

---

## РЕФОРМА РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ В ЕС ПОСЛЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

М.В. Озюменко

Кафедра административного и финансового права  
Российский университет дружбы народов  
ул. Миклухо-Маклая, 6, Москва, Россия, 117198

В статье рассмотрены основные направления регулирования рынка внебиржевых деривативов в ЕС после мирового финансового кризиса, раскрыт перечень лиц и операций, в отношении которых применяются новые нормы. Также проанализированы предпосылки проводимых реформ, их значение и возможные последствия для функционирования рынка внебиржевых деривативов и деятельности надзорных органов в указанной сфере.

**Ключевые слова:** Европейский союз, внебиржевые деривативы, центральный клиринг, центральный клиринговый контрагент, клиринговое обязательство, торговые репозитории, Европейское агентство по ценным бумагам и финансовым рынкам.

В целях преодоления последствий мирового экономического кризиса в 2009 г. на саммите в Питтсбурге лидеры Большой двадцатки договорились о необходимости разработки комплекса мер, направленных на увеличение прозрачности обращения внебиржевых деривативов и уменьшение системных рисков. Особое внимание было уделено обеспечению более полного контроля за проведением операций с внебиржевыми деривативами. Были сформулированы следующие конкретные требования к обращению внебиржевых деривативов, нуждавшиеся в законодательном закреплении:

- все стандартизированные внебиржевые деривативы должны обращаться на организованных внебиржевых площадках;
- клиринг по сделкам с внебиржевыми деривативами должен осуществляться через центральных контрагентов до конца 2012 г.;
- информация о совершенных сделках должна предоставляться торговым репозиториям;
- в отношении сделок, не проходящих центральный клиринг, должны применяться повышенные требования к капиталу [14. Р. 9].

Принятые на саммите решения стали предпосылкой проведения реформ в сфере регулирования финансовых рынков и обращения внебиржевых деривативов в частности. Эти реформы внесли существенные изменения в существовавшую систему финансовых институтов. Они затронули структуру рынка внебиржевых деривативов, повлияв на модели ведения бизнеса и порядок проведения сделок. В процессе реализации принципов международной регулятивной

реформы в отдельных странах Большой двадцатки, в том числе в ЕС, были приняты нормативные акты, закрепляющие разработанные нормы.

ЕС, руководствуясь решениями, одобренными Большой двадцаткой, был разработан ряд законопроектов, вносящих кардинальные изменения в систему существовавших ранее норм, регулирующих деятельность финансовых рынков и обращение финансовых инструментов. После кризиса регулятивная реформа обращения внебиржевых деривативов в основном фокусирована на двух аспектах: прохождения большим числом сделок процедуры обязательного клиринга через Центрального контрагента, увеличение прозрачности и усиления взаимодействия международных финансовых рынков [5. Р. 325].

В сфере регулирования обращения внебиржевых деривативов наиболее значимое место занимают Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка European Markets Infrastructure Regulation (EMIR), которые были приняты в феврале 2013 г.

Процесс согласования и принятия законопроекта был относительно долгим. 15 сентября 2010 г. Европейская комиссия опубликовала законопроект по регулированию деривативов, центральных контрагентов и торговых репозиторий в ЕС (EMIR). После одобрения Европейским Парламентом и Европейским советом 27 июля 2012 г. Правила были опубликованы в официальном журнале и вступили в силу 16 августа 2012 г.

Однако технические стандарты, дополняющие EMIR, содержащие требования к отчетности, предоставляемой торговым репозиториям, а также требования к порядку осуществления деятельности торговыми репозиториями и Центральными клиринговыми контрагентами, вступили в силу только 15 марта 2013 г. Европейской комиссией предполагалось утвердить Технические стандарты к концу 2012 г. и внедрить их в начале 2013 г., но в процессе согласования законопроекта возникали сомнения о возможности реализации запланированных сроков. Комитет европейского парламента по экономическим вопросам проголосовал против двух из шести законопроектов, предложенных Европейским агентством по ценным бумагам и финансовым рынкам (ESMA). Ожидалось, что преодоление разногласий отложит принятие Технических стандартов еще на шесть месяцев, но в феврале 2013 г. между Европейским Парламентом и ESMA был достигнут компромисс. Компаниям в сфере энергетики и техники, считавших требования новых стандартов слишком обременительными, была предоставлена трехлетняя отсрочка от их применения. В результате Технические стандарты EMIR были приняты и, помимо этого, принято решение о необходимости пересмотра Директивы о финансовых рынках (MIFID).

