

Сергій О. Силантьєв (Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана, Україна)

РОЗВИТОК ЗАКОНОДАВСТВА ЩОДО ВРЕГУЛЮВАННЯ ПОЗАБІРЖОВОГО РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

У статті досліджено розвиток післякризових революційних регуляторних змін на позабіржовому ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ). Виявлено сучасні тенденції розвитку ринку ПФІ в контексті законодавства Додда-Френка і EMIR та активної розбудови єдиної Європейської торговельної системи T2S для централізованого клірингу більшості інструментів фінансового ринку. Сформульовано актуальні проблеми розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні. Розроблено пропозиції щодо створення торговельних платформ в Україні.

Ключові слова: похідні фінансові інструменти, регулювання ринку ПФІ.

Рис. 4. Літ. 40.

Сергей А. Силантьев (Киевский национальный экономический
университет имени Вадима Гетьмана, Украина)

РАЗВИТИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА ПО РЕГУЛИРОВАНИЮ ВНЕБИРЖЕВОГО РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В статье исследовано развитие посткризисных революционных регуляторных изменений на внебиржевом рынке производных финансовых инструментов (ПФИ). Выявлены современные тенденции развития рынка ПФИ в контексте законодательства Додда-Френка и EMIR и активного создания единой Европейской торговой системы T2S для централизованного клиринга большинства инструментов финансового рынка. Сформулированы актуальные проблемы развития рынка производных финансовых инструментов в Украине. Разработаны предложения по созданию торговых платформ в Украине.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, регулирование рынка ПФИ.

Sergiy O. Sylantyev (Kyiv National Economic
University of Vadym Hetman, Ukraine)

DEVELOPMENT OF LEGISLATION ON OTC DERIVATIVES MARKET REGULATION

The article studies the development of the postcrisis revolutionary regulatory changes introduced at the OTC market of derivatives. The current trends in the development of the OTC derivatives market in the context of the Dodd-Frank Act and EMIR are outlined taking into account also the active establishment of the united European trading system T2S for the centralized clearing of the key financial market instruments. Actual problems of the derivatives market development in Ukraine are formulated. Propositions on the creation of trading platform in Ukraine are developed.

Keywords: derivatives; regulation of the derivatives market.

Постановка проблеми. Глобальна фінансова й економічна криза 2007–2009 рр. виявила межі кейнсіанської ідеї саморегулювання щодо встановлення ринкової дисципліни, спрямованої на підтримку стабільності фінансової системи. У післякризовий період групою країн G-20, Базельським комітетом з питань банківського нагляду, Радою з фінансової стабільності (The Financial Stability Board – FSB) та Міжнародною організацією комісій з цінних паперів

(International Organization of Securities Commissions – IOSCO) запропоновані регуляторні зміни, спрямовані на зменшення частоти фінансових криз і підвищення гнучкості світової фінансової системи. Для цього створена група з аналізу й оцінювання макроекономічних ефектів, які є наслідками підвищених стандартів до ліквідності капіталу відповідно до Базеля III і нових вимог до пруденційного нагляду на макрорівні [5; 20; 26].

У США і Європі розроблене й впроваджується оновлене законодавство для регулювання національних ринків: National Market System (США) [33; 34], MiFID II (Європа) [10; 14]. Відповідно до регламенту Європейського парламенту №648/2012 від 4.07.2012 щодо врегулювання ринку позабіржових ПФІ (EMIR), введеного в дію 16.08.2012, ЄС прийняла без зауважень регуляторні технічні стандарти, які були представлені Європейською організацією з цінних паперів і ринків (ESMA), офіційно надруковані 23.02.2013 та набули чинності 15.03.2013 [18]. Технічні стандарти від 19.12.2012 складаються із регламентів №1247/2012, №1248/2012, №1249/2012, №148/2013, №149/2013, №150/2013, №151/2013, №152/2013, №153/2013 і стосуються питань стандартизації процесів торгівлі позабіржовими ПФІ у напрямку підвищення ліквідності й прозорості ринків ПФІ за допомогою централізованого клірингу [19].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Національною комісією США з розслідування причин фінансової кризи були зроблені такі висновки:

1. Фінансової кризи можна було уникнути [22, 17].
2. Розповсюдження помилок у фінансовому регулюванні та нагляді призвело до руйнівних наслідків, які дестабілізували національні фінансові ринки [22, 18].
3. Драматичні помилки в корпоративному управлінні і ризик-менеджменті для багатьох важливих системних фінансових установ були основною причиною фінансової кризи [22, 18].
4. Комбінація надмірних заборгованостей, ризикових інвестицій і відсутність прозорості поставили фінансову систему на зустрічний курс з фінансовою кризою [22, 19].
5. Уряд був погано підготовлений до фінансової кризи, а його неадекватна відповідь спричинила невизначеність і паніку на фінансових ринках [22, 21].
6. Це були часи систематичного порушення фінансової звітності і етичних норм поведінки [22, 22].
7. Відбувся колапс іпотечних стандартів, коли сек'юритизоване іпотечне кредитування забезпечило розповсюдження хвороби неплатежів і виникнення кризи [22, 23].
8. Позабіржові ПФІ зробили суттєвий внесок до фінансової кризи [22, 24].
9. Помилки кредитних рейтингових агентств були необхідними «гвинтиками в колесі фінансового руйнування» [22, 25].

Таким чином, фінансова криза, за висновками офіційної комісії, була наслідком неправильних людських дій або бездіяльності, але не природних катаклізмів і непрацездатності комп'ютерних моделей.

Післякризовий пакет інституціональних реформ позабіржових ринків ПФІ країн G-20 включає підвищення прозорості ринку, зменшення впливу системних ризиків і захист ринку від зловживань. Основні напрямки цього

пакета: стандартизація контрактів позабіржових ПФІ, торгівля якими повинна здійснюватися на біржах або торговельних платформах з обов'язковим централізованим клірингом; щоденні повні результати торгівлі повинні надаватися у вигляді звітів до центрального депозитарію; необхідно застосовувати підвищені вимоги до капіталу установ, які здійснюють торгівлю позабіржовими ПФІ без централізованого клірингу; крім того, необхідно застосовувати підвищені стандарти до визначення маржі при торгівлі позабіржовими ПФІ без централізованого клірингу.

Регуляторний акт Додда-Френка в США і європейський акт з регулювання інфраструктури фінансових ринків (EMIR) вимагають впорядкування на ринку ПФІ в 441 трлн. дол. США, який потрібно трансформувати з ринку двосторонніх договорів на ринок з централізованим клірингом [14; 17; 26; 34]. Зрозуміло, що наслідком цієї тенденції буде зменшення ризиків контрагентів, переваги для учасників, стандартизовані вимоги до ліквідності капіталу, конкурентна ціна контрактів. Інноваційні компанії (наприклад, CME ClearPort, ICEA Clear Europe, SGX Asia Clear) розпочали активно впроваджувати макроекономічних трансформаційних змін на ринку свопів для ринкових товарів, включаючи емісійні викиди [17].

У зв'язку з цими революційними змінами на позабіржовому ринку ПФІ К. Вехн [23], Г. Грегоріу [23], Дж. Касей [10], К. Скіннер [37], К. Хоппе [23] підкреслюють, що фінансова криза 2007–2009 рр. повністю змінила чисельні парадигми, які були чинними тривалий час у сучасних фінансах і ризик менеджменті.

На думку Б. Емонса, фундаментальні макроекономічні зміни відбулись у післякризовий період у глобальній економічній і фінансовій системі. В цих макроекономічних змінах більше не використовується єдина безризикова відсоткова ставка, через що виникають такі проблеми: визначення премії за ринковий ризик; оцінювання ринкових активів реального сектору економіки; визначення цін широкого спектру ПФІ і опціонів на них; оцінювання майбутніх альтернатив економічного розвитку та багато інших фундаментальних проблем економіки, фінансової економіки тощо [13].

Станом на другу половину 2010 р., як підкреслює П. Кохан, об'єм ринку ПФІ за номіналом складає близько 1,2 квадрильона дол. США. Тобто фундаментальна помилка моделі, яка може використовуватися для визначення справедливої ціни ПФІ на 1%, складає 12 трлн. дол. США [11].

