная форма регулирования основывается на публично-правовых инструментах. Стоит отметить, что в настоящее время имеет место и частноправовое регулирование, основанное, в первую очередь, на стандартизации договоров.

С исторической точки зрения, частноправовой формат регулирования финансовых рынков, основанный на принципах диспозитивности, является более естественным способом введения правовых норм. Финансовые, как и иные рынки, существующие в условиях современной экономики, характеризуются предоставлением субъектам возможности самостоятельно распоряжаться правом на заключение того или иного договора.

В течение длительного периода с момента зарождения рынка ПФИ в его настоящем понимании государственное, международное и наднациональное регулирование данного экономического феномена сводилось к минимальному установлению правил ведения деятельности на биржах. Правовая регламентация внебиржевых отношений как в Новом, так и Старом свете, за некоторыми исключениями, отсутствовала. В таких

336 Griffith S.J. Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation // Minnesota Law Review. Vol. 98. 2014.P. 1291 – 1373.

условиях рынок ПФИ стал развиваться под руководством его непосредственных участников в виде стандартизации договоров, которая охватила львиную долю всех сделок ПФИ на внебиржевом пространстве.

Стандартизация ПФИ является важным аспектом развития данного типа договоров ввиду заинтересованности рынка в адаптации сделок к индивидуальным потребностям сторон. Несмотря на разнообразие видов ПФИ, юридические особенности оформления договоров, в большинстве случаев, имеют общие черты в силу использования рамочного договора, разработанного Международной ассоциацией свопов и деривативов (ISDA)[337]. Первый шаг в сфере стандартизации ПФИ был предпринят еще в 1985 г.: Ассоциация подготовила Кодекс стандартных выражений, презумпций и положений для свопов[338]. В 1992 г. ISDA был составлен рамочный договор (Master Agreement), редактированный в 2002 г. В настоящей редакции документация содержит рамочный договор, приложение (Schedule) и подтверждение (Confirmation).

Рамочный договор Международной ассоциации свопов и деривативов является общепризнанным правовым инструментом в сфере регулирования договоров с ПФИ[339]. Разработки организации оказывают большое влияние на форму заключения сделок на рынке, и, по сути, участвуют в его формировании. Чтобы оценить степень важности рамочного договора на современном этапе, достаточно отметить, что по состоянию на декабрь 2018 г. порядка 90% ПФИ были оформлены с применением рамочного договора. Его глобальное распространение достигло такого масштаба, что юристы

337 Rauterberg G.,Verstein A. Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform // Virginia Journal of International Law. Vol. 54. 2013. P. 9- 50.

338 Code of Standard Wording, Assumption and Provisions for Swaps, 1985, ISDA.

339Cafaggi F. The Many Features of Transnational Private Rule-Making: Unexplored Relationships between Custom, Jura Mercatorum and Global Private Regulation // University of Pennsylvania Journal of International Law. Vol. 36. 2015. P.875- 938.

назвали данную стандартизацию свидетельством появления современного Lex Mercatoria.

Важной чертой типового договора является то, что он представляет собой не просто соглашение между сторонами, а выступает в качестве правовой основы для длительного сотрудничества, не ограничивающегося единственной сделкой. Типовой договор содержит детальное описание следующих вопросов: обязательства, гарантии, сроки, определения, кредитные случаи и пр., причем все условия договора оговариваются сторонами с целью упрощения заключения договоров в будущем. Подписание последующих договоров ограничивается лишь направлением подтверждения (сокращенной версии договора), в котором, как правило, закрепляются цена, валюта, даты и особые условия[340].

Одним из достоинств рамочного договора является наличие детализированной правовой основы для досрочного прекращения обязательств. В случае наличия большого количества сделок между сторонами, они могут воспользоваться предусмотренным договором кросс-транзакционным платежным неттингом, который приводит к снижению стоимости сделок посредством сокращения времени и средств, необходимых для проведения подтверждения.

Преимущества типового договора состоят в существенном сокращении времени сторон на переговоры, в универсальности рамочного договора, а также в возможности преодоления сложностей, связанных с национальным правом отдельных государств.

Безусловно, место рамочного договора и других документов, подготовленных ISDA, в мировой правовой системе не может быть четко определено. Частноправовой характер международного регулирования

340 Sibo S.A. Credit Default Swaps: How Should They Be Regulated // Dartmouth Law Journal. Vol. 11. 2013. P. 54-81.

внебиржевых ПФИ был неоднократно отмечен зарубежными учеными. По мнению некоторых, трансграничные частноправовые регулятивные режимы не представляют собой альтернативу Lex mercatoria[341]. Другие же склоняются к теории, что типовой договор - это не что иное, как кодекс саморегулирования в силу того, что разработчиками и пользователями норм является одна и та же группа лиц. С данной точки зрения документация Ассоциации схожа с Lex mercatoria. Третьи называют типовой договор ISDA примером транснационального права[342]. Говоря о транснациональных нормах в сфере экономических отношений, необходимо отметить, что документация Международной ассоциации свопов и деривативов носит практически хрестоматийный характер. Существует и другая позиция: стандартизированный договор является лишь дополнением к национальному праву, и не может считаться правовым источником, по той причине, что договор заключается на двусторонней основе и не создает юридических последствий для других участников рыночных отношений. С этой идеей сложно не согласиться: использование рамочного договора происходит без какого-либо государственного принуждения, и выбор сторон основывается лишь на их диспозиции[343].

Учитывая изложенное выше, можно сделать вывод о том, что рамочный договор является совокупностью обычных норм, которые в виде мягкого права вошли в устойчивое использование участников рынка ПФИ.

Распространены и негативные взгляды на степень влияния неправительственных организаций на формирование правовых норм. По

341 Cuniberti G., Three Theories of Lex Mercatoria // Columbia Journal of Transnational Law. Vol. 52. 2014. P. 369 - 434.

342 Braithwaite J.P., Standard Form Contracts as Transnational Law: Evidence from the Derivatives Markets // The Modern Law Review. 2012. Vol. 75. P. 779 – 805.

343 Braithwaite J.P. Standard From Contracts as Transnational Law: Evidence from the Derivatives Markets // The Modern Law Review. Vol. 25(5). 2012. P. 779-805.

мнению проф. Мюр-Ватт (H. Muir Watt, Science Po), несмотря на важнейшую роль негосударственных образований, таких как частные и саморегулируемые организации и кредитно-рейтинговые агентства в формировании глобального рынка, последние не всегда отвечают нормам прозрачности и редко несут какую-либо ответственность за предложения и сообщаемую информацию[344]. Сложность регулирования таких учреждений заключается в том, что государственными образованиями, как правило, недооценивается значимость т.н. частной силы, что лишает ее правовой регламентации. Деятельность подобных организаций скорее рассматривается государством в качестве деятельности клуба, нежели чем регулятора, наделенного определенными полномочиями.

Другой проблемой документации Ассоциации является то, что в ее подготовке участвует достаточно крупное число банков и других представителей финансовых рынков, что может сказаться на одностороннем подходе к формированию правовых норм[345].

Вне зависимости от избранной научной трактовки стандартизированные договоры остаются важнейшим элементом современного регулятивного арсенала, так как они являются общепринятыми инструментами трансграничных сделок, в особенности, когда они обладают схожими чертами и заключаются в рамках единого рынка. Широкое использование и популярность типового договора влияют на желание новых участников рынка также основываться на его положениях.

Стандартизация договоров является частноправовым ответом попыткам государств регулировать те или иные правоотношения на

344 Muir Watt H. Private International Law Beyond the Schism // Transnational Legal Theory. Vol. 2(3). 2011. P. 347-427.

345 Borowicz M. Private Power and International Law: The International Swaps and Derivatives Association // European Journal of Legal Studies. Vol. 8. 2015. P.46 – 66.

международном уровне. Безусловно, частное регулирование никогда не было полностью независимым от публичного сектора, и скорее предвосхищало действия властей по закреплению отдельных юридических правил.

Практика показывает, что рамочные договоры не только успешно применяются участниками рынка в сфере ПФИ, но влияют на создание прецедентов в различных юрисдикциях[346].

Взаимоотношения Международной ассоциации по свопам и деривативам и (над)национальных компетентных органов складываются следующим образом. Учитывая тот факт, что Ассоциация, в отличие от надзорных органов не может принимать решения обязательного характера, применение результатов ее труда остается на усмотрение реальных участников рынка ПФИ. Кроме того, ЕОЦБР как наднациональный надзорный орган не занимается созданием таких документов, как рамочный договор. Компетенция органов по своей сути не пересекается. Таким образом, Ассоциация и ЕОЦБР сотрудничают лишь в формальных аспектах, принимая участие в конференциях и мероприятиях, без реализации совместных проектов.

В деятельности ЕОЦБР и Ассоциации можно обнаружить определенные сходства: при подготовке документов они опираются на мнение участников рынка. Предположительно, ЕОЦБР как орган, существующий относительно непродолжительное время, при определении особенностей осуществления своих функций ориентировался на формат деятельности западных коллег.

В рамках пропаганды своих идей Ассоциация занимается различными видами деятельности, выходящими за пределы подготовки международных типовых соглашений: на регулярной основе публикуются протоколы,

346 Oluwabiyi A.A. A Comparative Legal Analysis of the Application of Alternative Dispute Resolution (ADR) to Banking Disputes // Journal of Law, Policy and Globalization. Vol. 38. 2015. P. 1-14.

посвященные решению определенных проблем, связанных с заключением сделок с ПФИ, готовятся научные обзоры на тему определенных финансовых продуктов, проводятся тренинги для юристов и представителей государственных органов, составляются заключения относительно различных юрисдикций, направляется позиция по делам в суды в качестве amicus curiae и др. [347]

По мнению автора, деятельность Международной ассоциации свопов и деривативов и подготовленные ею документы, широко применяющиеся на финансовых рынках всего мира, оказывают положительный вклад в развитие отрасли. Государственное регулирование не должно и не может быть единственным возможным источником создания правовых норм.

