

HU

HU

HU



AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉGEK BIZOTTSÁGA

Brüsszel, 2009.10.20.
COM(2009) 563 végleges

**A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A
TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK, A
RÉGIÓK BIZOTTSÁGÁNAK ÉS
AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANKNAK**

**Hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok biztosítása: jövőbeni szakpolitikai
intézkedések**

**A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A
TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK, A
RÉGIÓK BIZOTTSÁGÁNAK ÉS
AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANKNAK**

**Hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok biztosítása: jövőbeni szakpolitikai
intézkedések**

(EGT-vonatkozású szöveg)

1. BEVEZETÉS

A származtatott ügyletek fontos szerepet töltenek be a gazdaságban: használatukkal a gazdasági tevékenységgel járó kockázatok (részben vagy egészben) átruházhatók a kockázatot nem vállaló gazdasági szereplőkről az azokat vállalókra. Mindazonáltal a pénzügyi zavarokhoz is hozzájárultak, hiszen lehetővé tették a tőkeáttétel fokozását és összekötötték a piaci szereplőket, ráadásul ez a piaci átláthatóság hiánya miatt – amelyet a túlnyomóan tőzsdén kívüli (OTC) piaci struktúra okozott – észrevétlen maradt. A Bizottság már ez év júliusában felhívta a figyelmet négy kiegészítő eszközre, amelyekkel csökkenthetők a tőzsdén kívüli származékos piacok pénzügyi stabilitásra gyakorolt negatív hatásai: i. a szabványosítás fokozása, ii. kereskedési adattárak használata, iii. átállás a központi szerződő fél elszámolóházak alkalmazására (KSZF-klíring), és iv. a szervezett kereskedési helyszínek fokozott használata¹. A javasolt eszközöket az érdekeltekkel folytatott konzultáció, majd a 2009. szeptember 25-én rendezett magas szintű konferencia során is megvitatták².

Ez a közlemény mind a tőzsdén kívüli, mind a szervezett kereskedési helyszíneken zajló származtatott ügyletek tekintetében egyenként megvizsgálja a jelenlegi származékos piacok szervezeti hiányosságait. Felvázolja mindazon szakpolitikai intézkedéseket, amelyeket a Bizottság az említett problémák kezelésére 2010-ben hozni szándékozik, és amelyekkel megvalósítható e piacok nagyobb stabilitása és átláthatósága, összhangban a de Larosiére jelentéssel, az Európai Tanács 2009. júniusi következtetéseivel és a G20-ak álláspontjával. A következőkben felvázolt szakpolitikai irányvonalak érvényesülését biztosító jogalkotási és egyéb javaslatok tekintetében elvégzik a megfelelő hatásvizsgálatokat.

2. ÁLTALÁNOS MEGKÖZELÍTÉS

A Bizottság úgy véli, hogy paradigmaváltással el kell távolodni attól a hagyományos nézettől, hogy a származtatott ügyletek szakmai használatra való pénzügyi eszközök, amelyek esetében könnyített szabályozás is elegendő; ehelyett olyan megközelítés felé kell elmozdulni, amelyben a jogszabályok lehetővé teszik a kockázatok megfelelő beárazását. Ennek

¹ A Bizottság közleménye: „Hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok biztosítása” – COM (2009) 332, SEC(2009) 905 szolgálati munkadokumentum, SEC(2009) 914 konzultációs dokumentum.

² A konzultációból eredő észrevételek, az érdekeltek álláspontjának összefoglalója, valamint a konferencia és az előadások összefoglalója megtalálható a Bizottság weboldalan: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm

eredményeként a javasolt intézkedések a származékos piacokat az uralkodó, tőzsdén kívüli kétoldalú klíringtól a központosítottabb klíring és kereskedés felé mozdítják el.

A különböző származékos piaci szegmensek eltérő jellemzőkkel, azaz eltérő kockázatokkal, működési szabályokkal és piaci szereplőkkel rendelkeznek. A Bizottság elvben úgy ítéli meg, hogy a származtatott ügyletek vonatkozásában átfogó szabályozásra van szükség annak elkerülése érdekében, hogy a piaci szereplők kihasználhassák a szabályok különbözőségét, azaz a szabályozási arbitrázs ellen. Indokolt esetben azonban a szakpolitikai javaslatok kellően figyelembe veszik az eszközosztály és az érintett ügyletek, valamint a piaci szereplők sajátosságait, és megfelelő egyensúlyt teremtenek a pénzügyi és nem pénzügyi intézmények között. A Bizottság ugyanakkor figyelembe veszi, hogy egyes árupiacok, például a villamosenergia- és a gázpiac mögött különleges fizikai piaci struktúra húzódik meg. A különböző piaci szegmensek kockázati jellemzőit figyelembe véve a Bizottság először a hitel-nemfizetési csereügyletekkel foglalkozott³.

