

Особенности осуществления клиринга внебиржевых производных финансовых инструментов в Европейском союзе



Кригер Анжелика Михайловна,

магистр международного и европейского бизнес права,
соискатель кафедры европейского права,
МГИМО МИД России
Тел.: +7 (999) 926 49 25
Москва, пр. Вернадского, д. 76, каб. 302
E-mail: Angelica.kriger@mail.ru

Аннотация. Цель работы состоит в определении правил и особенностей оказания услуг по центральному клирингу внебиржевых производных финансовых инструментов (далее — ПФИ) в ЕС.

Реформа рынка внебиржевых ПФИ стала ответом на мировой финансовый кризис 2007-2008 гг., затронувший экономики наиболее развитых западных государств. В соответствии с обязательствами, данными лидерами Группы Двадцати, одним из методов устранения последствий кризиса и предотвращения последующих кризисных ситуаций на финансовых рынках стало введение правила об обязательном прохождении клиринга центрального контрагента. В ЕС данное обязательство нашло отражение в Регламенте 648/2012/ЕС «О рыночной инфраструктуре» и впоследствии было развито в делегированных регламентах и регулятивных технических стандартах ЕС.

Клиринг был изобретен еще в XIX в., однако его активное использование началось в конце XX в. Клиринг направлен на сглаживание рисков, присущих определенным финансовым договорам. Существуют разнообразные модели оказания клиринговых услуг, наиболее популярными из которых являются новация, непоименованная правовая конструкция, агентская модель и др. В ЕС правом оказания клиринговых услуг обладают центральный контрагент, члены клиринговой группы и их клиенты.

В целях исполнения клирингового обязательства все участники рынка внебиржевых ПФИ были разделены на финансовых и нефинансовых контрагентов, которые в зависимости от степени их активности должны пользоваться услугами центральных контрагентов.

Надзором за деятельностью центральных контрагентов занимается Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, который также устанавливает финансовые и административные критерии их работы.

В статье были рассмотрены как наднациональные аспекты регулирования клиринговой деятельности в ЕС в отношении внебиржевых ПФИ, так и некоторые практические особенности оказания данных услуг на примере крупных европейских центральных контрагентов.

Ключевые слова: клиринг, центральный контрагент, производные финансовые инструменты, ЕС, финансовый рынок.

Европейский союз как участник Группы Двадцати взял на себя обязательство по введению клиринга внебиржевых производных финансовых инструментов (далее — ПФИ) центральным контрагентом до конца 2012 г.¹ Правовое регулирование клиринга, ранее отсутствовавшее в ЕС, стало одним из основных направлений реформы рынка внебиржевых ПФИ².

Клиринг как особая форма деятельности на финансовых рынках был изобретен более ста лет назад. Впервые идея создания клирингового учреждения была упомянута в работе Альберта Галлатина «Предложения по банкам и валюте в некоторых Соединенных Штатах в свете отсрочек платежей» 1831 г. В работе А. Галлатина были затронуты вопросы, опережающие развитие банковской системы того времени, в силу чего изложенные предложения были оценены лишь спустя несколько десятилетий³.

¹ G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit. September 24-25. 2009. Pittsburgh // URL: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html> (дата обращения: 28.05.2018).

² Касьянов Р. А. Эволюция правовых основ Европейского союза в области регулирования рынков финансовых инструментов, 1993 — 2015 гг. // Законы России. Опыт.

Анализ. Практика. 2015. № 11. С. 76-79.

³ Bryan G. The Law of the Clearing Houses // Virginia Law Review. 1914-1915. P. 447.

Первая клиринговая организация была создана еще в 1853 г. ведущими банками в США. Целью создания клиринговой палаты являлись упрощение валютных операций, установление монетарной политики, эмиссия денежных знаков, хранение золотого обеспечения финансовых операций, а также проверка балансов других членов клиринговой палаты и своевременного осуществления платежей⁴. 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 и включала совершение мероприятий по восстановлению финансово-экономического баланса в государстве⁵.