Несмотря на успешное использование рамочного договора, он не является панацеей для ПФИ. Во-первых, договор используется не всеми участниками рынка. Во-вторых, сторонами могут быть изменены или дополнены положения относительно применимого права. В договоре могут быть проигнорированы пункты на тему клиринга и другие важные вопросы, связанные с исполнением договора или разрешением споров.

В связи с этим обратимся к примеру трансграничной сделки для рассмотрения сложностей, которые она может таить.

Предположим, что сторонами договора ПФИ выступает компания *A*, зарегистрированная в г. Брюсселе (Бельгия), и компания *B*, зарегистрированная в г. Москве. Договор заключается на внебиржевом пространстве ЕС, в г. Амстердаме (Нидерланды). При этом базовым активом выступают дивиденды от акции компании *C*, зарегистрированной в Нью-Йорке. Данный пример порождает целый ряд уместных вопросов, которые должны быть рассмотрены сторонами договора при его заключении, или же

347 Juurikkala O. Financial Engineering Meets Legal Alchemy: Decoding the Mystery of Credit Default Swaps // 19 Fordham Journal of Corporate & Financial Law. 2014. Vol. 19. P. 425 – 488.

которые будут подняты в суде при рассмотрении потенциального спора.

Их можно условно разделить на вопросы, связанные с исполнением договора и с разрешением споров, вытекающих из договора.

Какой центральный контрагент может и/или должен осуществлять клиринг договора?

В случае если стороны договора ПФИ зарегистрированы в различных государствах, возникает вопрос: распространяется ли на договор действие европейского законодательства в сфере ПФИ?

Регламент № 648/2012/ЕС обладает экстратерриториальным действием в случае, если договор заключен между финансовой/нефинансовой организацией, превышающей клиринговый порог, зарегистрированной в ЕС, и лицом из третьего государства, на которое распространялось бы клиринговое обязательство в случае его регистрации в ЕС[348].

Возвращаясь к представленному примеру, если компания *A* является финансовой или нефинансовой европейской компанией, ведущей активную деятельность в сфере ПФИ, а компания *B* - аналогичной неевропейской компанией, то на договор распространяются требования о проведении клиринга. Клиринг может осуществить центральный контрагент, авторизованный ЕОЦБР, или центральный контрагент, признанный эквивалентным требованиям европейского режима.

Иногда определение принадлежности стороны договора к ЕС вызывает некоторые вопросы. С какого момента компания может считаться европейской? Данный вопрос непосредственно связан с правом на ведение деятельности, закрепленным в ст. 49-55 Договора о функционировании Евросоюза и последующих решениях Суда ЕС. Отделение неевропейской компании (branch) признается зарегистрированным в третьем государстве, в

348 Davrados N. OTC Derivatives and the Conflict of Laws // Journal of the History of International Law. Vol. 65. 2012. P. 181-213.

то время как дочернее предприятие (subsidiary) считается отдельной компанией, на которую распространяется юрисдикция ЕС.

Экстратерриториальное действие регламента в вопросах клиринга возможно лишь с момента вступления в силу клирингового обязательства для тех или иных классов ПФИ. Первоначальное вступление в силу обязательства было запланировано на лето 2014 г. В силу неготовности рынка к нововведениям, реализация реформы была отложена. В настоящий момент экстратерриториальное применение регламента стало возможным в отношении того ряда ПФИ, на которые распространяется клиринговое обязательство на основании регулятивных технических стандартов[349].

Клириговое обязательство также затрагивает договоры между лицами, зарегистрированными в третьих странах, если сделка имеет прямой, существенный и предвидимый эффект в ЕС[350], или если применение данного обязательства необходимо или уместно для предотвращения обхода положений Регламента № 648/2012/ЕС.

Понятие «прямого, существенного и предвидимого эффекта» договора ПФИ в ЕС раскрыто в Делегированном Регламенте Еврокомиссии № 284/2014. Договоры относятся к таковым в том случае, если один или несколько внебиржевых договоров покрывают обязательства юридического лица, зарегистрированного в третьем государстве на сумму, превышающую 8 млрд. евро или аналогичную сумму в иной валюте, а также если договор

349 Dodge W.S. Presumption against Extraterritoriality after Morrison // American Society of International Law Proceedings. Vol. 105. 2011. P. 396-399.

350 Commission Delegated Regulation (EU) No 285/2014 of 13 February 2014 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on direct, substantial and foreseeable effect of contracts. OJ L 85. P. 1-83.

within the Union and to prevent the evasion of rules and obligations.

равен 5% текущих расходов финансового контрагента[351].

Таким образом, стороны договора могут обратиться за клиринговыми услугами к центральным контрагентам, которые получили разрешение на ведение деятельности в ЕС вне зависимости от места его регистрации.

Какому торговому репозитарию должна предоставляться информация о сделке?

Что касается обязательства по предоставлению информации торговым репозитариям, то оно распространяется лишь на стороны договора, зарегистрированные в ЕС. Дочерние предприятия европейских компаний не подчиняются правилам, установленным в регламенте, если они зарегистрированы в третьем государстве. В случае заключения договора между европейским и неевропейским предприятием, европейская сторона договора должна будет указать в своем отчете некоторые сведения относительно другой стороны договора.

Должны ли применяться в отношении договора методы снижения рисков?

Вне зависимости от распространения клирингового обязательства на рассматриваемые отношения, стороны договоров ПФИ с иностранным элементом обязаны применять методы снижения рисков, такие как согласование портфелей, разрешение споров, своевременное подтверждение и сжатие портфелей, даже в том случае, если действие Регламента № 648/2012/ЕС не имеет прямого действия в отношении неевропейской стороны договора[352].

351 Ст. 2 Commission Delegated Regulation (EU) No 285/2014 of 13 February 2014 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on direct, substantial and foreseeable effect of contracts. OJ L 85. P. 1-83.

352 Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251 of 4 October 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards for risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty. OJ L 340. P.9-46.

Право какого государства должно применяться к рассмотрению спора между сторонами ПФИ?

В Европейском союзе сделки с ПФИ с иностранным элементом заключаются на ежедневной основе. Несмотря на очевидную популярность и широкое распространение таких договоров, нормативно-правовые акты ЕС, посвященные ПФИ, не содержат четкие коллизионные нормы, способствующие определению применимого права и компетентного судебного органа для рассмотрения спора.

Автором предлагается следующий алгоритм по установлению применимого права.

1. Соглашение о применимом праве.

Lex voluntatis (право, избранное сторонами) – является основной коллизионной нормой, применимой на международном уровне. Договор может содержать соглашение сторон о выборе определенного права, применимого ко всему договору или к его части. В любой момент по согласию сторон выбранное право может быть изменено. На стороны договора не накладываются никакие ограничения относительно выбора применимого права: им может быть комплекс норм, не имеющий связи с договором. Более того, в целях абстрагирования договора может быть намеренно избрано право третьего государства, не имеющее никакой корреляции с предметом договора или сторонами.

Анализ практики заключения договоров показывает, что стороны чаще всего в момент подписания договора оговаривают применимое право. Наиболее популярным выбором сторон является английское право или право штата Нью-Йорк[353].

Однако, в соответствии с европейским законодательством, избрание сторонами применимого права не всегда гарантирует его фактическое

353 Wood P.R. Conflict of Laws and International Finance. First Edition. 2007.Sweet and Maxwell. P. 13.

применение. Выбор сторон должен иметь какую-либо действительную связь с договором, в обратном случае договор может быть подчинен нормам того или иного государства, применение которых не может быть исключено.

Выбор сторон относительно применимого права может быть продиктован следующими соображениями. Во-первых, стороны могут склониться в пользу права регистрации участников сделки или места заключения договора. Во-вторых, в случае заключения сторонами рамочного договора Международной ассоциации свопов и деривативов, речь о котором шла выше, применимым правом автоматически будет избрано английское право или право штата Нью-Йорк. В-третьих, в связи с принятием комплекса норм по регулированию сделок с ПФИ государствами-участниками Группы двадцати, а также третьими странами, стороны договора заинтересованы в выборе права государства с наиболее благоприятным режимом для заключения договора. В зависимости от условий и особенностей сделки стороны могут прибегнуть к выбору права «деривативного оффшора», в соответствии с которым они будут освобождены от определенных обязательств, устанавливаемых европейскими или американскими нормами[354].

В случае, если договор о ПФИ был заключен без уточнения применимого права, европейское законодательство предусматривает следующие коллизионные нормы.

2. Заключение договора на торговой площадке.

Совершение сделки на одном из типов торговых площадок определяет применимое к нему право. К договору, заключенному на многосторонней торговой площадке, которая способствует сближению интересов по покупке и продаже финансовых инструментов, в соответствии с Директивой №

354 Johnson C. Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation // Nevada Law Journal. Vol. 14. 2014. P. 542 – 619.

2004/39/ЕС применяется право, действующее на указанной площадке. Данная норма пока не была приведена в соответствии с нововведениями, установленными в 2014 г. Регламентом «О рынках финансовых инструментов». В соответствии с обязательствами, данными Группой двадцати, в Европейском союзе было введено требование о заключении внебиржевых договоров на регулируемых площадках. Таким образом, с момента вступления в силу трейдингового обязательства для определенных классов ПФИ заключение договоров станет возможным лишь на одном из четырех видов регулируемых площадок: регулируемых рынках, многосторонних торговых площадках, организованных торговых площадках и зарубежных платформах, в отношении которых ЕОЦБР принял решение об эквивалентности[355].

Иными словами, норма делает отсылку к праву рынка (Lex mercatus), однако данная совокупность норм относится лишь к понятию организованного рынка, деятельность которого регулируется единственным правом[356].

3. В случае если сторонами не было избрано то или иное право, и договор был заключен вне биржи, выбор права осуществляется на основании одного из двух правил:
    - к договору применяется право того государства, где сторона, выполняющая характерное исполнение договора, имеет место регистрации (проживания), или
    - к договору применяется право государства, с которым он имеет более тесную связь.