Нельзя сказать, что регулирование обращения внебиржевых деривативов до принятия EMIR отсутствовало вовсе. Подобные операции должны были соответствовать общим требованиям законодательства, и крупные финансовые институты подлежали надзору со стороны уполномоченных органов, но в отношении заключения двухсторонних контрактов с внебиржевыми деривативами системный мониторинг отсутствовал. До принятия EMIR внебиржевые деривативы не имели прямого регулирования, так как на требования обращения фи-

нансовых инструментов на биржах, закрепленные в MIFID на них не распространялись. На данный момент MIFID проходит кардинальную переработку, так как порядок обращения финансовых инструментов на биржах также требует существенных изменений. Принятие MIFID 2 планируется к 2015 г.

Программа реформирования обращения внебиржевых деривативов в ЕС была разработана с учетом того, что общеевропейское регулирование обращения финансовых инструментов имеет существенные преимущества, поскольку оно упрощает процесс управления рисками и снижает волатильность [8. Р. 4].

Являясь общеевропейским законодательным актом, Правила EMIR распространяются на порядок обращения внебиржевых деривативов во всех странах ЕС. Благодаря прямому регулированию правила не требуют дополнительных мер для их имплементации. С учетом общественных комментариев, в разработанных ESMA Технических стандартах определены критерии сделок с внебиржевыми деривативами, которые подлежат центральному клирингу, а также пруденциальные требования к Центральным клиринговым контрагентам (CCPs) и даты предоставления отчетности торговых репозиторий.

Действие EMIR [15. Art. 1 (4)] не распространяется на европейские центральные банки и органы, отвечающие за управление государственным долгом, однако на данный момент остается некоторая неясность в отношении иностранных центральных банков и органов, осуществляющих управление государственным долгом. В марте 2013 г. Европейской комиссией был опубликован доклад «Международный подход к Центральным банкам и Органам, осуществляющим управление государственным долгом, в отношении внебиржевых деривативов» («International Treatment of Central Banks and Public Entities Managing Public Debt with regard to OTC Derivatives»). В результате на основании этого доклада Европейской комиссией было решено, что EMIR не применяется в отношении центральных банков США, Японии и европейских центральных банков, так как в этих странах уже приняты нормативные акты, регулирующие обращение внебиржевых деривативов, в целом соответствующие принципам, закрепленным в нормах EMIR и в основных моментах схожими с требованиями ESMA.

Значимость правил регулирования инфраструктуры финансового рынка заключается в том, что в отличие от других законов, принятых в качестве реакции на финансово-экономический кризис, они затрагивают не только банковский и финансовый сектор, но также компании реального сектора экономики. EMIR создает новую регулятивную систему, обеспечивающую взаимодействие участников разного вида срочных сделок и центральных контрагентов. В целях выполнения норм, закрепленных в EMIR, страны-участницы должны обеспечить применение санкций к нарушителям правил [15. Art. 65]. Санкции должны быть эффективными, адекватными и предполагать как минимум административные штрафы. При этом выявление факта нарушения требований EMIR не влечет недействительности заключенной сделки, и не освобождает стороны от обязательств по ней.

На данном этапе процесса проведения реформ регулирования порядка обращения внебиржевых деривативов EMIR является основным правовым инструментом. Правила имеют пять основных направлений:

- установление обязательств по клирингу для определенных классов внебиржевых деривативов;
- установление механизмов снижения рисков для внебиржевых деривативов, не проходящих центральный клиринг;
- установление обязательств по отчетам торговых репозиторий;
- установление требований к осуществлению деятельности по центральному клирингу;
- установление требований к осуществлению деятельности торговых репозиторий, в том числе по раскрытию определенной информации для общественности и компетентных органов. EMIR содержит нормы, направленные на избежание коллизий и противоречий, в том числе в случаях возможных противоречий с нормами права государств, не входящих в ЕС. Согласно EMIR если правовые нормы в части надзора, обязательств в отношении клиринга, предоставления отчетности, снижения рисков других юрисдикций эквивалентны требованиям EMIR и одной из сторон сделки является резидент ЕС, а другой стороной — иностранное лицо, то резидент ЕС может применять нормы иностранного права и при этом будет считаться, что сделка соответствует требованиям EMIR.