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 репо⁶.

В наиболее общем понимании клиринг это услуга, направленная на обеспечение исполнения договора⁷. Правовая сущность деятельности центрального контрагента и клиринга заключается в управлении финансовыми рисками. По заключении сделки с ПФИ в договор вступает центральный контрагент, выступающий в качестве продавца для каждого покупателя и покупателя для каждого продавца. Выделяется несколько правовых конструкций, на основании которых центральные контрагенты могут осуществлять свою деятельность⁸.

В соответствии с Принципами для инфраструктуры финансового рынка Комитета по платежам и расчетам Международной организации комиссий по ценным бумагам (CPSS-IOSCO)

правовая конструкция клиринга центрального контрагента может быть основана на новации, системе открытого предложения, непосредственном клиринге, агентской модели или других правовых конструкциях⁹. 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 заключается¹⁰. 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.

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 посредством многостороннего неттинга путем новации. Центральный контрагент принимает свои права и обязанности посредством «открытой оферты» или многостороннего неттинга путем новации и субституции, тем самым возлагая на себя ответственность за исполнение договора членами клиринговой группы¹¹. Первоначальный договор претерпевает новацию, таким образом, что он перестает существовать и заменяется двумя новыми договорами с центральным контрагентом¹². 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

⁴ Smyth W. The New York Clearing House // The Banking Law Journal. 1891. P. 101.

⁵ См. также: Bryan G. The Law of the Clearing Houses // Virginia Law Review. 1914-1915. P. 447.

⁶ См.: URL: <https://www.theclearinghouse.org/about-tch/look-back> (дата обращения: 28.05.2018).

⁷ Chamorro-Courtland C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria // FSU Business Review. Vol. 10. 2011. P. 57-117.

⁸ Nosal E., Steigerwald R. What Is Clearing and Why Is It Important? URL: <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2010/september-278> (дата обращения: 28.05.2018).

⁹ Уткин В. С. Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке // Финансы и кредит. 2009. № 40(376). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-deyatelnosti-i-rol-tsentralnyh-kontragentov-na-sovremennom-finansovom-rynke> (дата обращения: 28.05.2018).

⁹ Principles for financial market infrastructures, CPSS — IOSCO, 2012 // URL: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> (дата обращения: 28.05.2018).

¹⁰ Recommendations for Central Counterparties. Consultative Report. March 2004 // URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf> (дата обращения: 28.05.2018).

¹¹ Chamorro-Courtland C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria // FSU Business Review. Vol. 10. 2011. P. 57-117.

¹² Peirce H. Derivatives Clearinghouses: Clearing the Way for Failure // Cleveland State Law Review. Vol. 64. 2016. P. 589-660.

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 договора. Таким образом, клиринг направлен на сглаживание или снижение рисков от сделок с ПФИ.

В соответствии с информацией Банка международных расчетов (BIS) положительные аспекты применения услуг центрального контрагента 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 системы¹³.

В соответствии с Регламентом № 648/2012/ЕС для соблюдения клирингового обязательства контрагент должен стать членом клиринговой группы, клиентом или установить не прямые клиринговые отношения с центральным контрагентом¹⁴. 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 удовлетворять финансовым и организационным требованиям как на момент приобретения 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 фирмы¹⁵. 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.

«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)»¹⁶.

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 были включены в категорию 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 собой совокупность договорных обязательств между центральным контрагентом, членом клиринговой группы, клиентом и косвенным клиентом, которые позволяют клиенту члена клиринговой группы оказывать клиринговые услуги косвенному клиенту¹⁷.

Несмотря на содержащиеся в нормативно-правовых актах формальные особенности функционирования центральных контрагентов, в них

¹⁵ Вебсайт NASDAQ. URL: <http://www.nasdaqomx.com/commodities/Marketaccess/membershipcategories/gcmmodel> (дата обращения: 28.05.2018).

¹⁶ Пункт 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.