Правило характерного исполнения было основной коллизионной

355 Ст. 28 Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 OJ L 173 P. 84-148.

356 Davrados N. OTC Derivatives and the Conflict of Laws // Journal of the History of International Law. Vol. 65. 2012. C. 181-213.

нормой в соответствии с Римской конвенцией 1980 г., являющейся предшественником Регламента «Рим I»[357]. Сложность выбора применимого права на основании характерного исполнения состоит в следующем.

Категоризация договоров ПФИ зачастую опускается авторами научных работ, в то время как это является важнейшим вопросом международного частного права. Обычно ПФИ автоматически относят к финансовым сделкам, однако финальному определению категории договора должен предшествовать глубокий анализ его сути.

Учитывая тот факт, что ПФИ зачастую имеет размытые условия, которые могут быть изменены в будущем, определение стороны, осуществляющей характерное исполнение, является непростой задачей.

Регламент «Рим I» имеет особые правила определения стороны, осуществляющей характерное исполнение, для некоторых категорий договоров, таких как договор поставки, страхования, потребительские и трудовые договоры.

Толкование условий договора ПФИ на основании норм материального права какого-либо государства может подтолкнуть судью к следующим выводам.

Так как в основе каждого ПФИ находится базовый актив, при толковании договора могут учитываться первоначальные действия сторон договора относительно данного актива. Соответственно, ПФИ может быть приравнен к договору купли-продажи или займа. ПФИ, целью которого является хеджирование, могут быть истолкованы судьей как договор страхования.

Фьючерс как договор, предоставляющий право на будущую покупку, позволяет выделить сторону, осуществляющую характерное исполнение (в данном случае, сторона, продающая право покупки базового актива в

357 Римская Конвенция о праве, применимом к договорным обязательствам от 19.06.1980 г.

будущем). В то же время такой финансовый инструмент, как своп, предполагает обмен финансовыми потоками от определенных активов. Стороны выполняют симметричные обязательства и располагают аналогичными правами. В таких условиях характерное исполнение договора, определенно, является критерием, на основании которого установить применимое право не представляется возможным. Своп по своей сути имеет сходные черты с договором мены, и применимое право определяется на основании принципа наиболее тесной связи.

Если судьей при рассмотрении дела сделан вывод о невозможности выявления стороны, осуществляющей характерное исполнение, к договору будет применяться право государства, имеющего наиболее тесную связь с договором.

Какое право может считаться наиболее тесно связанным с договором? К сожалению, в юридической доктрине отсутствует единый подход к вопросу определения права, наиболее тесно связанного с договором. То есть, судья в своем выборе располагает свободой, ограниченной лишь рамками здравого смысла. В случае с ПФИ, рациональным выбором может стать применение права внебиржевого рынка, права, применимого к отношениям с центральным контрагентом или же права государства домицилия сторон. Кроме того, может быть отдано предпочтение в пользу права государства рассмотрения спора или же права домицилия стороны, которая находится в более уязвимом положении в соответствии с договором. При этом правило наиболее тесной связи считается «каучуковой», гибкой нормой, так как оно предполагает различное толкование и широкую свободу судейского усмотрения[358].

Не стоит забывать о том, что императивные правовые нормы и

358 Международное частное право: учебник для магистров/ И.В. Гетьман-Павлова И.В. М.: Издательство Юрайт, 2013. С. 185.

общественный порядок имеют преимущество над применимым правом. Такие нормы могут быть использованы в следующих ситуациях: договор составлен в нарушение права дружественного иностранного государства, применимое право по договору признается судом дискриминирующим или если договор содержит в себе противозаконные действия, такие как уплата взятки и т.д.[359].

Какое право применяется к внедоговорным обязательствам?

Если одной из сторон был нанесен ущерб в связи с последствиями правонарушения/деликта, неправомерного обогащения, ведения дел без поручения или из преддоговорной ответственности, право, применимое к разрешению спора, определяется на основании положений Регламента «Рим II»[360].

Общее правило документа гласит, что к спорам, возникающим из деликта или правонарушения должно применяться право государства, где были понесены убытки, вне зависимости от места совершения деликта или места появления косвенных последствий деликта.

Если лица, нанесшие ущерб и потерпевшие убытки, в момент причинения вреда имеют постоянное место жительства в одном государстве, применяется право данного государства. Если же деликт более тесно связан с другим государством, то применяются нормативно-правовые акты данной страны[361].

При необоснованном обогащении одной из сторон договора применяется право, распространяющееся на сам договор[362].

359 Wood P.R. Conflict of Laws and International Finance. First Edition, 2007, Sweet and Maxwell, C. 36.

360 Regulation (EC) No 864/2007 of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the law applicable to non-contractual obligations (Rome II) OJ L199/40. P. 40-49.

361 Peng P.T. Deciding Applicable Law to Private Antifraud Claims Arising From Cross-Border Security-Based Swaps // Minnesota Journal of International Law. Vol. 24. 2015. P. 131-157.

362 Regulation (EC) No 864/2007 of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the law applicable to non-contractual obligations (Rome II) OJ L199/40. P. 40-49.

В каком суде должен рассматриваться спор?

В соответствии с действующим законодательством определение суда, имеющего полномочия на рассмотрение спора между сторонами ПФИ, производится на основании нового издания Регламента «Брюссель I»[363].

Если спор между сторонами связан с исполнением договора, то дело должно рассматриваться судом государства исполнения договора. Данная отсылка вновь поднимает рассмотренный выше неоднозначный вопрос места исполнения договора ПФИ.

Так как в соответствии с Директивой № 2014/65/ЕС договор ПФИ признается оказанием услуг, очевидно, что спор по договору ПФИ должен рассматриваться в государстве, где были или должны были быть оказаны услуги.

Указанные выше особенности регулирования сделок ПФИ с иностранным элементом говорят о следующем. Несмотря на общественное внимание к ПФИ, международные нормы императивного характера в данной области отсутствуют. Транснациональное регулирование ограничивается документами мягкого права, разработанными международными организациями и другими структурами. Международная ассоциация свопов и деривативов, будучи частным образованием, сделала значительный шаг в правовом регулировании ПФИ, создав совокупность правил, сравнимую с Lex Mercatoria. Коллизионные нормы, содержащиеся во вторичном праве ЕС, позволяют сделать выбор в пользу определенного применимого права и суда, в котором может осуществляться рассмотрение дела, однако процесс выбора усложняется противоречивой природой ПФИ и отсутствием единообразного толкования данного вида договоров.

363 Regulation (EU) No 1215/2012 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2012 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters. OJ L 351 P. 1-32.

Заключение

В ходе проведенного исследования было установлено следующее.

1. Теоретические и общеправовые определения понятия и сущности производных финансовых инструментов как в юридической литературе, так и в законодательных актах не отличается единообразием, что ведет к асимметричному правовому регулированию в различных государствах и правовых системах, усложняет гармонизацию или создание международного регулирования данного договора.

Западные формулировки отличаются размытостью, в то время как российским определениям присуща большая правовая точность и детализированность. Автором была предложена следующая дефиниция ПФИ: это договор, заключаемый между двумя или более сторонами, которые обязуются выполнить определенные действия в зависимости от количественных или качественных показателей базового актива по состоянию на определенный момент в будущем. Важнейшим элементом договора ПФИ является базовый актив, в отношении которого стороны обязуются осуществить те или иные действия. Договоры ПФИ имеют алеаторную природу, что проявляется в отсутствии уверенности сторон в результате их соглашения. Несмотря на это, договоры не могут быть квалифицированы как пари, и по закону они обеспечиваются судебной защитой. ПФИ – это не изобретение новейшего времени, а договор, применявшийся на протяжении длительного времени по всему миру.

2. В работе были выделены следующие особенности заключения сделок с ПФИ. Широко распространенными договорами являются фьючерсы, форварды, опционы и свопы. В настоящее время заключение договоров с данными финансовыми инструментами происходит как на бирже, так и вне нее. При этом договоры, заключаемые на биржах или регулируемых

площадках, являются стандартизированными договорами и отличаются большей степенью защищенности. Биржевые договоры сопровождаются обязательным прохождением клиринга. В то же время внебиржевые договоры предоставляют сторонам большую свободу и гибкость в выборе удобных условий, что сопряжено с отсутствием контроля и большими рисками для сторон, которые самостоятельно несут ответственность по сделке. Тем не менее, стремительное развитие рыночной инфраструктуры в последнее десятилетие привело к размытию понятий биржи и регулируемого рынка: появляются новые гибридные платформы, которые с юридической точки зрения относятся к внебиржевому рынку, а по факту предоставляют услуги, аналогичные классическим биржам. Основными целями использования ПФИ являются хеджирование, арбитраж и спекуляция. Определение цели использования договора играет важную роль в связи с распространением на спекулятивные договоры требований об осуществлении клиринга.

4. Правовые отношения в сфере производных финансовых инструментов находятся в постоянной динамике: исследование, проведенное в настоящей работе, показало, что за последние тридцать лет как сами договоры, так и специфика правового регулирования отрасли претерпели колоссальные изменения. Участниками рынков ПФИ изобретаются новые инструменты, новые способы обеспечения исполнения обязательств. Государствами, с другой стороны, вводятся дополнительные требования в целях повышения прозрачности на рынках и увеличения прозрачности. Если еще в 2007 г. правовое регулирование рынка внебиржевых ПФИ практически отсутствовало, то сейчас можно говорить о комплексе нормативно-правовых актов как на национальном, так и международном уровне. Во многих государствах Евросоюза было разработано законодательство, в фокусе которого находится регулирование ПФИ, или же были внесены изменения в

имеющиеся законы и подзаконные акты. На уровне ЕС были приняты Регламент №648/2012/ЕС, являющийся центральным элементом регулирования рынка ПФИ в ЕС, а также Директива 65/2014/ЕС и Регламент 600/2014/ЕС, посвященные рынкам финансовых инструментов в целом, но затрагивающие важнейшие аспекты функционирования рынков внебиржевых ПФИ.