2.1. Nemzetközi együttműködés

A származtatott ügyletek piaca globális kiterjedésű, és ki kell zárni a szabályozási arbitrázs lehetőségét. A nemzetközi szabályozási környezet szilárdságának és egységességének biztosítása érdekében az alábbi javaslatok összhangban vannak a G20-ak 2009. szeptember 25-i találkozásán felvázolt célkitűzéssel, amely a tőzsdén kívüli származékos piacok tökéletesítésére szólít fel⁴. A javaslatok világszerte egységes végrehajtása érdekében a technikai részletek további kidolgozásában a Bizottság együttműködésre törekszik a G20-as partnerekkel, a Pénzügyi Stabilitási Tanáccsal és különösen az Egyesült Államokkal, ahol szintén folyamatban van a származékos piacok új megközelítésének kialakítása.

2.2. Nem pénzügyi intézmények

A pénzügyi rendszer feladata, hogy a megtakarítók pénzét beruházási projektekbe irányítsa, többek között a szélesebb körű kockázatmegosztás lehetővé tételével. A nem pénzügyi intézményeknek ezért alapvető érdeke a pénzügyi stabilitás. A nem pénzügyi vállalkozások – mivel védelmet vásároltak a pénzügyi vállalkozásoktól, ezáltal kockázataikat átruházták a pénzügyi rendszerre – a válsághoz vezető növekedési szakasz során általában véve hasznot húztak a kockázatok alulértékeléséből. A gazdasági tevékenység komoly visszaesésével azonban ők is a pénzügyi válság áldozataivá lettek. Ekképpen a nem pénzügyi intézmények is a származtatott ügyletekkel létrejött kölcsönös függőségi rendszer részei, ezért a következőkben ismertetett, a partnerkockázat csökkentésére és az átláthatóság növelésére irányuló szakpolitikai javaslatok is a javukra válnak.

A Bizottság elismeri, hogy a származtatott ügyletek alapvető szerepet játszanak a rendes üzleti tevékenységből eredő kockázatok fedezésében. Noha a legtöbb fedezeti műveletet elvileg szabványos, nem egyedi származtatott ügyletek révén kellene megvalósítani, mégis

³ A Bizottsági sajtóközleménye: „Jelentős lépés a pénzügyi stabilitás felé: biztonságosabbá válik a hitel-nemfizetési csereügyletek európai piaca”, IP/09/1215, 2009. július 31.

⁴ „Legkésőbb 2012 végéig minden szabványos, tőzsdén kívüli származtatott ügyletet tőzsdén vagy adott esetben elektronikus kereskedési platformokon kell kötni, elszámolásuknak pedig központi szerződő fél bevonásával kell történnie. A tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket jelenteni kell a kereskedési adattárak felé. A nem központi elszámolt ügyletekre magasabb tőkekövetelményeket kell előírni. Felkérjük a Pénzügyi Stabilitási Tanácsot és érintett tagjait, hogy rendszeresen értékeljék az intézkedések végrehajtását és azt, hogy azok elegendőek-e a származékos piacok átláthatóságának növeléséhez, a rendszerkockázat csökkentéséhez és a piaci visszaélésekkel szembeni védelemhez.”

szükség lehet személyre szabott származtatott ügyletekre. Ennek megfelelően a Bizottság nem kívánja szűkíteni a származtatott ügyletek gazdasági feltételrendszerét, és az egyedi ügyleteket sem kívánja tiltani vagy a nem pénzügyi intézmények számára túlzottan költségessé tenni. Ugyanakkor helyre kell állítani az árak erőforrás-elosztó szerepét: a származtatott ügyleteket az általuk hordozott rendszerkockázatnak megfelelően kell beárazni, nehogy e kockázatok végül az adófizetőket terheljék. A pénzügyi stabilitás ez úton történő megerősítése a jövőben csökkenti a komoly gazdasági válságok bekövetkezésének valószínűségét és fenntarthatóbb növekedési pályára állítja Európát.