¹⁷ Статья 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.

¹³ 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.

¹⁴ Пункт 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.

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.

Еще в 2006 г. существовали идеи о необходимости наднационального регулирования клиринга в ЕС, а также о создании эффективной системы клиринга и разрешения споров¹⁸. Они нашли воплощение в Европейском кодексе поведения для клиринговых и расчетных организаций. Данный документ возник по инициативе 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 трейдинга. Правила кодекса направлены на повышение прозрачности, улучшение качества и увеличение количества трансграничных сделок. Кроме того, кодекс должен был повысить интероперабельность площадок, находящихся в различных юрисдикциях¹⁹.

Несмотря на фактически широкое распространение клиринга на финансовых рынках, решение о введении данной процедуры в обязательном порядке было принято лишь в ответ на мировой финансовый кризис 2007-2008 гг.²⁰

По данным Банка международных расчетов, по состоянию на 2017 г. более 50% всех договоров с ПФИ прошли клиринг центрального контрагента. При этом 75% процентных ПФИ прошли центральный клиринг²¹.

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

¹⁸ 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.

¹⁹ Gobbo G. MIFiD's Systematic Internalisation: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets // *European Business and Law Review*. 2009. Issue 1. 20. P. 63-69.

²⁰ Статья 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.

²¹ Statistical release. OTC derivatives statistics at the end-June 2016. BIS. November 2016 // URL: https://www.bis.org/publ/otc_hy1611.pdf (дата обращения: 28.05.2018).

Финансовыми контрагентами являются следующие категории лиц: инвестиционные фирмы, кредитные учреждения, страховые организации, организации страхования жизни, организации 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 финансовых контрагентов. Исключениями из данного правила, основанного на формальном признаке, являются хедж фонды, пенсионные фонды, специализированные компании по секьюритизации и альтернативные инвестиционные фонды, которые, несмотря на финансовый характер деятельности, были исключены из категории финансовых контрагентов²². Примечательно, что нефинансовые контрагенты не ограничиваются юридически 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. Таким образом, нефинансовыми контрагентами могут считаться также физические лица и некоммерческие организации.

Определение категории лица, участвующего в заключении договоров ПФИ, имеет принципиальное значение ввиду того, что новый 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 своевременному пересмотру на основании публичных консультаций, проводимых Европейским органом по ценным

²² См.: URL: <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/non-financial-counterparties-nfcs> (дата обращения: 28.05.2018).

бумагам и рынкам (далее — ЕОЦБР)²³. 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 инструментами²⁴. Высокие клиринговые пороги являются определенным достоинством настоящего регулирования, так как они освобождают большинство нефинансовых контрагентов от исполнения обязательств в соответствии с положениями нормативно-правовых актов²⁵.

Нефинансовые контрагенты, чья средняя позиция 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 то же время нефинансовые контрагенты, не перешедшие клиринговый порог, имеют более ограниченные обязательства²⁶. С момента определения нового статуса нефинансовый контрагент обязан в тот же день сообщить об этом ЕОЦБР и, соответственно, приступить к выполнению обязательств²⁷.

Подсчет номинальной позиции контрагента является его обязанностью²⁸. Расчет клиринговой позиции нефинансового контрагента производится следующим образом. В основу расчета

позиции берутся все сделки с внебиржевыми ПФИ, заключенные нефинансовым контрагентом или группой, в которую входит данное юридическое лицо. Исключениями являются договоры, объективно снижающие риски (хеджирование)²⁹, непосредственно связанные с его коммерческой деятельностью или деятельностью по государственному финансированию бюджета³⁰. Хеджированием в соответствии с актами ЕС признается деятельность, направленная на устранение рисков от возможного снижения цены активов, услуг, продуктов, товаров потребления 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 условиям Международных условий финансовой отчетности в сфере хеджирования³¹.

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 в реальной жизни зачастую является непростой задачей. Определение факта использования техник хеджирования осуществляется индивидуально в каждом конкретном случае. 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, в силу чего нефинансовый контрагент, вероятнее всего, должен

²³ 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: пункт 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.