Согласно EMIR ряд внебиржевых контрактов должен в обязательном порядке проходить центральный клиринг. В EMIR было закреплено понятие Клирингового обязательства, выработанное FSB. Клиринговое обязательство — это обязательство клиента провести сделку с одобренным Европейским агентством по ценным бумагам и финансовым рынкам (ESMA) посредником, если сделка носит спекулятивный характер и номинальный брутто-объем сделки превышает установленные клиринговые пороги.

Для разработки единых требований к клирингу на общеевропейском уровне было определено, какие типы деривативов подлежат центральному клирингу. Цель этих разработок — предупреждение возможных противоречий между регулируемыми органами, а также случаев проведения какой-либо из стран-участниц недостаточно полной законодательной реформы, что может привести к формированию различных условий торговли для участников рынка в отдельных странах ЕС [13. Р. 300].

Таким образом, сделки, подлежащие обязательному центральному клирингу должны соответствовать определенным требованиям. Сделка подлежит обязательному центральному клирингу, если заключена между двумя финансовыми институтами. В соответствии с EMIR понятие «финансовый институт» включает в себя: инвестиционные компании, кредитные институты, страховые компании, инвестиционные фонды и их управляющие компании, пенсионные фонды, альтернативные инвестиционные фонды. Нефинансовые институты — компании, зарегистрированные в ЕС и не соответствующие критериям финансового института.

При превышении определенного порогового значения подлежат процедуре обязательного клиринга следующие контракты: между финансовым и нефинансовым институтом, подлежащим процедуре центрального клиринга; между двумя нефинансовыми институтами, подлежащими процедуре центрального клиринга; финансовым либо нефинансовым институтом, подлежащим центральному клирингу и контрагентом, зарегистрированным в другой стране, который подлежал бы центральному клирингу в случае регистрации в ЕС, и если контракт заключается между двумя контрагентами, зарегистрированными в других странах, которые должны подлежать центральному клирингу, если бы были зарегистрированы в ЕС. Сделка не подлежит центральному клирингу, если заключена между финансовыми организациями, являющимися внутригрупповыми контрагентами, а также если заключена в целях хеджирования рисков. Еще одним исключением в действии EMIR являются пенсионные фонды, так как их деятельность нацелена на увеличение и сохранение пенсионных накоплений [15. Art.26]. Предполагается, что это исключение будет действовать в течение трехлетнего периода [12. P. 11] для обеспечения более плавного перехода к новым требованиям.

Клиринговые пороги для каждого класса внебиржевых сделок определяются разработанными ESMA техническими стандартами и пересматриваются на регулярной основе. При этом не все внебиржевые сделки принимаются во внимание при подсчете клирингового порога. Исключениями являются внебиржевые сделки, которые совершаются с целью уменьшить риски, связанные с коммерческой деятельностью, или контракты, заключаемые с внутригрупповым контрагентом [11. P. 24]. В Технических стандартах установлены следующие клиринговые пороги для контрактов с внебиржевыми деривативами:

- 1 млрд EUR, для кредитных деривативов;
- 1 млрд EUR, если базовый актив дериватива — акции;
- 3 млрд EUR, если базовым активом является процентная ставка;
- 3 млрд EUR, если базовый актив — валюта;
- 3 млрд EUR для товарно-сырьевых деривативов.

Для расчета клирингового порогового значения применяется номинальный брутто-объем сделок.