За даними Ф'ючерсної промислової асоціації (Futures Industry Association – FIA), кількість ф'ючерсних і опціонних контрактів у світі зменшилась в 2012 р. на 15,3% порівняно з 2011 р. і сягнула рівнів 2009 р. [5]. За даними CME групи, кількість контрактів зменшилась на 14,7%, EUREX – на 18,8%, NYSE-Euronext – на 14,5%, а стратегії саме цих організацій спрямовані на ринки азійських країн. Наприклад, кількість сільськогосподарських контрактів на ринках азійських країн збільшилась на 27,5%, енергетичних контрактів – на 11,2%, недорогочінних металів – на 27,4%, ф'ючерсних контрактів на нафту – на 306,5% (ICE Європа), природного газу (MCX Індія) – на 182,2%, міні-ф'ючерсних контрактів на мідь – на 4010,3% (MCX Індія). Крім того, Індійська біржа MCX розпочала офіційне функціонування лише в грудні 2011 року. Як підкреслюють А. Сай, С. Томас і М. Горхам, ще в 2008 р. топ 3000 компаній

Індії мали ринкову капіталізацію 1,8 трлн. дол. США [35, 2], а вже станом на 1 жовтня 2012 р. лише одна Бомбейська біржа мала капіталізацію 1,2 трлн. дол. США [2]. На національній фондовій біржі Індії кількість контрактів в обігу в 2012 р. зросла на 31,5% порівняно з 2011 р., на біржі ICE – на 982,8%, Тайванській ф'ючерсній біржі – на 323,3%, Сінгапурській біржі – на 108,5%, Китайській фінансовій ф'ючерсній біржі – на 127,9%, Таїландській ф'ючерсній біржі – на 323,3%. В цих умовах ринковий індекс Бомбейської фондової біржі після досягнення стратегічної домовленості з компанією S&P і перетворення його 19 лютого 2013 р. в ринковий індекс S&P BSE SENSEX призвів до зростання кількості опціонних контрактів на 38569,6% [5].

Це результат реалізації двох пріоритетних проектів, в яких Бомбейська фондова біржа була другою біржею у світі і першою біржею в Індії, а саме:

- отримання міжнародної сертифікації за міжнародним сертифікатом ISO 9001:2000;

- проведення сертифікації власної онлайнної торговельної системи (BOLT) відповідно до стандарту систем менеджменту інформаційною безпекою BS 7799-2-2002 (ISO/IEC 27001:2005).

Невирішені частини проблеми. Післякризовий вплив регуляторних реформ позабіржового ринку ПФІ для ринків країн, що розвиваються, фокусується на додаткових вимогах до мінімального капіталу і фінансового забезпечення операцій, а не тільки процесах нагляду й дотримання ринкової дисципліни [7; 20]. Крім того, у післякризових умовах підвищення регуляторних стандартів щодо адекватності капіталу більшості фінансових установ стосується їхнього переходу в стан делевереджингу [7]. Наслідком цього є зменшення зацікавленості іноземних інвесторів у нових емісіях фінансових інструментів з тривалими строками експірації. Низькій рівень доходності таких операцій приводить до зменшення ризикових активів і повернення до традиційних ринків. Міжнародні фінансові установи в країнах, що розвиваються, у відповідь на регуляторні зміни на фінансових ринках зменшують відсоткові ставки за депозитами і в окремих випадках закривають програми кредитування.

Метою дослідження є аналіз сучасних революційних тенденцій реформування ринку ПФІ і післякризової динаміки розвитку регуляторного законодавства позабіржового ринку ПФІ.

Основні результати дослідження. З 1 січня 2013 р. набув чинності Закон США «Про оподаткування іноземних рахунків» (FATCA) та комплексне законодавство щодо регулювання фінансових ринків: Dodd-Frank (США), MiFID II, EMIR (Європа). На думку Ж-П. Касея і К. Ланну, ці закони являють собою потужні революційні системи регулювання національних ринків позабіржових ПФІ [10]. В основі цих законів з метою регулювання ринків ПФІ використовується централізований кліринг.