²⁴ Статья 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. P. 1-59.

²⁵ Ho J. How Will Emir Affect Corporates? // *International Financial Law Review*. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.

²⁶ Ibid.

²⁷ Пункт «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). URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-539_qa_xvii_on_emir_implementation.pdf (дата обращения: 28.05.2018).

²⁸ Ho J. How Will Emir Affect Corporates? // *International Financial Law Review*. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.

²⁹ Критерии определения объективного снижения рисков за счет использования ПФИ установлены положениями ст. 10 и являются относительно широкими. 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.

³⁰ Пункт 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.

³¹ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9. Финансовые инструменты (введен в действие на территории Российской Федерации приказом Минфина России от 02.04.2013 № 36н).

иметь длительную подготовку к осуществлению соответствующих операций³².

Нефинансовый контрагент, зарегистрированный вне ЕС, признается эквивалентным аналогичному юридическому лицу, зарегистрированному в ЕС, в случае если он состоит в одной группе с европейским нефинансовым контрагентом³³.

Финансовые и нефинансовые контрагенты, превысившие клиринговый порог, в свою очередь, делятся на следующие категории.

1. Контрагенты, являющиеся на момент вступления в силу Регламента № 648/2012/ЕС членами клиринговой группы как минимум одного центрального контрагента, зарегистрированного в ЕС в соответствии с нормами указанного Регламента.

2. Финансовые контрагенты и альтернативные инвестиционные фонды, позиция которых по производным финансовым инструментам, не прошедшим клиринг, за январь, февраль и март 2016 г. превысила 8 млрд евро.

3. Финансовые контрагенты и альтернативные инвестиционные фонды, не входящие в Категорию 2.

4. Нефинансовые контрагенты, не входящие ни в одну из перечисленных категорий³⁴.

Данная классификация требуется для определения сроков вступления в силу клирингового обязательства для различных категорий контрагентов.

ЕОЦБР регулярно публикует отчеты об использовании внебиржевых ПФИ нефинансовыми контрагентами. В соответствии с наиболее актуальными статистическими данными и сведениями, полученными торговыми репозиториями и ЕОЦБР по состоянию на июнь 2015 г. число финансовых и нефинансовых контрагентов составляло, соответственно, 27989 и 10517³⁵.

³² 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.

³³ Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No. 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, стр. 27 (EMIR). URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-539_qa_xvii_on_emir_implementation.pdf (дата обращения: 28.05.2018).

³⁴ Статья 2 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.

³⁵ EMIR Review Report No.1, Review on the use of OTC derivatives by non-financial counterparties.13 August 2015 | ESMA/2015/1251. URL:

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).

Так как расчет клиринговой позиции и определение статуса контрагента производится непосредственно юридическим лицом, при осуществлении данного действия зачастую допускаются различные ошибки. Так, например, при предоставлении информации торговым репозиториям одни и те же юридические лица зачастую отмечают себя как нефинансовых, а затем как финансовых контрагентов. В этом случае юридическое лицо относится к категории финансового или нефинансового контрагента в зависимости от частоты использования того или иного статуса. При этом контрагенты должны стремиться к верному определению статуса

Центральные контрагенты осуществляют свою деятельность на основании авторизации, предоставляемой ЕОЦБР. Условиями получения авторизации являются:

- регистрация юридического лица в ЕС;
- первоначальный капитал.

Первоначальный капитал, составляющий 7,5 млн евро, по мнению законодателей, является пропорциональным рискам, связанным с деятельностью клиринговых организаций. Капитал должен быть достаточен для реструктуризации обязательств, а также для защиты от кредитных, рыночных, операционных, правовых и деловых рисков и рисков контрагента, не покрытых специальными финансовыми ресурсами³⁶.

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 любых изменениях в своей организации. Центральный контрагент, желающий распространить свою деятельность на услуги, не покрытые первоначальной авторизацией, должны направить ходатайство в компетентный орган³⁷.