Таким образом, процедура клиринга применяется лишь в случаях, когда объем проводимых операций превышают определенные финансовые показатели. В сравнении с законодательными требованиями к клирингу в США нормы ЕС можно назвать более гибкими, так как в США клиринг обязателен для всех участников сделок с соответствующими деривативами. Но в отличие от США EMIR не содержит исключений в отношении валютных деривативов. В США подобные операции не подлежат процедуре обязательного клиринга [8. P. 6]. Еще одним отличием от законодательства США является то, что законодательство ЕС не содержит нормативов, ограничивающих государственную финансовую поддержку банков, занимающихся своповыми операциями. Банкам также не будет запрещено торговать деривативами за счет собственных средств [1. С. 16].

В регулировании клиринговой деятельности ключевую роль играет ESMA. В целях обеспечения прохождения процедуры клиринга для большего количества сделок с внебиржевыми деривативами ESMA, согласно правилам EMIR, уполномочено определять к какому виду сделок применяется процедура обязательного клиринга на основе требований EMIR.

В EMIR закреплены два подхода к определению того, какой тип сделок подлежит обязательному клирингу.

Принцип «снизу вверх» — согласно этому подходу ССР могут осуществлять клиринг определенных типов деривативов после получения на это разрешения компетентного национального органа. После того как выдается разрешение на осуществление транзакций по определенному типу, информация о выданном разрешении направляется в ESMA, которое, проведя анализ характеристик дериватива, в последствии принимает решение о целесообразности выдачи разрешения на осуществление клиринга на территории всего ЕС. На принятие данного решения у ESMA есть 6 месяцев. Решение принимается, учитывая такие критерии, как содействие уменьшению системного риска и обеспечение ликвидности контрактов.

Принцип «сверху вниз» заключается в том, что ESMA может по своей инициативе принять решение относительно того, какой класс операций с деривативами подлежит обязательному клирингу. ESMA уведомляет Еврокомиссию, в отношении каких операций было принято решение о необходимости применения процедуры обязательного клиринга. ESMA обязано вести актуальный реестр всех видов операций с деривативами, подлежащих обязательному клирингу, а также центральных контрагентов, имеющих право осуществлять клиринг подобных операций. Это необходимо для развития системы клиринга и обеспечения проведения клиринга по всем операциям, подходящим под критерии EMIR. Таким образом, ССР не может быть принужден к проведению клиринга в отношении операций, по которым он не может его провести.

Услуги клиринга осуществляет специальная организация — центральный клиринговый контрагент. Центральный контрагент — это организация, осуществляющая услуги клиринга и расчетного обслуживания в отношении операций с деривативами и несущая на себе возможные кредитные и расчетные риски. Согласно EMIR Центральный клиринговый контрагент — это юридическое лицо, являющееся связующим звеном между сторонами по сделкам на одном или нескольких финансовых рынках, он выступает в качестве покупателя в отношении каждого продавца и продавца в отношении каждого покупателя [15. Art 2 (1)].

Не удивительно, что EMIR уделяет особое внимание регулированию деятельности ССР, законодательному закреплению их обязанностей и полномочий. Центральный клиринговый контрагент (Клиринговый дом) является посредником между контрагентами по сделке с внебиржевыми деривативами и защищает их от последствий несостоятельности одной из сторон. Эффективный клиринг уменьшает системный риск, снижая вероятность того, что банкротство одного из участников торгов повлечет банкротство других [3. P. 2] участников. Так как

ССР должны всегда иметь достаточный объем капитала для исполнения своих обязательств и быть в состоянии покрывать возможные риски, EMIR устанавливаются новые повышенные требования к ликвидности и достаточности капитала ССР. Минимальные требования к уставному капиталу составляют 7,5 млн евро [15. Art. (1)].

Существует особая процедура получения разрешения на осуществление клиринговой деятельности. Для регистрации в качестве ССР юридическое лицо, созданное в ЕС, должно обратиться с заявлением на получение разрешения осуществлять клиринговую деятельность к компетентному надзорному органу страны, где оно зарегистрировано. Национальный надзорный орган принимает решение о регистрации юридического лица в качестве ССР и отвечает за надзор за его деятельностью в рамках своей юрисдикции. ССР, зарегистрированный в 3-х странах, не являющихся членом ЕС, может предоставлять услуги в ЕС, в случае признания его ССР со стороны ESMA.