5. Мировой экономический и финансовый кризис 2007-2008 гг. обратил внимание законодателя на важность регулирования ПФИ, так как ошибки и недобросовестное использование инструментария сказались на национальной и мировой экономике. Большие объемы рынка внебиржевых ПФИ, отсутствие прозрачности и низкое качество финансовых инструментов усугубили экономическую ситуацию. С 2009 г. были запущены процессы по регламентации сделок с ПФИ посредством мягкого права, которое впоследствии было имплементировано в национальное законодательство государств-участников Группы двадцати и других заинтересованных государств.

6. Последствия экономического и финансового кризиса выразились в следующих проблемах, присущих регулированию рынка ПФИ в ЕС: отсутствие стабильности, наличие системных рисков и асимметричное развитие. В целях нормализации функционирования рынка в ЕС была запущена реформа финансовых рынков. Еврокомиссия наделила полномочиями по разработке плана действий Группу под предводительством Жака де Ларозьера. Группой был подготовлен отчет, содержавший планы по регулированию финансовых рынков и ПФИ в ЕС. Теоретическое обоснование реформы нашло отражение в нормативно-правовых актах, которые формируют базу правового регулирования финансовых рынков в ЕС. В первую очередь, речь идет о Регламенте № 648/2012/ЕС Европейского парламента и Совета ЕС «О внебиржевых производных финансовых

инструментах, центральных контрагентах и торговых репозитариях» от 04.07.2012, в фокусе которого находятся непосредственно ПФИ, а также Директиве и Регламенте «О рынках финансовых инструментов».

Европейский орган по ценным бумагам и рынкам (ЕОЦБР) играет координирующую и надзорную роль на рынках ПФИ в ЕС. Под руководством органа происходит разработка нормативно-правовых актов, предоставление разрешения на ведение деятельности клиринговым учреждениям и торговым репозитариям, контроль за торговыми площадками, а также общий анализ рынка ПФИ и присущих ему рисков.

7. Нововведения затронули следующие аспекты заключения договоров ПФИ. Все участники рынка ПФИ были разделены на финансовых и нефинансовых контрагентов на основании их деятельности, а также в зависимости от количества заключаемых ими сделок на ежедневной или месячной основе. Финансовые учреждения и некоторые нефинансовые контрагенты (активные участники рынка, регулярно вступающие в сделки с ПФИ), выполняют обязательства, предусмотренные законодательством, при условии превышения ими клирингового порога. В соответствии с международными договоренностями в ЕС был введен клиринг центрального контрагента – процедура, посредством которой центральный контрагент вступает в сделку ПФИ, совершая новацию договора. Клиринг является признанным средством обеспечения стабильности и безопасности рынка ПФИ, использование которого благоприятно сказывается как на непосредственных участниках рынка, так и на показателях экономики в целом.

Предоставление информации торговому репозитарию является также неотъемлемым атрибутом совершения операций на рынке ПФИ. После заключения договора как финансовые, так и нефинансовые контрагенты обязаны предоставлять торговому репозитарию необходимую информацию

относительно договора.

Важной особенностью развития регулирования рынка ПФИ стало введение правила об обязательном заключении сделок на одном из четырех видов регулируемых площадках: регулируемом рынке, многосторонней торговой площадке, организованной торговой площадке или иностранной регулируемой площадке, признанной в ЕС.

В 2019 году после длительных обсуждений было принято решение об освобождении малых финансовых контрагентов от указанных выше обязательств в связи с тем, что их деятельность не может существенно сказаться на функционировании финансовых рынков.

8. Анализ обязательств участников рынка ПФИ показал, что ЕС не придерживался идеи всеобщего распространения обязательств по клирингу, репортингу и заключению договоров на регулируемых площадках на всех участников рынка. В связи с этим были установлены относительно высокие клиринговые пороги, что освобождает определенные компании от обязательств. Поэтому для дополнительного обеспечения стабильности финансовых рынков Евросоюза были предусмотрены методы снижения рисков, использование которых является обязательным для всех участников рынка вне зависимости от их категории.

9. Кредитно-дефолтные свопы - это один из видов ПФИ, применение которого существенно отразилось на развитии мирового экономического и финансового кризиса 2007-2008 гг. Риски, сопряженные с использованием данного финансового инструмента, заставили законодателя обратить внимание на кредитно-дефолтные свопы в первую очередь. Регулирование данного ПФИ отличается особо строгими правилами, которые, тем не менее, не противоречат общему финансовому законодательству ЕС.

10. ПФИ широко применяются в трансграничных сделках. Большую

роль в частноправовом регулировании ПФИ играет Международная организация свопов и деривативов. Одним из главных достижений Организации является разработка рамочного договора в 2002 г., с применением которого заключаются 85% сделок. Документом закладывается правовая основа для долгосрочного сотрудничества между участниками рынка. При разрешении вопросов, связанных с трансграничными ПФИ, необходимо руководствоваться нормами международного частного права. Среди проблем, требующих прояснения, - определение центрального контрагента, торгового репозитария, права, применимого к договору, а также компетентного судебного учреждения. В отсутствие выбора сторон в отношении права одного государства, применяется метод характерного исполнения или наиболее тесной связи. Комплексная природа и инновационный характер договоров ПФИ усложняют применение коллизионных привязок по аналогии.

11. ПФИ являются важным частноправовым договором, широко применимым в коммерческом обороте. Современное регулирование, несмотря на его стремительное появление и наличие некоторых недочетов, создает благоприятные условия для ведения бизнеса в данной сфере, а также для обеспечения безопасности и стабильности финансовых систем государств. Разработка законодательства осуществляется с учетом мнений реальных участников рынка, что говорит о возможности финансовых и нефинансовых контрагентов повлиять на формирование ландшафта правового регулирования рынков ПФИ.

Список использованных источников

I. Международные акты и документы

1. Римская Конвенция о праве, применимом к договорным обязательствам от 19.06.1980 г. [Электронный ресурс] http://docs.cntd.ru/document/901889343 (Дата обращения: 14.05.2018 г.).

2. Code of Standard Wording, Assumption and Provisions for Swaps. 1985. ISDA. [Электронный ресурс] https://www.rbccm.com/assets/rbccm/docs/legal/doddfrank/Documents/ISDALibrary/1985%20Code%20of%20Standard%20Wording%20-%20Assumptions%20and%20Provisions%20for%20Swaps.pdf (Дата обращения: 14.05.2018 г.).

3. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel II Framework). 2004. Bank for International Settlements [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/bcbs118.pdf (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

4. Recommendations for Central Counterparties. Consultative Report. BIS. 2004. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf (Дата обращения: 06.04.2018 г.).

5. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel II Framework). 2004. Bank for International Settlements [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/bcbs118.pdf (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

6. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf (Дата обращения: 29.05.2018 г.).

7. Statistical release. OTC derivatives statistics at the end-June 2016. BIS. November 2016. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/otc_hy1611.pdf (Дата обращения: 27.05.2018 г.).

8. Principles for financial market infrastructures, CPSS – IOSCO, 2012. [Электронный ресурс] http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf. (Дата обращения: 06.04.2018 г.).

II. Нормативно-правовые акты ЕС

9. Consolidated version of the Treaty on the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 13-390 [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/search.html?qid=1526289657256&whOJ=NO_OJ%3D326,YEAR_OJ%3D2012&type=advanced&lang=en&SUBDOM_INIT=ALL_ALL&DB_COLL_OJ=oj-c (Дата обращения: 14.05.2018 г.).

10. Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390. [Электронный ресурс] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT (Дата обращения: 14.05.2018 г.).

11. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). OJ l 96. P. 16-25.

12. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. OJ L 145. 30.04.2004. P. 1-44.

13. Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions. OJ L 177. P. 1-200.

14. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173. P. 349-496.

15. Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions. OJ L 257. P. 186-213.

16. Regulation (EC) No 864/2007 of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the law applicable to non-contractual obligations (Rome II) OJ L199/40. P. 40-49.

17. Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision № 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. OJ L 331. 15.12.2010.P. 84-119.

18. Regulation (EU) No 1215/2012 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2012 on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters. OJ L 351 P. 1-32.

19. Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps, OJ L 86/1. P.3-26.

20. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 OJ L 173 P. 84-148.

21. 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 OJ L 201. 27.7.2012. P. 1–59.

22. Regulation 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds OJ L 123. 19.5.2015. P.98–121.

23. Regulation (EU) 2019/834 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2019 amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories PE/73/2019/REV/1, OJ L 141, 28.5.2019.P. 42–63.

24. Regulation 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012. OJ L 176 P.1-337.

25. Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field. OJ L 141. P. 27-46.

26. Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and

risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP. OJ L 52. 23.2.2013. P. 11–24.

27. Commission Delegated Regulation (EU) No 150/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards specifying the details of the application for registration as a trade repository. OJ L 52. 23.02.2013. P. 25-32.

28. Commission Delegated Regulation (EU) No 1003/2013 of 12 July 2013 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to fees charged by the European Securities and Markets Authority to trade repositories OJ L 279. 19.10.2013. P. 4-9.

29. Commission Delegated Regulation (EU) No 285/2014 of 13 February 2014 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on direct, substantial and foreseeable effect of contracts. OJ L 85. P. 1-83.

30. Commission Delegated Regulation (EU) 2015/2205 of 6 August 2015 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the clearing obligation. OJ L 314. 1.12.2015. P. 13–21.

31. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/592 of 1 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the clearing obligation C/2016/1165, OJ L 103. P. 5-11.

32. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251 of 4 October 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European

Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards for risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty. OJ L 340. P.9-46.

III. Документы Европейских институтов и органов

33. Consultation Paper on the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity, 13 July 2016, ESMA/2016/1125, P. 11 – 13.

34. EMIR Review Report no.1, Review on the use of OTC derivatives by non-financial counterpartiesб 13 August 2015 | ESMA/2015/1251 [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1251__emir_review_report_no.1_on_non_financial_firms.pdf (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

35. Memorandum of the Commission on the Action Programme of the Community for the Second Stage, Brussels, 24/10/2016, Com (62) 300.