По состоянию на февраль 2018 г., ЕОЦБР предоставил авторизацию 17 центральным контрагентам из ЕС, а 32 клиринговые организации получили разрешение на расширение деятельности³⁸.

³⁶ Статья 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.

³⁷ См. также: URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf (дата обращения: 28.05.2018).

³⁸ Статья 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.

³⁹ List of Central Counterparties authorized to offer services and activities in the Union, 19/09/2016, ESMA // URL: <https://www.esma.europa.eu/document/>

ЕОЦБР внимательно следит за качеством услуг, оказываемых центральными контрагентами. В 2016 и 2017 гг. органом был проведен стресс-тест для определения устойчивости и безопасности центральных контрагентов, а также в целях выявления недостатков системы. Стресс-тест был использован впервые, при этом было установлено, 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, а также ежегодно проходить стресс-тесты³⁹.

Рассмотрим структуру центрального контрагента на примере зарегистрированного в Германии Eurex Clearing AG. Данная клиринговая компания является одной из ведущих в ЕС, обслуживает 190 членов клиринговой группы из 17 государств, при этом ежемесячные риски, которые берет на себя центральный контрагент, приравниваются к 17 трлн евро. Клиринговые компании зачастую открываются при биржах или торговых площадках в целях осуществления клиринга сделок, заключенных на данной бирже. Организационно центральный контрагент имеет совет директоров, наблюдательный совет и различные комитеты. В Eurex Clearing AG существуют комитеты по аудиту и рискам, по компенсационным вопросам, комитет по клирингу ПФИ, а также комитет по выполнению Регламента №648/2012/ЕС⁴⁰. С мая 2016 г. в Eurex Clearing AG была введена новая система клиринга биржевых и внебиржевых ПФИ С7. Данная система создана для выполнения требований европейского законодательства с применением гибкого подхода к большим объемам сделок. Система С7 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.

В соответствии с рекомендациями центральным контрагентам, подготовленными Банком международных расчетов в 2004 г., сложность оказания услуг центральными

контрагентами проявляется в кредитных, расчетных, операционных, инвестиционных и правовых рисках⁴¹.

Наделение центральных контрагентов обязанностями и полномочиями в сфере клиринга внебиржевых ПФИ определяет их стратегической важностью: концентрация значительных рисков в пределах ограниченного числа центральных контрагентов приравнивает их к компаниям «too big to fail»⁴².

14.11.2016 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 которых распространяется клиринговое обязательство, и отсрочка во введении клирингового обязательства для них не окажет негативного влияния на снижение систематических рисков⁴³.

Несмотря на то, что обязательства, данные в рамках Группы Двадцати, содержат универсальное требование о клиринге ПФИ, далеко не все договоры подлежат обязательному клирингу в ЕС. 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:

⁴¹ Recommendations for Central Counterparties. Consultative Report. BIS. March 2004. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf> (дата обращения: 28.05.2018).

⁴² Lynch T.E. Coming Up Short: The United States' Second-Best Strategies for Corraling Purely Speculative Derivatives // Cordazo Law Review. Vol. 36. 2014-2015. P. 545-624.

⁴³ См. также: Cecchetti S.G., Gyntelberg J., Hollanders M. Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives // BIS Quarterly Review. September 2009. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf (дата обращения: 28.05.2018).

⁴⁴ Final Report on the Obligation for Financial Counterparties with a Limited Volume of Activities, ESMA, 14.11.2016. URL: <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-clearing-obligation-financial-counterparties-limited-volume-activity> (дата обращения: 28.05.2018).

list-central-counterparties-authorized-offer-services-and-activities-in-union (дата обращения: 28.05.2018).

³⁹ Report EU-wide CCP Stress test 2015, ESMA, 29.04.2016 г. // URL: <http://firds.esma.europa.eu/webst/ESMA70-151-1154%20EU-wide%20CCP%20Stress%20Test%202017%20Report.pdf> (дата обращения: 28.05.2018).