A tőzsdén kívüli származtatott ügyletekhez kapcsolódó piaci infrastruktúra megszilárdításának költségeit nem szabad az adófizetőkre hárítani, hanem azoknak kell viselniük, akik közvetlenül élvezik a származtatott ügyletekből eredő gazdasági hasznot. A költségek nagyobb része így a pénzügyi vállalkozásokra esik majd, egy része azonban várhatóan a nem pénzügyi intézményeket fogja terhelni. Mindazonáltal arra lehet számítani, hogy a költségek idővel csökkenni fognak: minél inkább elterjed a központi piaci infrastruktúrák használata, annál alacsonyabbak lesznek az egy felhasználóra jutó költségek, hiszen érvényre jutnak a hálózati hatások. Sőt, az 5. szakaszban leírt átláthatósági javaslatoknak valószínűleg a nem pénzügyi vállalati szektor lesz a fő kedvezményezettje.

A Bizottság javaslatai véglegesítése előtt hatásvizsgálatokat fog végezni. Ezek az összes érdekelt fél álláspontját figyelembe veszik majd azzal kapcsolatban, hogy az alább felvázolt szakpolitikai irányvonalak milyen hatást gyakorolhatnak a költségekre és a haszonra, hogy ez utóbbiakat össze lehessen vetni az adófizetők kockázataival, felismerve azt, hogy a nem pénzügyi intézmények legtöbbje nem rendelkezik rendszerszintű jelentőséggel.

Az európai ipar versenyképességének és növekedésének érdekében a Bizottság biztosítani kívánja, hogy a jövőbeni szakpolitikai megoldások lehetővé tegyék a nem pénzügyi intézmények számára a tevékenységükből eredő kockázatok kezelését.

Mindazonáltal ügyelni kell arra, hogy a biztonságosabb származékos piacokra irányuló általános célkitűzéseket ne ássák alá kiskapuk.

3. PARTNERKOCKÁZAT

A válság egyebek mellett rávilágított arra is, hogy a piaci szereplők nem megfelelően árazzák be a partnerkockázatokat. Ezt a kockázatot a klíringgel lehet csökkenteni. A klíring két szerződő fél között megvalósulhat kétoldalúan vagy központi piaci szinten, központi szerződő fél (KSZF) segítségével, így biztosítva a biztosítékok megfelelő szintjét. A következő javaslatok ezért mind a központi, mind a kétoldalú viszonylatban szigorítani kívánják a származtatott ügyletek klíringjét.

3.1. Központi klíring: biztonság és megbízhatóság

A Bizottság szerint a partnerkockázat kezelésére a KSZF-klíring a legjobb eszköz, ezt a véleményét a G20-ak is osztják. A KSZF-ek európai szinten nyújtanak szolgáltatásokat, de szabályozásuk nemzeti szintű, mivel jelenleg nem létezik a KSZF-ekre vonatkozó közösségi jogszabály⁵. A KBER-CESR⁶ ajánlások ugyan megkezdték a nemzeti szabályozások

⁵ A KSZF-ek biztonságával és megbízhatóságával mindezidáig egyetlen közösségi jogszabály, az elszámolások véglegességéről szóló irányelv foglalkozik. Noha ez az irányelv alapvető fontosságú,

közelítését, de nem kötelező erejűek. A KSZF-ek rendszerszintű jelentősége miatt a Bizottság a tevékenységüket szabályozó jogszabályokra tesz javaslatot, hogy ezáltal megszüntesse a nemzeti jogszabályok közötti eltéréseket és gondoskodjon a biztonságról, a megbízhatóságról és a helyes irányításról. 2009. július 3-i közleményében a Bizottság azt is megállapította, hogy a KSZF-klíring európai megvalósításának erős indokai vannak, amelyek szabályozói, felügyeleti és monetáris politikai aggodalmakból erednek. Ma már sok KSZF található Európában, de egyértelmű szabályozói és felügyeleti keret létrehozásával jelentős mértékben hozzá lehet járulni elterjedésük folyamatához.