Хоча, на думку Д. Бріго, централізований кліринг не лише призводить до додаткових витрат на торгівлю ПФІ (свопи), але й забезпечує фундаментальні зміни у визначенні ціни широкого спектру ПФІ [8]. З іншого боку, прогнозованим результатом запровадження принципу кращої ціни виконання для фінансових контрактів відповідно до нового законодавства (Dodd-Frank, MiFID II), кращих торговельних правил і принципів, закладених у сучасних

IT торговельних платформах, є суттєве підвищення стимулів, по-перше, для безпосереднього доступу до ринку і, по-друге, експоненціальне підвищення об'ємів алгоритмічної торгівлі. Тобто радикальне зменшення витрат на виконання фінансових контрактів забезпечує радикальне зменшення маржі, що виступає основою збільшення об'ємів алгоритмічної торгівлі ПФІ, включаючи ринкові активи хеджевих фондів. Якщо наслідком запровадження Dodd-Frank, MiFID II є саме алгоритмічна торгівля, тоді абсолютна більшість компаній з управління ринковими активами, на думку К. Скіннера, будуть здійснювати інвестиції у відповідні технології торгівлі [37, 74].

За даними Bank of America, об'єми електронної торгівлі на світовому ринку порівняно з 2010 р. станом на початок 2012 р. зросли: в США – до 60% (51% – 2010 р.); в Європі – до 62% (58% – 2010 р.), а в Японії знаходяться на рівні 68%. Так, наприклад, на Московській міжбанківській валютній біржі у певні моменти, кількість заявок від торговельних роботів сягала 90% від загального об'єму [39].

Застосування принципів підвищеної прозорості, відповідно до післякризового регуляторного законодавства, повинно розширюватися на ринки зобов'язань з фіксованою дохідністю, структуровані фінансові продукти, права на емісію та ПФІ на них. Все це завдяки тому, що рівень прозорості цих фінансових інструментів у минулому, торгівля якими у більшості випадків здійснювалася на позабіржовому ринку, не був адекватним ринковим сподіванням [17, 8]. Динаміка позабіржових ринків ПФІ, на регулювання яких направлено нове регуляторне законодавство, представлена на рис. 1–4.

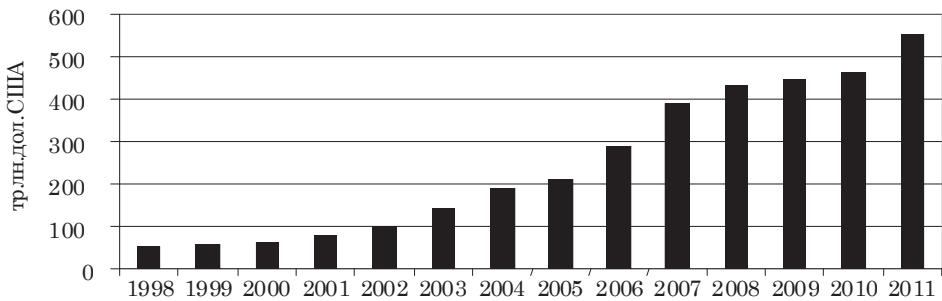


Рис. 1. Динаміка об'єму ринку СВОП контрактів, побудовано за даними [1; 36]

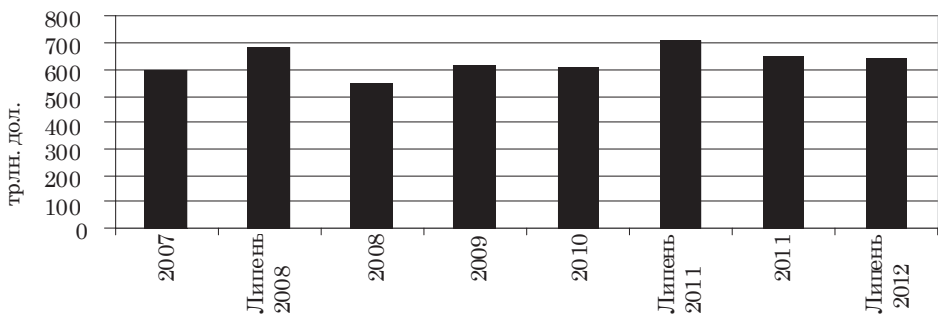


Рис. 2. Динаміка об'єму ринку позабіржових ПФІ, побудовано за даними [1]