36. List of Central Counterparties authorized to offer services and activities in the Union, 19/09/2016, ESMA [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/document/list-central-counterparties-authorised-offer-services-and-activities-in-union (Дата обращения: 27.05.2018 г.).

37. Report EU-wide CCP Stress test 2015, ESMA, 29.04.2016 г. [Электронный ресурс] http://firds.esma.europa.eu/webst/ESMA70-151-1154%20EU-wide%20CCP%20Stress%20Test%202017%20Report.pdf (Дата обращения: 27.05.2018 г.).

38. Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-539_qa_xvii_on_emir_implementation.pdf (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

39. Final Report on the Obligation for Financial Counterparties with a Limited Volume of Activities, ESMA, 14.11.2016 [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/document/final-report-clearing-obligation-financial-counterparties-limited-volume-activity (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

40. Final Report On the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity of 14 November 2016. ESMA/2016/1565 [Электронный ресурс] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1565_final_report_on_clearing_obligation.pdf (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

41. Creating a Stronger Financial System: New EU rules for the recovery and resolution of Central Counterparties [Электронный ресурс] http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3747_en.htm (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

IV. Решения Суда Европейского союза

42. Case 9/56, Meroni v. High Authority, [1958] ECR 133.

43. Case 118/85 Commission v. Italy, [1987] ECR 2599.

44. Case C-376/98 Germany v Parliament and Council, [2000] ECR I-8419

45. Case C-66/04, United Kingdom v. Parliament and Council, [2005] ECR I-10553

46. Case C-217/04, United Kingdom v. European Parliament and Council, [2006] ECR I-03771

47. Case T-496/11 United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland v. European Central Bank.

48. Case C-658/15 Robeco Hollands Bezit NV and Others v Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

V. Учебные издания

49. Адамчук Н.Г. Страховой рынок Европейского союза: учеб. пособие. М.: МГИМО-Университет, 2016. – 238 с.

50. Бирюков М.М. Европейское право: до и после Лиссабонского договора: учебное пособие / М.М. Бирюков. – М.: Статут, 2013. – 240 с.

51. Вишневский А.А. Банковское право Европейского Союза: учебное пособие. М.: Статут, 2000. – 388 с.

52. Вылегжанин А.Н., Колосов Ю.М., Малеев Ю.Н., Геворгян К.Г., Абашидзе А.Х., Анодина Т.Г., Бекяшев Д.К., Бобылев Г.В., Воронцова Н.А., Гликман О.В., Голицын В.В., Иванов Д.В., Каркищенко Е.И., Котляров И.И., Кривчикова Э.С., Кукушкина А.В., Кулебякин В.Н., Лабин Д.К., Овлащенко А.В., Петченко М.А. и др. Международное право в 2 т. Учебник / Москва, 2016. Сер. 58 Бакалавр. Академический курс (3-е изд., пер. и доп). – 602 с.

53. Европейское право. Основы интеграционного права Европейского Союза и Евразийского экономического союза: учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л.М. Энтин, М.Л. Энтин. — М.: Норма:

ИНФРА-М, 2018. – 528 с.

54. Европейское право. Отрасли права Европейского Союза и Евразийского экономического союза: учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л.М. Энтин, М.Л. Энтин. – М.: Норма: ИНФРА-М, 2018. – 416 с.

55. Европейское право. Право Европейского Союза и прав. обеспеч. защиты прав человека: Учебник / рук. авт. колл. и отв. ред. Л.М.Энтин - 3 изд., пересмотр. и доп. – М.: Норма: НИЦ Инфра-М, 2011. – 960 с.

56. Европейское право: учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М.: Издательство Юрайт, 2018. – 238 с.

57. Капустин А.Я. Право европейского союза: учебник для вузов / А.Я. Капустин. – М.: Издательство Юрайт, 2017. – 387 с.

58. Кашкин С.Ю. Право Европейского союза: учебник для академического бакалавриата / С.Ю. Кашкин, П.А. Калиниченко, А.О. Четвериков; под ред. С.Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М.: Издательство Юрайт, 2018. – 386 с.

59. Международное право: учебник для бакалавров / Курдюков Г.И., Абдуллин А.И., Бирюков П.Н., Давлетгильдеев Р.Ш., Валеев Р.М., Каюмова А.Р., Марочкин С.Ю., Мезяев А.Б., Мингазов Л.Х., Нугаева Н.Г., Тюрина Н.Е. – Москва, 2017. – 496 с.

60. Международное частное право: учебник для магистров/ И.В. Гетьман-Павлова И.В. М.: Издательство Юрайт, – 2013. – 959 с.

61. Основополагающие акты финансового права Европейского союза с постатейным переводом и комментариями: учебное пособие. / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2019. – 794 с.

62. Петрова Г.В. Международное финансовое право: учебник для бакалавриата и магистратуры / Г. В. Петрова. – М.: Издательство

Юрайт, 2016. – 441 с.

63. Селивановский, А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебник / А. С. Селивановский; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. — 580 с.

64. Теория корпоративных финансов: учебник/ Тарасевич Л.С. — М.: Высшее образование, 2007. — 237 с. — (Университеты России).

65. Топорнин Б.Н. Европейское право. Учебник. – М.: Юристъ, 1998. – 456 с.

66. Федотова И.Г., Толстопятенко Г.П. Юридические понятия и категории в английском языке (толковый словарь) / И.Г. Федотова, Г.П. Толстопятенко. М.: Статут, 2014. – 404 с.

67. Финансовое право Европейского Союза и Евразийского экономического союза // Европейское право. Отрасли права Европейского союза и Евразийского экономического союза. М., 2018. С.123-155.

68. Финансовое право Европейского союза. // Европейское право. Право Европейского Союза и правовое обеспечение защиты прав человека. Отв. редактор Л. М Энтин; М., 2011. С. 668-690.

69. Финансовое право Европейского союза. // Европейское право. Право Европейского Союза и правовое обеспечение защиты прав человека. Отв. редактор Л. М Энтин; М., 2012. С. 668-689.

70. Шумилов В.М. Международное финансовое право. Учебник. – М.: Международные отношения, 2014. – 328 с.

71. Шумилов В.М. Международное экономическое право: учебник для магистров. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. – 612 с.

VI. Монографии и иные научные издания

а. На русском языке

72. Аристотель. Политика. Книга первая // Аристотель. Сочинения: В 4 т. Т. 4. – М.: Мысль, 1983. – 376 с.

73. Буренин, А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А.Н. Буренин. – М.: НТО, 2011. – 394 с.

74. Дарушин, И.А. Финансовый инжиниринг: инструменты и технологии. Монография. Издательство «Проспект». – М. – 2015. – 296 с.

75. Касьянов, Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС: монография / Р.А. Касьянов; М.: МГИМО-Университет, 2021. — 749 с.

76. Ковалев, В.В., Финансовый менеджмент: теория и практика. 3-е издание. 2014. Издательство «Проспект». –1094 с.

77. Лабин, Д.К. Международное право по защите и поощрению иностранных инвестиций: монография / Д.К. Лабин. – М.: Юстиция, 2019. – 296 С.

78. Лукинская, М.П. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Европейском Союзе: монография / М.П. Лукинская; под ред. М.М. Бирюкова. – М.; НОРМА: ИНФРА-М, 2013. – 222 с.

79. Семилютина, Н.Г. Российский рынок финансовых услуг (формирование правовой модели). - М.: - Волтерс Клувер. 2005. –315 с.

80. Шевченко, О.М. Правовое регулирование деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг: новации российского законодательства и актуальные проблемы: монография. М.: Проспект, 2015. – 344 с.

81. Шеленкова, Н.Б. Европейское финансовое право: Правовые основы европейской интеграции. Интеграционное регулирование рынка ценных бумаг. В 3-х томах. Т. 1. М.: Добросвет, 2003. – 338 с.

b. На иностранных языках

82. Andenas M., Chiu H.I. The Foundations and Future of Financial Regulation. Governance and Responsibility. Routledge. 2014. 539 P.

83. Benhamou, E. Global Derivatives: Products, Theory and Practices. World Scientific Publishing Company Singapore. 2007. 412 P.

84. Buckeley R.P., Arner D.W. From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure. Wolters Kluwer. 2011. P. 1-330.

85. Chance, D. Essays in Derivatives. John Wiley & Sons. 1998.

86. Chisholm, A.M. Derivatives Demystified. A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options. John Wiley & Sons Ltd. 2004. 288 P.

87. Craig P., de Búrca G. EU Law: Text Cases and Materials. Oxford University Press. 2011. 1380 P.

88. Eales, B.A., Choudhry M. Derivative instruments: A Guide to Theory and Practice. Butterworth-Heinemann 2003. 272 P.

89. Hull, J.C. Options, Futures, and Other Derivatives. Pearson. Sixth edition. 2006.

90. Jacque, L.L. Global Derivative Debacles: From Theory to Malpractice. Second edition. World Scientific. 2015 г. 368 P.

91. Lambert, E. The Futures: The Rise of the Speculator and the Origins of the World’s Biggest Markets. Basic Books. 2012. 248 P.

92. Markham J.W., Gjynshi R., Regulation of derivative instruments. Research handbook on securities regulation in the United States. Edward Elgar publishing. 2014. P. 346.

93. McDonald, R.L. Derivatives Market.Third Edition. Pearson. 2012. 913 P.

94. Nelson, P. Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID. Cambridge University Press. 2008. 482 P.

95. Oldani, C. Governing Global Derivatives: Challenges and Risks, Ashgate. 2008.

96. Poitras, G. The Early History of Financial Economics, 1478-1776, Edward Elgar Publishing Ltd. Cheltenham. 2000. 544 P.

97. Rubinstein, M. Rubinstein on Derivatives, Futures, Options and Dynamic Strategies. Risk Books. 1999.

98. Ruchkina, G.F. Norms of soft law as a new source of financial law of Russia / Ruchkina G.F., Zalyubovskaya N.V., Romashkova I.I., Vengerovskiy E.L., Eremin S.G. // Journal of Advanced Research in Law and Economics. -2018. No. 9(1). Pp. 278-286.