⁴⁰ Вебсайт Eurex. URL: <http://www.eurexclearing.com/clearing-en/about-us/company-profile> (дата обращения: 28.05.2018).

- 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 центрального контрагента⁴⁴.

Необходимо отметить тот факт, что ЕОЦБР по состоянию на февраль 2018 г. принял три документа, 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 уже применяется или начинает применяться с 2018 г.

Несмотря на то, что вопросы клиринга являются относительно новыми для ЕС, они уже были рассмотрены Судом ЕС⁴⁵. Недавнее решение по делу «Соединенное Королевство против Европейского Центрального банка» затрагивает 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».

Политика не была в действительности применена 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 располагать полномочиями

по регулированию деятельности центральных контрагентов», так как в соответствии с Договором о функционировании ЕС полномочия ЕЦБ ограничены регулированием платежных систем⁴⁶. 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 ситуаций⁴⁷.

Внесение изменений в регулирование клиринговой деятельности в ЕС стало важной частью реформы внебиржевых рынков ПФИ. Законодателем были введены правила 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.

Клиринг является комплексным процессом, направленным на обеспечение исполнения договора ПФИ. Центральные контрагенты, осуществляя клиринг договоров, не только гарантируют выполнение обязательств сторонами, но и выполняют важнейшую функцию по повышению прозрачности на рынке, а также укреплению стабильности экономики и снижению системных рисков.

Список литературы

1. Касьянов Р.А. Эволюция правовых основ Европейского союза в области регулирования рынков

⁴⁴ Braithwaite J. The dilemma of client clearing in the OTC derivatives markets // European Business Organization Law Review. 2016. ISSN 1566-7529. URL: http://eprints.lse.ac.uk/64476/1/Braithwaite_Dilemma%20of%20client%20clearing_2016.pdf (дата обращения: 28.05.2018).

⁴⁵ Case T-496/11 United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland v. European Central Bank.

⁴⁶ Section 6 Treaty on the Functioning of the European Union. OJ C 326. 26.10.2012. P. 47-390 // URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:12012E/TXT> (дата обращения: 28.05.2018).

⁴⁷ Creating a Stronger Financial System: New EU rules for the recovery and resolution of Central Counterparties // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3747_en.htm (дата обращения: 28.05.2018).

- финансовых инструментов, 1993 — 2015 гг. // Законы России. Опыт. Анализ. Практика. 2015. № 11. С. 76-79.
2. 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).
 3. 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).
 4. Bryan G. The Law of the Clearing Houses // Virginia Law Review. 1914-1915.
 5. 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).
 6. Chamorro-Courtland C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria // FSU Business Review. Vol. 10. 2011. P. 57-117.
 7. 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.
 8. Gobbo G. MIFiD's Systematic Internalisation: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets // European Business and Law Review. 2009. Issue 1. 20. P. 63-69.
 9. 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.
 10. Ho J. How Will Emir Affect Corporates? // International Financial Law Review. Vol. 46. April 2013. P. 48-50.
 11. Lynch T.E. Coming Up Short: The United States' Second-Best Strategies for Corraling Purely Speculative Derivatives // Cordazo Law Review. Vol. 36. 2014-2015. P. 545-624.
 12. Peirce H. Derivatives Clearinghouses: Clearing the Way for Failure // Cleveland State Law Review. Vol. 64. 2016. P. 589-660.
 13. Smyth W. The New York Clearing House // The Banking Law Journal. 1891. P. 101.
 14. 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.

Central Clearing of OTC derivatives in the EU

Kruger Anzhelika,
LLM, PhD Candidate,
MGIMO University

Abstract. *This paper aims to determine the general rules and particularities of central clearing of OTC derivative contracts in the EU.*

The reform of OTC derivatives market has become a regulatory response to the Global financial crisis which has negatively affected the major economies of the West. According to the G20 obligations, one of the methods applied to eliminate consequences of the crisis and to prevent the same situations on financial markets was introduction of obligatory central clearing of OTC derivatives transactions. This obligation was implemented into the 'EMIR' Regulation № 648/2012/EU, and was afterwards developed in delegated regulations and regulatory technical standards in the EU.