Для этого Европейским советом должно быть определено, что иностранное лицо действует в соответствии с требованиями EMIR и надзор за его деятельностью соответствует правилам, выработанными ESMA. Помимо этого необходимым условием получения разрешения на осуществление клиринговой деятельности в ЕС иностранным лицом является международное соглашение между ЕС и иностранным компетентным органом, а также соглашение о взаимодействии иностранного надзорного органа и ESMA [7. P. 27]. Иностранные ССР, уже осуществляющие деятельность на рынке ЕС, должны в срок до 15 сентября 2013 г. обратиться с заявлением о его признании.

Текущая деятельность европейских ССР подлежит регулированию и оценке со стороны национальных надзорных органов. ССР должны гарантировать соблюдение законодательных норм, соответствующий уровень внутреннего контроля, соблюдать порядок предоставления отчетности в отношении совершенных операций управления, раскрывать свою политику и условия осуществления клиринга.

К организационной структуре ССР устанавливаются конкретные требования, направленные на обеспечение прозрачности и надлежащего контроля со стороны надзорных органов. Согласно новым правилам треть членов совета директоров должна быть независимой, а протоколы собраний должны предоставляться надзорным органам. Также в структурный состав ССР входит комитет по рискам, который включают в себя представителей участников клиринга, независимых членов и представителей клиентов. В целях обеспечения законности в отношении деятельности ССР и возможности разрешения спорных ситуаций записи о проведенных операциях должны храниться не менее 10 лет и предоставляться по запросу надзорных органов. В рамках своей деятельности ССР могут привлекать третьих лиц для осуществления отдельных операций, но при этом полностью несут ответственность за соблюдение требований законодательства к порядку осуществления клиринга.

Благодаря нормам, закрепленным в EMIR, участники сделок с деривативами получают возможность более оперативного доступа к данным о собственной

ликвидности ССР и его кредитной задолженности, так как ССР обязан раскрывать подобную информацию каждому участнику клиринга в режиме, приближенном к режиму реального времени. С участников клиринга они получают маржу, достаточную для покрытия прогнозируемых расходов.

Еще одно важное требование, нацеленное на обеспечение прозрачности, касается свободного доступа к информации. В соответствии с EMIR в целях обеспечения свободного доступа к информации как регулирующих органов, так и участников рынка компании, осуществляющие операции с внебиржевыми деривативами, должны сообщать о совершенных сделках торговым репозиториям, которые вносят информацию о совершенных сделках в единую базу данных. Согласно требованиям ст. 9 EMIR, все контрагенты сделок с внебиржевыми деривативами и ССР должны обеспечить предоставление информации относительно каждого заключенного контракта, а также изменения его условий либо прекращения, не позднее одного рабочего дня с момента заключения, изменения условий или прекращения контракта [15. Art 9 (1)].

ESMA объясняет принятие данных норм необходимостью содействия раскрытию информации, защиты от нарушений на рынке и установлением мониторинга системных рисков.

ESMA осуществляет регистрацию торговых репозиторий и, в соответствии со ст. 59 (3) EMIR, публикует на своем сайте их полный список. Торговые репозитории должны соответствовать определенным требованиям в отношении их организационной структуры, внутреннего контроля, корпоративной политики. Иностранные торговые репозитории, также как и ССР, могут осуществлять деятельность на территории ЕС при соответствии основным требованиям ESMA.

На данный момент торговым репозиториям сообщается информация об около 90% заключенных внебиржевых деривативах на процентные ставки и кредитных деривативах [4. P. 4]. Исключением пока являются сделки Пенсионных фондов и внутригрупповые сделки. Планируется, что процедура предоставления отчетности в отношении всех видов внебиржевых сделок будет реализована к 2014 г.

В отличие от ЕС, в США для осуществления деятельности торговым репозиториям требуется полное соблюдение требований местного законодательства. В ЕС иностранный торговый репозиторий может осуществлять деятельность на основании соответствующего договора [9. P. 7].

Благодаря новым требованиям к предоставлению отчетности надзорные органы получают оперативный доступ к стандартизированной информации о совершенных сделках из единого источника. Также введение единых стандартов предоставления отчетности может позволить сократить издержки для участников торгов. Реализация подобных мер дает возможность регулирующим органам и участникам торгов адекватно оценивать рынок внебиржевых деривативов.