99. Swan, E.J. Building the Global Market. A 4000-Year History of Derivatives. Wolters Kluwer. London. 2000.

100. Wehlander, C. Services of General Economic Interest as a Constitutional Concept of EU Law. The Hague. 2016. 374 P.

101. Whaley, R.E. Derivatives: Markets, Valuation, and Risk Management. John Wiley & Sons. Hoboken, New Jersey. 2006 г. P. 11.

102. Wood, P.R. Conflict of Laws and International Finance. First Edition. 2007. Sweet and Maxwell. 696 P.

VII. Диссертации

103. Баширов, М.А. Международно-правовое регулирование доступа на рынки финансовых услуг : дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.10 / Баширов Михаил Андреевич. – М., 2010. – 191 с.

104. Иванова, Е.В. Правовая квалификация деривативов: дис. канд. юрид. наук : 12.00.03. Иванова Екатерина Викторовна. – М. 2006. – 196 с.

105. Капустин, А.Я. Международно-правовые проблемы природы и действия права Европейского Союза : дис. ... д-ра юрид. наук: 12.00.10 / Капустин Анатолий Яковлевич. – М., 2001. – 418 с.

106. Касьянов, Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС: дис. … д-ра юридических наук: 12.00.10. Касьянов Рустам Альбертович. – М. 2020. – 554 с.

107. Меркулова, Л.А. Финансово-правовые аспекты операций с производными финансовыми инструментами (деривативами): дис. ...канд. юрид. наук : 12.00.14. Меркулова Людмила Александровна. – М. 2011. – 239 с.

108. Михаленко, Ю.В. Правовые основы и механизмы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.10 / Михаленко Юлия Владимировна. – М., 2019. – 211 с.

109. Шумилов, Ю.В. Эволюция международного финансового права в свете глобального финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг.: дис. … канд. юрид. наук: 12.00.10 / Шумилов Юрий Владимирович. – М., 2010. – 229 с.

VIII. Статьи

а. На русском языке

110. Абдуллин, А.И. Право Европейских Сообществ: к вопросу о классификации источников / А.И. Абдулин // Известия высших учебных заведений. Правоведение. – 2001. – № 4 (237). – С. 177–197.

111. Баженова, В.А. Правовые аспекты деятельности Европейского комитета по системным рискам / В.А. Баженова // Евразийский юридический журнал. – 2018. – №5(120). – С. 58–60.

112. Бегичева, К.Ю. Учёт информации финансовыми институтами в ЕС: регулирование деятельности / К.Ю. Бегичева // Евразийский юридический журнал. – 2018. – № 1 (116). – С. 52–54.

113. Буренин, А.Н. О неизбежности экономических кризисов в современной развитой рыночной экономике / А.Н. Буренин // Экономическая политика. – 2017. – Т. 12. – № 5. – С. 8-21.

114. Буренин, А.Н. Фьючерсные контракты как инструмент макроэкономического регулирования / А.Н. Буренин // Экономика и предпринимательство. – 2017. – № 3-2 (80). – С. 113-116.

115. Вопленко, Н.Н., Правовые дефиниции в современном российском законодательстве / Н.Н. Вопленко, М.Л. Давыдова // Вестник Нижегородского Университета. – 2001. – Серия: Право. – №1. – С. 64-71.

116. Еремина, К.Е. Хеджирование валютных рисков: механизмы, стратегии, участники / К.Е. Еремина, П.С. Зеленский // Актуальные проблемы авиации и космонавтики. – 2010. – № 2. – С. 107-108.

117. Ерпылева, Н.Ю. Коллизионное и материальное регулирование обращения ценных бумаг: частноправовые аспекты / Н.Ю. Ерпылева, М.Н. Клевченкова // Законодательство и экономика. – 2009. – № 6. – С. 52-69.

118. Касьянов, Р.А. MIFID II и MIFIR усиливают концепцию прозрачности в рамках формирующегося единого европейского финансового рынка / Р.А. Касьянов // Финансовое право. – 2018. – № 12. – С. 9-12.

119. Касьянов, Р.А. MIFID II: регулирование алгоритмической торговли и высокочастотной алгоритмической торговли / Р.А. Касьянов // Финансовое право. – 2018. – № 6. – С. 3-7.

120. Касьянов, Р.А. MIFID II: регулирование деятельности финансовых торговых площадок в ЕС / Р.А. Касьянов // Финансы и управление. – 2018. – № 2. – С. 13-21.

121. Касьянов, Р.А. Суд Европейского союза подтвердил полномочия Европейского органа по ценным бумагам и рынкам. Комментарий к решению Суда Европейского союза № С-270/12 от 22 января 2014 года по делу Соединённое Королевство Великобритании и Северной Ирландии против Европейского парламента и Совета Европейского союза / Р.А. Касьянов // Международное правосудие. – 2017. – № (22). – С. 17-28.

122. Касьянов, Р.А. Рынки финансовых инструментов в Европейском союзе: правовые основы регулирования / Р.А. Касьянов // Законы России: опыт, анализ, практика. – 2015. – № 9. – С. 65-69.

123. Касьянов, Р.А. Основные инициативы Евросоюза в борьбе с рыночными злоупотреблениями / Р.А. Касьянов // Вестник МГИМО Университета. – 2014. – № 4 (37). – С. 244-252.

124. Касьянов, Р.А. Европейский опыт правового регулирования финансовых рынков и возможности его применения в России / Р.А. Касьянов // Вестник МГИМО Университета. – 2013. – № 4 (31). – С. 267-274.

125. Касьянов, Р.А. Общие тенденции правового регулирования рынка ценных бумаг в Европейском союзе / Р.А. Касьянов // Законы России: опыт, анализ, практика. – 2013. – № 4. – С. 93-97.

126. Касьянов, Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе. / Р.А. Касьянов // Вестник МГИМО Университета. – 2012. – №6 (27). – С. 147-153.

127. Кашкин, С.Ю. Гармонизация законодательства России и Европейского союза как ключевой элемент их эффективного взаиморазвития в XXI в. / С.Ю. Кашкин, П.А. Калиниченко // Право и государство: теория и практика. – 2005. – № 12. – С. 100-120.

128. Кригер, А.М. Особенности правового регулирования внебиржевых производных финансовых инструментов в ЕС / А.М. Кригер, Р.А. Касьянов // Финансовое право. – 2016. – № 9. – С. 28-32.

129. Лабин, Д.К. Международно-правовое обеспечение экономического регионализма / Д.К. Лабин // Государство и право. – 2005. – № 4. – С. 61–66.

130. Лабин, Д.К. Международно-правовое регулирование инвестиционных отношений (исторический очерк) / Д.К. Лабин // Право и политика. – 2000. – № 9. – С. 84–92.

131. Леанович, Е.Б. Роль права Европейского союза в процессе унификации коллизионных норм, применимых к внедоговорным обязательствам / Е.Б. Леанович, И.Ю. Гасперович // Журнал международного права и международных отношений. – 2010. – № 3. – С.21-28.

132. Макшанова, Т.В. Производные ценные бумаги и финансовые инструменты: сущность и возможность применения / Т.В. Макшанова, О.Г. Коваленко // Вектор ТГУ. – 2013. – №3. – С. 348-352.

133. Мещерякова, О.М. Правовое регулирование финансовой сферы в Европейском Союзе и формирование единого рынка финансовых услуг / О.М. Мещерякова // Международное право. – 2019. – № 3. – С. 8-13.

134. Мещерякова, О.М. Развитие стандартов банковской деятельности в Европейском союзе: проблемы и перспективы / О.М. Мещерякова // Вестник Костромского государственного университета. –2019. – Т. 25. – № 3. – С. 162-166.

135. Мещерякова, О.М. Функционирование финансовой системы Европейского союза и вопросы суверенной государственности государств-членов ЕС / О.М. Мещерякова // Вопросы правоведения. – 2015. – № 2 (30). – С. 133-139.

136. Плотников, В.С, Плотникова, О.В. Определение производных финансовых инструментов для признания в бухгалтерском учете // Вектор Науки ТГУ. – 2012. – №2 (20). – С. 179-182.

137. Ручкина, Г.Ф. Кредитные рейтинги банков как показатель надежности: объективность или запрос финансового рынка / Г.Ф. Ручкина // Банковское право. – 2020. – № 6 – С. 7-19.

138. Ручкина, Г.Ф. Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком: опыт Банка России / Г.Ф.Ручкина // Банковское право. – 2019. – № 1. – С. 7-20.

139. Селивановский, А. С. Биржевые договоры / А.С. Селивановский // Хозяйство и право. – 2013. – № 10. – С. 25-37.

140. Селивановский, А. С. Защита прав инвесторов на фондовом рынке: современные вызовы / А.С. Селивановский // Хозяйство и право. – 2014. – № 7. – С. 66-88.

141. Селивановский, А. С. Производные финансовые инструменты и конфликт интересов / А.С. Селивановский // Хозяйство и право. – 2011. – № 12. – С. 71-81.

142. Селивановский, А. С. Рамочные договоры о срочных сделках (деривативах) / А.С. Селивановский // Рынок ценных бумаг – 2008. – № 7. – С. 15-18.

143. Селивановский, А. С. Процентные свопы: бег на месте с препятствиями / А.С. Селивановский, Р.Э. Суслов // Хозяйство и право. – 2014. – № 8. –С. 92-108.

144. Семилютина, Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг: проблемы законодательного регулирования / Н.Г. Семилютина // Журнал российского права. – 2003. – № 2. – С. 30–42.

145. Семилютина, Н.Г. Новейшие тенденции развития законодательства о рынках финансовых услуг / Н.Г. Семилютина // Экономика. Налоги. Право. – 2013. – № 3. – С. 130–136.

146. Полтева, Т.В. Практика применения деривативов как инструмента хеджирования рисков / Т.В. Полтева, Е.С. Лукьянова // Вестник НГИЭИ. –2015. – №1(44). – С. 69-74.