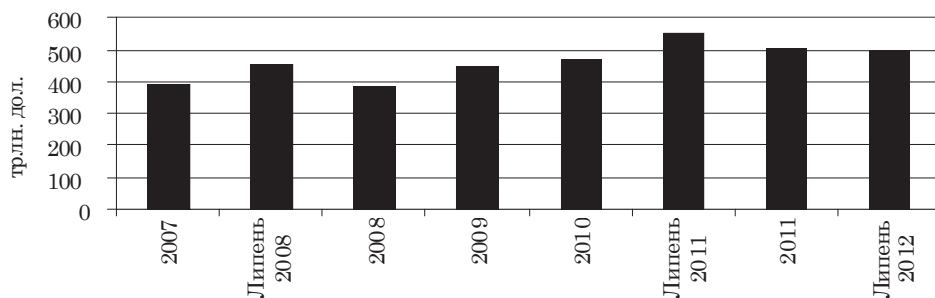


Рис. 3. Динаміка об'єму ринку ПФІ на відсоткову ставку, побудовано за даними [1]

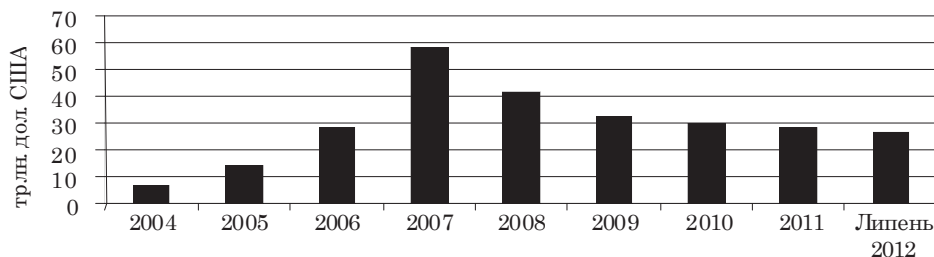


Рис. 4. Динаміка об'єму ринку кредитних дефолтних СВОП контрактів, побудовано за даними [1]

Із рис. 1–4 можна зробити висновок, що підвищені вимоги до законодавства щодо торгівлі позабіржовими ПФІ не зруйнували фінансові ринки, а, навпаки, забезпечили їх невпинне зростання, але за новими більш жорсткими стандартизованими правилами і принципами. На думку П. Ховеллса і К. Бейна, ринки ПФІ є «фінансовими ринками майбутнього» [25, 415], а зростання використання фінансових інструментів з високим левериджем (ПФІ) є функцією, що залежить від потреб інвесторів [28, 11]. У таких умовах ефективно функціонуюча фінансова система, яка забезпечує перерозподіл ресурсів на основі широкого спектру ПФІ і спрямовує ці ресурси до найбільш продуктивного застосування, є основою економічного розвитку [24, 31].

Головним чинником ефективного функціонування фінансової системи, як зазначають К. Бейн [25], Ф. Мишкін [30], С. Оостерлоо [24], Я. Хаан [24], П. Ховеллс [25], Д. Шоенмейкер [24], є: інфраструктура фінансової системи; наявність широкого спектру фінансових інструментів; ПФІ; прозорий, адекватний поточному стану розвитку регуляторного законодавства фінансового ринку пруденційний нагляд. В економіці фінансових ринків, особливо ПФІ, головним чинником аналізу з точки зору справедливого ціноутворення був, є і залишиться стохастичний чинник дисконтування [6, 250].

Слід зазначити, що у післякризовий період (2007–2009 рр.) відбувається вже другий етап 30-річних революційних змін світових фінансових ринків і їхніх інститутів [24, 34]. Деякі інститути в цей дуже короткий період збанкрутували, а інші, навпаки, розпочали динамічний розвиток. Слід зазначити, що створення нового, адекватного законодавства щодо регулювання фінансових ринків на даний час вже здійснюється на потужній науковій основі взаєм-

ного оптимального дизайну механізмів фінансової системи та її ефективного регуляторного законодавства [9].