На данный момент EMIR является наиболее значимой посткризисной реформой в отношении внебиржевых деривативов, сильно меняющей процесс



осуществления сделок с ними. Этот законодательный акт ЕС направлен на обеспечение более жесткого всеобъемлющего регулирования взамен существовавшего ранее относительно легкого режима [16. Р. 29].

Хотя еще нет полной определенности относительно результатов и последствий проводимых реформ, дискуссионным остается и ряд технических вопросов, касающихся ее осуществления, уже можно однозначно сказать, что надзор и регулирование обращения внебиржевых деривативов значительно усилились. Однако пока нет полной ясности в отношении регулирования внебиржевых деривативов, которые не проходят центральный клиринг.

В то время как регулятивные органы как в Европе, так и в США стремятся обеспечить прохождение процедуры центрального клиринга для большей части видов деривативов, существует вероятность, что участники рынка будут все чаще прибегать к заключению нестандартизированных, не подлежащих центральному клирингу двухсторонних сделок. Проведенные в ЕС реформы вызывают некоторые замечания со стороны отдельных стран-участниц.

Разногласия по поводу отдельных технических вопросов подтверждают неоднозначность оценки проводимых реформ отдельными членами ЕС [6. Р. 11]. Например, Великобритания признает необходимость гармонизации норм, регулирующих центральный клиринг, но в отношении отдельных норм EMIR мнение Великобритании не совпадает с мнением других стран-участниц. Великобритания настаивала на том, что требования в отношении клиринга должны одинаково применяться как для стандартизированных, так и нестандартизированных деривативов. В результате в EMIR нашли закрепление предложения, разработанные Германией, согласно которым клиринговые дома осуществляют клиринг стандартизированных деривативов, но все подобные контракты подлежат клирингу вне зависимости от того, через какую торговую систему они обращаются и не могут подлежать дискриминации по этому признаку [15. Art. 7].

В Великобритании FSA (Financial Services Authority — Управление по Финансовому Регулированию и Надзору) также ставит под сомнение целесообразность надзора за деятельностью финансовых рынков на общеевропейском уровне. В частности отмечается, что европейские надзорные органы не могут нести финансовую ответственность в случае несостоятельности центрального клирингового контрагента, вследствие чего полная ответственность за надзор в отношении центрального клирингового контрагента должна возлагаться на национальные надзорные органы соответствующей страны-участницы.

В нормах, выработанных как ЕС, так и США, находит закрепление необходимость международного регулирования внебиржевых деривативов. Однако существуют опасения относительно взаимодействия со странами других юрисдикций, например возможные экстерриториальные противоречия с нормами закона Додда-Франка.

В результате проводимых реформ на участников рынка и на надзорные органы накладывается ряд новых обязанностей. Надзорным органам предстоит обеспечить контроль над эффективностью соблюдения новых мер участниками

рынка, в частности эффективностью управления рисками и соблюдением процедур отчетности, закрепленных в Технических стандартах.

Думается, участникам рынка еще предстоит выработать большой объем документации, регулирующей взаимодействие ССР и контрагентов, не имеющей на данный момент стандартизированной формы.

На участников ложатся дополнительные издержки, а также необходимость соответствовать требованиям по величине уставного капитала для финансовых организаций и центральных клиринговых контрагентов. Новые правила вносят изменения в деятельность и нефинансовых компаний, чьи контракты не превышают пороговых значений и не подлежат процедуре центрального клиринга. В отношении нефинансовых компаний, чьи объемы сделок с внебиржевыми деривативами не превышают пороговых объемов, заключены с внутригрупповыми контрагентами либо служат целям хеджирования рисков, процедура центрального клиринга не применяется. Тем не менее, они должны соблюдать процедуру снижения рисков в отношении сделок, не проходящих центральный клиринг, и сообщать о заключенных сделках торговым репозиториям. Новые требования EMIR к порядку обращения внебиржевых деривативов приближают внебиржевой рынок в отношении надзора и контроля к биржевому. Реализация принятых мер успех реализации новых правил зависит от тесного взаимодействия участников рынка и регуляторов в сфере раскрытия информации и соблюдения законности.