147. Уткин, В.С. Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке / В.С. Уткин // Финансы и кредит. – 2009. – №40 (376). [Электронный ресурс] URL: https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-deyatelnosti-i-rol-tsentralnyh-kontragentov-na-sovremennom-finansovom-rynke (Дата обращения: 03.04.2018 г.).

148. Худякова, Л.С., Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе / Л.С. Худякова, Е.А. Сидорова // Деньги и кредит. – 2014. –№ 4. – С. 28-34.

149. Шохин, С.О. План и рынок: тенденции развития законодательства / С.О. Шохин // Юридический мир. – 2017. – № 3. – С. 19–22.

150. Шохин, С.О. Тенденции изменения правового регулирования публичных и частных финансов: кризисный тренд / С.О. Шохин // Финансовое право. – 2016. – № 5. – С. 21-23.

151. Энтин, Л.М. Лиссабонский договор и реформа Европейского Союза / Л.М. Энтин // Журнал российского права. – 2010. – № 3 (159). – С. 104-115.

152. Энтин, М.Л., Осокина Е.Б. Роль Европейского центрального банка в современной системе обеспечения финансовой стабильности ЕС / М.Л. Энтин, Е.Б. Осокина // Вестник Балтийского федерального университета им. И. Канта. Серия: Гуманитарные и общественные науки. – 2017. – № 4. – С. 36–51.

b. На иностранных языках

153. Abraham, A. Deconstructing Derivatives Transactions: Has Contract Law Became Destabilized? // Hong Kong Law Review. vol. 32.Part 3.2002. P. 549.

154. Ahonen, Z. The Recent Financial Crisis and its Impact on Interest Rate Swaps: A Road to Recovery Through the Frustration of Commercial Purpose Doctrine // Indiana International And Comparative Law Review. vol. 24. 2014. P. 429-459.

155. Alford, D. The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Regulation? // Annual Review of Banking and Financial law. vol. 25. 2006. P. 389-435.

156. Aron, T. Organized Trading Facility: How They Differ from MTFs // Financier Worldwide Magazine, July 2015. P. 1-12.

157. Aubry, N., McKee M. MiFID: Where Did it Come From, Where is it Taking Us? // Journal of International Banking Law and Regulation.vol. 22. 2007. P. 177-186.

158. Awrey, D. Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets // Harvard Business law Review. Vol. 2. 2012. C. 235-294.

159. Biedermann, T. Cross-Border Resolution Recognition: EU Legislation Staying Default Rights as a Model for United States // Columbia Journal of European Law. Vol. 23. 2016. P. 177-197.

160. Biondo, G.V., Miller A.E. Certain Alternative Investment Funds May Not be Permitted to Use an Aggregate Method to Allocate Gains and Losses – An Updated Regulation is Needed // Journal of Taxation and Financial Products. vol. 6. Issue 4. 2007. P.29-48.

161. Borowicz, M. Private Power and International Law: The International Swaps and Derivatives Association // European Journal of Legal Studies. Vol. 8. 2015. P.46 – 66.

162. Braithwaite, J. The dilemma of client clearing in the OTC derivatives markets // European Business Organization Law Review. 2016. ISSN 1566-7529 [Электронный ресурс] http://eprints.lse.ac.uk/64476/1/Braithwaite_Dilemma%20of%20client%20clearing_2016.pdf (Дата обращения: 11.05.2018 г.).

163. Braithwaite, J.P., Standard Form Contracts as Transnational Law: Evidence from the Derivatives Markets // The Modern Law Review. 2012. Vol. 75. P. 779 – 805.

164. Brook, J., Unregulable: Why Derivatives May Never Be Regulated // Brooklyn Journal of Corporate Financial & Commercial Law. vol. 4. Issue 2. 2010. P. 269-295.

165. Browne, P. Respond to change // International Financial Law Review. February 2010. P. 1-40.

166. Bryan, G. The Law of the Clearing Houses // Virginia Law Review. 1914-1915.

167. Buckley, J., Howarth D., Quaglia L. Internal Market: The Ongoing Struggle to ‘Protect’ Europe from Money Men // Journal of Common Market Studies. 2012. Volume 50. P. 99-115.

168. Buttigieg, C.P. Governance of Securities Regulation and Supervision: Quo Vadis Europa? // Columbia Journal of European Law.vol.21. 2015. P. 411-449.

169. Cafaggi, F. The Many Features of Transnational Private Rule-Making: Unexplored Relationships between Custom, Jura Mercatorum and Global Private Regulation // University of Pennsylvania Journal of International Law. Vol. 36. 2015. P.875- 938.

170. Castellano, G.G., Jeunemaître A., Lange B. Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models // European Business Law Review. Vol. 3. 2012. P. 409-446.

171. Cecchetti, S.G., Gyntelberg J., Hollanders M. Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives // BIS Quarterly Review. September 2009. [Электронный ресурс] https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf (Дата обращения: 06.04.2018 г.).

172. Chamorro-Courtland, C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria // FSU Business Review. vol. 10. 2011. P. 57-117.

173. Chui, M. Derivatives Markets. Products and Participants: an Overview// IFC Bulletin №35 [Электронный ресурс] http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35a.pdf (Дата обращения: 01.06.2018 г.).

174. Chung, J.J. From Feudal Land Contracts to Financial Derivatives: The Treatment of Status Through Specific Relief // Review of Banking and Financial Law. vol. 29. 2010. P. 125-176.

175. Collard, K. Advantages of Co-Regulatory OTC Derivatives Regime // Georgetown Journal of International Law. vol. 46. 2015. P. 877-913.

176. Collins, H. Why Europe Needs a Civil Code // European Review of Private Law. 21. 4. 2013. C. 907-922.

177. Cortez, B., Vogel, T. A Financial Tax for Europe? // EC Tax Review. Vol. 1. 2011. P. 16-29.

178. Cuniberti, G., Three Theories of Lex Mercatoria // Columbia Journal of Transnational Law. Vol. 52. 2014. P.369-434.

179. D'Errico, M., Roukny T. Compressing over-the-counter markets. Working paper. European Systemic Risk Board [Электронный ресурс] https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp44.en.pdf (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

180. Dalhuisen, J.H. Financial Services, Products, Risks and Regulation in Europe after the EU 1998 Action Plan and Basle II // European Business Law Review. Issue 5. 2007. P. 819-1091.

181. Dalhuisen, J.H. Globalization and the Transnationalization of Commercial and Financial Law // Rutgers University Law Review. Vol. 19. 2015. P. 19-60.

182. Davrados, N. OTC Derivatives and the Conflict of Laws // Journal of the History of International Law. Vol. 65. 2012. P. 181-213.

183. Dhingra, S. Salvaging Brexit. The Right Way to Leave the EU // Foreign Affairs. November- December 2016. P. 90-100.

184. Dodge, W.S. Presumption against Extraterritoriality after Morrison // American Society of International Law Proceedings. Vol. 105. 2011. P. 396-399.

185. D'Souza, F.P., Ellis N.S., Fairchild L. Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives

Market // University of Pennsylvania Journal of Business Law. Vol. 12(2). 2010. P. 473-516.

186. Enriques, L., Gatti M. Is There a Uniform EU Securities Law after the FSAP? // Stanford Law Journal, Business and Finance. Vol. 14.1. 2008. P. 43-82.

187. Ferrarini, G., Moloney N. 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. 2012. P. 557-597.

188. Fleischer, V. Regulatory Arbitrage // Texas Law Review. vol. 89. 2010. P.227-289.

189. Fletcher G.S. The (Unacknowledged) risks of hedging with credit derivatives // Review of Banking and Financial Law. vol. 33. 2014. P. 813-898.

190. Flynn, L. Coming of Age: The Free Movement of Capital Case Law 1993-2003 // Common Market Law Review. 39. 2002. P. 774-805.

191. Garslian, L. Towards a Universal Model Regulatory Framework for Derivatives: Post-Crisis Conclusions from the United States and the European Union // University of Pennsylvania Journal of International Law. Vol. 37. Issue 3. 2016. P.941-1026.

192. Gobbo, G. MIFiD's Sstematic Internalisation: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets // European Business and Law Review. 2009. Issue 1. 20. P. 63-69.

193. Gorton, L. Financial Law in Global Surrounding // European Business Law Review. Vol. 23. 2012. P. 913-944.

194. Griffith, S.J. Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation // Minnesota Law Review. Vol. 98. 2014. P. 1291 – 1373.

195. Grundmann-van de Kool, C.M. New EC Prospectus Directive and the Lamfalussy Process // European Company Law. April 2004. Issue 1. P. 32-35.

196. Hauch, C.L. Dodd-Frank's Swap Clearing Requirements and Systemic Risk // Yale Journal on Regulation. vol.30. 2013. P. 278-288.

197. Henry, D. Clarifying and Settling Access to Clearing and Settlement in the EU // European Business and Law Journal. Vol. 17. Issue 4. 2006. P. 1-20.

198. Herring, R. The Challenge of Resolving Cross-Border Financial Institutions // Yale Journal on Regulation. Vol. 31. 2014. P. 853-881.

199. Hillion, C., Intergating an Outsider: An EU Perspective on Relations with Norway // European Foreign Affairs Review. 2011. vol. 16. P. 489-520.

200. Ho, J. How Will Emir Affect Corporates? // International Financial Law Review. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.

201. Howell, E. Short Selling Reporting Rules: A Greenfield Area // European Company Law. 12. No 2 (2015) P. 79-88.

202. Hudson, A., The Legal Aspect of Financial Derivatives // Business Law Review. Vol. 17. Issue 10. 1996. P. 199-201.

203. Ingram, J.C. The Case for European Monetary Integration // Essays in International Finance № 98. 1973. P. 1-33.

204. Johnson, L.L. The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures // The Review of Economic Studies. Vol. 27. No. 3. 1960. P. 139-161.

205. Johnson, C. Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation // Nevada Law Journal. Vol. 14. 2014. P. 542 – 619.