Central clearing was invented in XIX century, but it hasn't been widely used until end XX century. Central clearing is applied for risk mitigation in financial transactions. There are various models of central clearing. The most popular of them are novation, non-defined legal construction and agency model. Central counterparties, clearing members and their clients are empowered to render clearing services in the EU.

According to the new regulation, all OTC derivatives market participants are divided into financial and non-financial counterparties. Level of the activity determines whether a non-financial counterparty has to centrally clear OTC derivatives contracts.

European Securities and Markets Authority (ESMA) carries out supervision of central counterparties, as well as establishes financial and administrative requirements for them.

The paper examines supranational aspects of OTC derivatives clearing, as well as practical issues depicted by examples of major EU central counterparties.

Key words: *clearing, central counterparty, OTC derivatives, EU, financial market.*

References

1. Kas'ianov R. A. Evoliutsiia pravovykh osnov Evropeiskogo soiuzia v oblasti regulirovaniia rynkov finansovykh instrumentov, 1993 — 2015 gg. [The evolution of the legal framework of the European Union in the regulation of financial instruments

- markets, 1993 — 2015]. *Zakony Rossii. Opyt. Analiz. Praktika [Laws of Russia. Experience. Analysis. Practice]*. 2015. No. 11. S. 76-79.
2. Utkin V.S. Sushchnost' deiatel'nosti i rol' tsentral'nykh kontragentov na sovremennom finansovom rynke [The essence of the activity and the role of central counterparties in the modern financial market]. *Finansy i kredit [Finance and credit]*. 2009. No. 40(376). [Elektronnyi resurs] URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-deyatelnosti-i-rol-tsentralnykh-kontragentov-na-sovremennom-finansovom-rynke> (data obrashcheniia: 03.04.2018).
 3. Braithwaite J. The dilemma of client clearing in the OTC derivatives markets. *European Business Organization Law Review*. 2016. ISSN 1566-7529 [Elektronnyi resurs] http://eprints.lse.ac.uk/64476/1/Braithwaite_Dilemma%20of%20client%20clearing_2016.pdf (data obrashcheniia: 11.05.2018).
 4. Bryan G. The Law of the Clearing Houses. *Virginia Law Review*. 1914-1915.
 5. Cecchetti S.G., Gyntelberg J., Hollanders M. Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives. *BIS Quarterly Review*. September 2009. [Elektronnyi resurs] https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf (data obrashcheniia: 06.04.2018).
 6. Chamorro-Courtland C. Central Counterparties and the New Transnational Lex Mercatoria. *FSU Business Review*. Volume 10. 2011. P. 57-117.
 7. 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*. Volume 37. Issue 3. 2016. P. 941-1026.
 8. Gobbo G. MIFiD's Systematic Internalisation: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets. *European Business and Law Review*. 2009. Issue 1. 20. P. 63-69.
 9. Henry D. Clarifying and Settling Access to Clearing and Settlement in the EU. *European Business and Law Journal*. Volume 17. Issue 4. 2006. P. 1-20.
 10. Ho J. How Will Emir Affect Corporates? *International Financial Law Review*. Volume 46. April 2013. P. 48-50.
 11. Lynch T.E. Coming Up Short: The United States' Second-Best Strategies for Corraling Purely Speculative Derivatives. *Cordazo Law Review*. Volume 36. 2014-2015. P. 545-624.
 12. Peirce H. Derivatives Clearinghouses: Clearing the Way for Failure. *Cleveland State Law Review*. Volume 64. 2016. P. 589-660.
 13. Smyth W. The New York Clearing House. *The Banking Law Journal*. 1891. P. 101.
 14. 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. Volume 27. Issue 5. P. 587-603.