#### REFERENCES

- [1] *Zhukov S.V.* Regulirovanie rynka energeticheskikh derivativov: plany i realii // Den'gi i kredit: Bank Rossii. — 2011. — № 9. — С. 13–16.
- [2] Banking reform: delivering stability and supporting a sustainable economy. 2012. URL: [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/32556/whitepaper\\_banking\\_reform\\_140512.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/32556/whitepaper_banking_reform_140512.pdf).
- [3] *Duffie D. and Graduate H.Z.* Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? — Stanford: School of Business Stanford University, 2010.
- [4] FSB OTC Derivatives Market Reforms: Fourth Progress Report on Implementation, 31 October 2012 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_121031a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121031a.pdf).
- [5] *Giustiniani A. and Thornton Jh.* Post-crisis financial reform: where do we stand? // Journal of financial regulation and compliance/emerald group publishing limited. — 2011. — Vol. 19. — Iss: 4. — P. 323–336.
- [6] *Grant* «Splits grow over derivatives reform» // Financial times. — 2011. — April 18.
- [7] *Jackson J.K. and Miller R.S.* Comparing G-20 Reform of the Over-the-Counter Derivatives Markets // Congressional Research Service. February 19, 2013. URL: <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42961.pdf>.
- [8] *Karel J. and Rausser G.* American and European Regulation of Over-the-Counter Derivative Securities // Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Charles University in Prague. November 2011. — P. 1–12. URL: [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/35036/1/MPPRA\\_paper\\_35036.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/35036/1/MPPRA_paper_35036.pdf).
- [9] *Karel J. and Rausser G.* Comparing american and european regulation of over-the-counter derivative securities // European financial and accounting journal. — 2011. — Vol. 6. — No 4. — P. 7–19.

- [10] *Körner U.* Enhancing Financial Stability — A Global Bank's Perspective // Dombret, Ay-dreas and Otto Lucius. *Stability of the Financial System: Illusion or Feasible Concept?* — Cheltenham: Elgar Publishing Limited, 2013. — P. 407–424.
- [11] *Luettringhaus J.D.* Regulating over-the-counter derivatives in the European Union — trans-atlantic (dis)harmony after EMIR and Dodd Frank: The impact on (re)insurance companies and occupational pension funds // *The Columbia Journal of European Law*. — 2012. — Vol. 18. URL: [http://www.cjel.net/wp-content/uploads/2012/09/Luettringhaus\\_19-32.pdf](http://www.cjel.net/wp-content/uploads/2012/09/Luettringhaus_19-32.pdf).
- [12] Non-cleared otc derivatives: their importance to the global economy // ISDA (The International Swaps and Derivatives Association). March 2013. URL: <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-paper-examining-non-cleared-otc-derivatives-and-their-importance-to-the-global-economy>.
- [13] *Peery G.F.* *The post-reform guide to derivatives and futures*. new jersey: wiley finance, 2012.
- [14] Pittsburgh Summit Leaders' Statement. September 24–25, 2009. URL: [http://www.g20dwc.org/static/2009\\_g20\\_framework\\_for\\_strong\\_sustainable\\_and\\_balanced\\_growth.pdf](http://www.g20dwc.org/static/2009_g20_framework_for_strong_sustainable_and_balanced_growth.pdf).
- [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 // *Official Journal of the European Union*. L 201/1. 27.07.2012.
- [16] Spain: oversight and supervision of financial market infrastructures technical note // *International Monetary Fund Country Report No. 12/144*. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12144.pdf>.

## EU OVER THE COUNTER REGULATORY REFORM AFTER WORLD FINANCIAL CRISIS

M.V. Oziumenko

The Department Financial and Administrative Law  
Peoples' Friendship University of Russia  
6, Miklukho-Maklaya st., Moscow, Russia, 117198

This article is about over the counter derivatives market regulatory reform in EU. It covers the derivatives market ongoing reform background and possible impact. As part of the extensive regulatory reform proposals, the new rules will warrant significant increase in the use of collateral across the financial system.

**Key words:** regulatory reform, over the counter derivatives market, central clearing counterparty, trade repository