На кінець 2012 р. загальна капіталізація світових бірж досягла 54,57 трлн. дол. США, що лише на 6 трлн. дол. США менше за докризовий 2007 р. (60,8 трлн. дол. США) за умови падіння до рівня 32 трлн. дол. США у 2008 році. Деякі країни у післякризовий період забезпечили збільшення докризової капіталізації. Так, у Туреччині збільшення склало 60%, Таїланді – 45%, на Філіппінах – 39%, Колумбії – 30%, Мексиці – 28,5% [32].

На основі імплементації нового революційного законодавства в Європі створюється єдина електронна система торгівлі ПФІ – TARGET2-Securities (T2S) [4; 12; 27]. Як зазначив Голова Європейського центрального банку (ЄЦБ) М. Драгі, завдяки запровадженню фундаментального європейського проекту T2S вперше зроблені спроби впорядкування інфраструктури торгівлі ПФІ, спрямовані на кліринг і постачання інструментів з метою подолання міжграничних бар'єрів, створення інтегрованого фінансового ринку і підвищення компетенції учасників у напрямку перетворення Європи в найкраще інвестиційне середовище [38]. Технічні стандарти T2S повністю будуть імплементовані в Європі до 2015 року. На даний час повністю розроблена й оприлюднена технічна документація проекту T2S [16]. Керівник проекту М. Годафрой зазначив, що програмне забезпечення проекту T2S із стадії розробок переведено на стадію тестування. Хоча функціонування єдиної Європейської платформи розпочинається в липні 2015 р., вже сьогодні японські законодавчі регуляторні та фінансові кола зацікавлені в участі в цьому європейському проекті [38]. Необхідною складовою реалізації проекту T2S є надрукований у квітні 2013 р. календар тренінгів, які будуть відбуватися на базі 4 центральних банків Європи (Німеччини, Франції, Італії та Іспанії) і угода між ЄЦБ й учасниками єдиної торговельної системи T2S [4; 12]. Для клірингових центрів третіх країн також запропоновані документи щодо участі в єдиній торговельній T2S системі Європи [15].

До 2017 р. вся інфраструктура фінансових ринків Європи з єдиною системою електронної торгівлі T2S буде функціонувати повністю. Нове законодавство MiFID II, EMIR передбачає: захист інвесторів і прозорість ринків; прозорість торговельних операцій до їх повного виконання; прозорість торгівлі як обов'язкову умову для всіх ринків і всіх фінансових інструментів.

На основі виявлених післякризових тенденцій революційних перетворень регуляторного законодавства позабіржового ринку ПФІ можна зробити такі

ВИСНОВКИ:

1. Післякризові революційні зміни регуляторних інститутів позабіржового ринку ПФІ спрямовані, по-перше, на подолання недоліків функціонування фрагментованого ринку ПФІ та підвищення його ефективності і, по-друге, стандартизацію фінансових інструментів з метою забезпечення їх централізованого клірингу для спрощення й автоматизації процесів торгівлі, підвищення диверсифікації й ефективності управління ризиками, які є потужним стимулом формування додаткової вартості на основі технологічних інновацій нового покоління. Післякризовий динамічний розвиток ринків ПФІ в Індії, Таї-

ланді, Сінгапурі, Китаї – лише підтвердження початкової фази цих революційних перетворень на світових фінансових ринках [31; 35].

2. Відповідно до стратегії розвитку законодавства ЄС щодо врегулювання ринку позабіржових ПФІ відбувається створення єдиного потужного європейського фінансового ринку за гармонізованими стандартами, централізованим клірингом і високою дисципліною постачання фінансових активів. Повна імплементація цього законодавства, включаючи реалізацію технічних регламентів, відкриє нову еру розвитку фінансової системи Європи в інтересах малого, середнього і великого бізнесу. Реалізація європейського проекту T2S забезпечить функціонування фінансових ринків країн на єдиній технологічній платформі, безкоштовно лише для країн ЄС.