206. Juurikkala, O., Financial Engineering Meets Legal Alchemy: Decoding the Mystery of Credit Default Swaps // Fordham Journal of Corporate and Financial Law. Vol 19. 2014. P. 425 - 488.

207. Kasyanov, R.A. The EU Experience as a Model for the Development of a Single Financial Market Regulation in the Eurasian Economic Union (EAEU) // European Company and Financial Law Review. 2019. T. 16. № 5. P. 592-621.

208. Kasyanov R., Kriger A. Towards Single Market in Financial Services: Highlights of the EU and the EAEU Financial Markets Regulation // Russian Law Journal. № 8(1). 2020. С. 111-137.

209. Knobbe-Keuk, B. Transfer of residence and of branches between freedom of establishment, the merger directive and German transformation tax law // Intertax. Vol. 1(20). 1992. P. 4–12.

210. Kristen, F.G.H. Integrity on European Financial Markets: Background, Objectives, Reasons, Overall Contents and Implications of the MAD // European Company Law. Vol. 4. 2005. P. 13-21.

211. Labin D.K., Soloveva A.V. International Investment Law as International Law: Russian and Western Approaches // American Journal of International Law. 2018. T. 112. P. 202-206.

212. Labin D.K., Muratova R.R. New Approaches to the Balance between Investor Protection and the Right to Regulate within Mega-regional Agreements // Moscow Journal of International Law 2018. № 4. P. 54-63.

213. Ladon, P.W. In CDS We Trust – An Analysis of Credit Default Swaps in Contract and Regulatory Law // Rutgers Business Law Review. vol. 34. 2011. P. 34-70.

214. Lehmann, M., Zetzsche D., Brexit and the Consequences for Commercial and Financial Relations between the EU and the UK // European Business Law Review. Issue 7. P. 999–1027.

215. Levy, M. Japanese and US Financial Derivatives Market: The Recommendations for Loosening Japan's Tightly Regulated Market // Fordham International Law Journal. vol.18. 1995. P. 1970-2025.

216. Liabo, J.A. The New Threat to Financial Reform: the End-User Exception to Dodd-Frank Mandatory Swap Clearance // The John Marshall Law Review. vol. 45. 2011. P. 117-143.

217. Lynch, T.E. Coming Up Short; The United States' Second-Best Strategies for Corralling Purely Speculative Derivatives // Cardozo Law Review. vol. 36. 2014-2015. P.545-624.

218. McMahon, J. Current Developments: European Union Law. Time to Take Stock on the Markets: The Financial Services Action Plan Concludes the Company Law Action Plan Rolls Out // International and Comparative Law Quarterly. № 999. 2004. P. 995-1024.

219. Mescheryakova, O.M., Novak J.J. The Common Trends in the Financial Sector of Integration Process: The Securities Market and Single Market of Financial Services // Advances in Intelligent Systems and Computing. 2020. T. 1100 AISC. Pp. 716-724.

220. Mohamed, S. Reform of the EU Securities Market: A Critical Assessment of the Lamfalussy report // Business Law International. 2002. №3. 290-306.

221. Mucea, V., The Limits of the Direct Effect of the Directives // Euro-Atlantic Studies. 2004. P.65-74.

222. Muir Watt, H. Private International Law Beyond the Schism // Transnational Legal Theory. Vol. 2(3). 2011. P. 347-427.

223. Myles, D. Here to Stay // IBA Financial Law Conference. International and Financial Law Review. June 2014. P. 26-27.

224. Nielsen, P.R. The Community Directive on Investment Services - The Controversy on Mutual Recognition and Home Country Control // Scandinavian Student Law Review vol. 39. 2000. P. 139 – 184.

225. Nijkeuter, E. Exchange of Information and the Free Movement of Capital between Member States and Third Countries // EC Tax law review. 2011. 5th Edition. P. 232-241.

226. Norfield, T. Derivatives and Capitalist Markets: The Speculative Heart of Capital // Historical Materialism vol.20.1. 2012. P. 103-132.

227. O'Connor, B.R. Taming the Wild West of Wall Street: Regulating Credit Default Swaps after the Dodd-Frank // The John Marshall Law Review. № 48. 2015. P. 565-604.

228. Okonjo, J. Assessing the Impact of the Extraterritorial Provisions of the European Markets Infrastructure Regulation (EMIR) on Emerging Economies' OTC Derivatives Markets: A Doctrine of Proportionality, Perspective Challenges and Unresolved Issues // The Indian Journal of International Economic Law. vol. VII. 2015. P.1-51.

229. Oluwabiyi, A.A. A Comparative Legal Analysis of the Application of Alternative Dispute Resolution (ADR) to Banking Disputes // Journal of Law, Policy and Globalization. Vol. 38. 2015. P. 1-14.

230. Ortino, M. The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services // International and Comparative Law Quarterly. vol.56. 2007. P. 311-312.

231. Peirce, H. Derivatives Clearinghouses: Clearing the Way for Failure // Cleveland State Law Review. vol. 64. 2016. P. 589-660.

232. Peng, P.T. Deciding Applicable Law to Private Antifraud Claims Arising From Cross-Border Security-Based Swaps // Minnesota Journal of International Law. Vol. 24. 2015. P. 131-157.

233. Rauterberg, G., Verstein A. Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform // Virginia Journal of International Law. Vol. 54. 2013. P. 9- 50.

234. Saunders, B. B. Should Credit Default Swap Issuers Be Subject to Prudential Regulation? // JCLS, vol.10. 2010. P. 427-449.

235. Shadab, H.B. Counterparty Regulation and Its Limits: the Evolution of the Credit Default Swaps Market // New York Law School Review. vol. 54. 2010. P. 689-705.

236. Sholem, M. Scope for Improvement // International Financial Law Review. May 2014. P. 42.

237. Sibo, S.A. Credit Default Swaps: How Should They Be Regulated // Dartmouth Law Journal. Vol. 11. 2013. P. 54-81.

238. Siems, M.M. The Foundations of Securities Law // European Business Law Review. 2009. Issue 1. P. 141-171.

239. Smyth, W. The New York Clearing House // The Banking Law Journal. 1891.

240. Kummer S., The History of Derivatives: A Few Milestones, EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 мая 2012 г. [Электронный ресурс] https://www.seco.admin.ch/dam/seco/de/dokumente/Aussenwirtschaft/Wirtschaftsbeziehungen/Handel%20mit%20Dienstleistungen/Artikel_Studien/History_of_Derivatives.pdf.download.pdf/10%20The%20History%20of%20Derivatives%20-%20A%20Few%20Milestones.pdf (Дата обращения: 01.06.2018 г.).

241. Stewart, L. Multinational Finance and Derivatives //American Society of International Law Proceedings. vol.89. 1995. P. 38-42.

242. Stout, L.A. Derivatives and The Legal Origin of the 2008 Credit Crisis // Harvard Business Law Review. vol. 1. 2011. [Электронный ресурс] https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.ru/&httpsredir=1&article=1822&context=facpub (Дата обращения: 28.05.2018 г.).

243. Swantek, M.A. A Brave New World: Credit Default Swaps and Voluntary Debt Exchanges // The John Marshall Law Review. Vol. 45. 2012. P. 1227-1254.

244. Szpringer M., Szpringer W. Law and Economics of Central Counterparties (CCP) – Selected Issues of Regulation and Competition Concerning Financial Market Infrastructure // European Business and Law Journal. 2016. Vol. 27. Issue 5. P. 587-603.

245. Takehara, D. Financial Reform in the European Union: Establishing the Common Technical Rulebook // Global Business & Development Law Journal. 2013. vol. 26. P. 531-553.

246. Thomasson, K.R. Over-The-Counter Derivatives in a Global Financial Marketplace: The Case for Uniform Global Identifiers and Compatible Reporting Requirements in Substituted Compliance Comparability Determinations // Catholic University Law Review. Vol. 65. 2015. P. 363-386.

247. Vercher-Moll, J. Towards a European Supervisory Authority // Connecticut Insurance Law Journal. vol. 21.1. 2014. P. 173-208.

248. Vitkova, D. Level 3 of the Lamfalussy process: an Effective Tool Towards Achieving Pan-European Regulatory Consistency? // Law and Financial Markets Review. March 2008. P. 159.

249. Warren, M.G. III The European Union's Investment Services Directive // University of Pennsylvania Journal of International Law. Vol. 15:2. 1994. P. 181-220.

250. Weber, E.J. A Short History of Derivative Security Markets. The University of Western Australia. Discussion Paper. 2008. P. 14 [Электронный ресурс] http://www.rdi.uwa.edu.au/__data/assets/pdf_file/0003/94260/08_10_Weber.pdf (Дата обращения: 24.05.2018 г.).

251. Wibier, R.M. The Credit Crisis and Securitisation // European Journal of Commercial Contract Law. 2011-3/4. P. 83-88.

252. Yeoh, P. Derivatives: Regulatory Reforms and New Rules // Business Law Review. vol. 31. Issue 12. 2010. P. 264-271.

253. Zabel, R.R. Credit Default Swaps: From Protection to Speculation // Pratt's Journal of Bankruptcy Law. Vol. 4. Issue 6. 2008. P. 546-552.

IX. Электронные ресурсы

254. Официальный сайт Европейского союза. – Текст: электронный. – URL: http://europa.eu/ (дата обращения: 30.01.2021).

255. Официальный сайт Европейского органа по ценным бумагам и рынкам. – Текст: электронный. – URL: https://www.esma.europa.eu/ (дата обращения: 30.01.2021).

256. Официальный сайт Суда ЕС. – Текст: электронный. – URL: https://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/en/ (дата обращения: 30.01.2021).

257. Официальный сайт Банка международных расчетов. – Текст:
электронный. – URL: http://www.bis.org (дата обращения: 30.01.2021).

258. Официальный сайт Международной организации комиссий по ценным бумагам – Текст: электронный. – URL: https://www.iosco.org/ (дата обращения: 30.01.2021).

259. Официальный сайт Международной ассоциации свопов и деривативов – Текст: электронный. – URL: https://www2.isda.org (дата обращения: 30.01.2021).