3. Дані Банку міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements – BIS) [1], Міжнародної асоціації по свопах і деривативах (International Swaps and Derivatives Association – ISDA) [3] та FIA [5] підтверджують суттєвий перерозподіл фінансового капіталу у напрямку Азії, Індії і Китаю. Індустрія ПФІ продовжує інноваційних розвиток на основі імплементації фінансового регулювання, що вже відбувається паралельно з інноваціями у фінансовій галузі, реалізацією ефекту масштабу, створенням інфраструктури торгівлі на сучасних принципах міжнародних стандартів інформаційної безпеки на нових і оновлених фондових біржах Азії, Індії і Китаю.

Перспективи подальших розвідок. У післякризових умовах оперативна розробка та імплементація революційного законодавства щодо регулювання позабіржового ринку ПФІ розкрили сутність тісного взаємного зв'язку інвестиційних потоків і сучасних інформаційних технологій, на основі яких створюються за міжнародними стандартами ефективні торговельні платформи. Можна стверджувати, що з початку XXI ст. діє закон, згідно з яким інвестиційні потоки безпосередньо слідує за найкращими, масштабними світовими інноваційними торговельними платформами, сертифікованими за сучасними міжнародними стандартами.

Розробка таких торговельних інноваційних платформ в Україні в умовах жорсткої конкуренції за міжнародні інвестиційні потоки є фундаментальним науково-теоретичним і прикладним викликом для науково-дослідних установ, університетів, учасників ринків і регуляторів. Слід зазначити, що за роки незалежності для внутрішніх ринків не було створено жодної інноваційної торговельної платформи з торговельною маркою «Зроблено в Україні».

Подальші наукові і прикладні дослідження повинні здійснюватися у таких напрямках:

- розробка та імплементація гармонізованого регуляторного законодавства щодо пруденційного моніторингу і застосування дієвих заходів у напрямі подолання зростання позицій з підвищеним левериджем, без відповідного грошового забезпечення;

- впровадження технологічних інновацій на національному фінансовому ринку, ринках сільськогосподарської продукції й електричної енергії у напрямі суттєвого підвищення ліквідності ринкових інструментів шляхом застосування тривалих термінів експірації ринкових інструментів, ПФІ тощо;

- проведення національних реформ фондового і фінансового ринків, адекватних європейським, спрямованих на вдосконалення умов емісії зобов'язань компаніями і торгівлі ними на відкритих біржах, інноваційних торговельних платформах з централізованим клірингом всередині країни, які не повинні обмежувати доступ західних інвесторів до національних ринків і фінансових посередників;

- створення всередині країни на оновлених післякризових теоретичних парадигмах фінансової економіки системи мотивацій для регуляторів і науково-дослідних установ для залучення іноземних інвесторів на національні ринки капіталу з метою забезпечення їхньої додаткової ліквідності.

1. About Bank for International Settlements // www.bis.org.
2. About BSE // www.bseindia.com.
3. About International Swaps and Derivatives Association (ISDA) // www.isda.org.
4. About T2S Training calendar // www.t2s.eu.
5. *Acworth, W.* (2012). FIA Annual Volume Survey: Trading Falls 15.3% in 2012 // www.futuresindustry.org.
6. *Bailey, R.E.* (2005). The Economics of Financial Markets. Cambridge; New York; Melbourne; Madrid; Cape Town; Singapore: Cambridge University Press. 550 p.
7. Bank for International Settlements (2011). Basel III: A Global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel. 77 p.
8. *Brigo, D., Morini, M., Pallavicini, A.* (2013). Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding: With Pricing Cases For All Asset Classes. Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 464 p.
9. *Camera, G.* (2006). Recent Developments on Money and Finance: Exploring Links between Market Frictions, Financial Systems and Monetary Allocations. Berlin; Heidelberg: Springer-Verlag. 268 p.
10. *Casey, J-P., Lannoo, K.* (2009). The MiFID Revolution. Cambridge: Cambridge University Press. 240 p.
11. *Cohan, P.* (2010). World Derivatives Market Estimated As Big As \$1.2 Quadrillion Notional, as Banks Fight Efforts to Rein It In // www.dailyfinance.com.
12. ECB (2013). Dedicated Link Services Agreement. Brussels. 119 p.
13. *Emons, B.* (2013). The End of the Risk Free Rate: Investing When Structural Forces Change Government Debt. New York; Chicago: McGraw-Hill Inc. 224 p.
14. ESMA (2012). European Market Infrastructure Regulation // www.esma.europa.eu.
15. ESMA (2013). Practical Guidance for the recognition of Third Country CCPs by ESMA // www.esma.europa.eu.
16. European Central Bank (2012). Target2-Securities: User Handbook. Berlin: 4CB, 2012. 1959 p.
17. European Commission (2011). Proposal on markets in financial instruments and amending Regulation (EMIR) on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories No2011/0296/(COD). Brussels. 60 p.
18. European Commission (2012). Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and the trade repositories. Brussels. 59 p.
19. European Commission (2012). Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and the trade repositories: regulatory technical standards // eur-lex.europa.eu.
20. Financial Stability Board (2012). Identifying the Effect of Regulatory Reforms on Emerging Market and Developing Economies: A Review of Potential Unintended Consequences. Basel. 41 p.
21. *Freixas, X., Hartmann, P., Mayer, C.* (2008). Handbook of European Financial Markets and Institutions. Oxford; New York: Oxford University Press Inc. 752 p.
22. GPO (2011). The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial Crisis in the United States. Official Government Edition. Washington, DC. 662 p.
23. *Gregoriou, G.N., Hoppe, C., Wehn, C.S.* (2012). The Risk Modeling Evaluation Handbook: Rethinking Financial Risk Management Methodologies in the Global Capital Markets. New York; Chicago; London; Madrid; Singapore Toronto: McGraw-Hill Inc. 652 p.

24. *Haan, De.J., Oosterloo, S., Schoemaker, D.* (2012). *European Financial Markets and Institutions*. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press. 520 p.
25. *Howells, P., Bain, K.* (2008). *The Economics of Money, Banking and Finance: A European Text*. 4th ed. N.Y.: Prentice Hall International Editions. 634 p.
26. IOSCO (2011). *Report on Trading of OTC Derivatives*. Madrid. 54 p.
27. IOSCO (2012). *Global Developments in Securitization Regulation Consultation Report*. Basel. 35 p.
28. *Maxwell, W., Shenkman, M.R.* (2010). *Leveraged Financial Markets: A Comprehensive Guide to High-Yield Bonds, Loans and other Instruments*. New York; San Francisco; London; Madrid; Toronto: McGraw-Hill Inc. 432 p.
29. *Mishkin, F.* (2012). *The economics of money, banking, and financial markets*. 10th ed. N.Y.: Prentice Hall International Editions. 720 p.
30. *Mishkin, F.S., Eakins, S.* (2011). *Financial Markets and Institutions*. 7th ed. N.Y.: Prentice Hall International Editions. 704 p.
31. *Nefci, S.N., Menager-Xu, M.Y.* (2007). *China's Financial Markets : An Insider's Guide to How the Markets Work*. Amsterdam; Boston; London; New York; Oxford; Paris; Singapore; Sydney; Tokio: Elsevier Academic Press. 417 p.
32. *Perry, M.J.* (2013). *World Stock Market Capitalization 1980 to 2012*. In: *World stock market capitalization closes year at \$54.6 trillion* // www.aei-ideas.org.
33. *Securities and Exchange Commission* (2005). *Regulation NMS*. Washington, DC. 523 p.
34. *Securities and Exchange Commission* (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Washington, DC. 848 p.
35. *Shah, A., Thomas, S., Gorham, M.* (2008). *India's Financial Markets : An Insider's Guide to How the Markets Work*. Amsterdam: Elsevier Science B.V. 264 p.
36. *Size of Swap Market* // www.interestrateswapstoday.com.
37. *Skinner, C.* (2007). *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*. London; Chichester: John Wiley & Sons Inc. 294 p.
38. *Speech-in-Tokyo, 10 April 2013* // www.ecb.int.
39. *The New York Times* (2012). *High-Frequency Trading*. December 20 // topics.nytimes.com.
40. *Welfens, P.J., Ryan, C.* (2011). *Financial Market Integration and Growth : Structural Change and Economic Dynamics in the European Union*. Berlin; Heidelberg; New York: Springer-Verlag. 413 p.

Стаття надійшла до редакції 20.05.2013.