A KSZF-ek számos eszközosztály vonatkozásában nyújtanak szolgáltatásokat, legyen szó részvényügyletekről, rögzített hozamú eszközökről vagy származtatott ügyletekről (tőzsdei vagy tőzsdén kívüli ügyletek). Emiatt következetlen lenne, ha csupán egy eszközosztály tekintetében készülne a tevékenységüket szabályozó jogszabályok. A KSZF-ekre vonatkozó jogalkotási javaslat helyett a pénzügyi eszközök ugyanazon körére terjed majd ki, mint a MiFID, hogy így következetességet teremtsen az értéklánc mentén és elkerülje a kiskapukat. A Bizottság KSZF-ekre vonatkozó jogalkotási javaslata ezért a következő fő területekre terjed majd ki:

- (1) **Üzleti tevékenység és irányítás** (például az összeférhetetlenség ellen hozott intézkedések, hozzáférés, a kockázatok és az eljárások átláthatósága, az üzletmenet-folytonosság és az előírt tapasztalatok minimumszintje).
- (2) Szabályok annak biztosítására, hogy a KSZF nem alkalmaz alacsony **kockázatkezelési standardokat**. Ehhez szükséges lehet, hogy az Európai Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóság (ESMA) az alapjogszabályban meghatározott szabályok alkalmazásával technikai standardokat dolgozzon ki, és így biztosítsa, hogy a KSZF-résztvevők a lehető legalacsonyabb szabályozói tőkekövetelményeket alkalmazhassák a központi klíring alá tartozó ügyletek partnerkockázatára, követve a Bázeli Bizottság által jelenleg véglegesített szabályokat. A kockázatkezelésben betöltött kulcsszerepük fényében a KSZF-ekre megfelelő tőkekövetelményeket kell kivetni.
- (3) A klíringtag ügyfelei által nyújtott **biztosítékok és pozíciók jogi védelme**, ezáltal a piaci szereplők széles körének ösztönzése a központi klíring használatára. A szabályoknak lehetővé kell tenniük az eszközök elkülönítését, továbbá az ügyfelek eszközeinek és pozícióinak hordozhatóságát.
- (4) A javaslat értelmében az **engedélyt** kapó KSZF-ek minden tagállamban nyújthatják szolgáltatásaikat. A kettős ellenőrzés elkerülése érdekében és a hatóságok közötti kölcsönös bizalom erősítése céljából a Bizottság az Európai Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóságra (ESMA) bízna a KSZF-ek egész Európára kiterjedő működésének engedélyezését. A megfelelő szintű folyamatos európai felügyelet biztosítása céljából a Bizottság a felelősségi köröket célszerűen kívánja elosztani az ESMA és a nemzeti felügyeleti hatóságok között. Ennek keretében arra is sor kerülhet, hogy az ESMA közvetlen felügyeleti hatásköröket kap, figyelemmel a KSZF-ek egyedi jellegére, különösen egész Európára kiterjedő tevékenységükre. Az esetleg

hiszen valamely KSZF-résztvevő fizetéseképtelenségének a többi résztvevőre való áttérjedésével foglalkozik, mégis inkább csak válságkezelő eszköznek tekinthető, nem pedig egy olyan átfogó jogszabálynak, amely a KSZF-ek tevékenységének minden vetületére kiterjed, így nem is garantálhatja biztonságukat és megbízhatóságukat.

6

Központi Bankok Európai Rendszere / az európai értékpapír-piaci szabályozók bizottsága

felmerülő potenciális vagy függő kötelezettségek jelentőségét felismerve az is szóba jöhet, hogy az ESMA-n belül célszerű lenne a folyamatos felügyeletet a közvetlenül érintett tagállamok felügyeleteinek kollégiumára bízni.

- (5) Célszerű továbbá, hogy az ESMA a Bizottság számára segítséget nyújtson az összehasonlítható és átfogó felügyelet és szabályozás alá tartozó **harmadik országbeli KSZF-ek elismeréséről** szóló határozatok előkészítésében, amelyek célja, hogy prudenciális szempontból értékeljék a harmadik országbeli szolgáltatók piaci hozzáférésre irányuló kérelmét.

3.2. Biztosítékok a kétoldalú klíringben

Noha az ideális elképzelés szerint minden származtatott ügylet központi klíring alá tartozna, a valóságban nem mindegyikük alkalmas erre. Egyes termékek túl egyediek, míg mások nem elég likvidek a központi klíring céljaira. Az ilyen ügyletekre továbbra is a kétoldalú klíring alkalmazandó, ahol a szerződő felek biztosítékokat cserélnek a kitettségek fedezésére. A jelenlegi biztosítéki előírások azonban túl alacsonyak, és nem tükrözik azt a kockázatot, amelyet a kétoldalú klíringgel elszámolt származtatott ügyletek – egy bizonyos kritikus nagyságrend elérése után – jelentenek a pénzügyi rendszerre nézve. A pénzügyi vállalkozásoknak nagyobb összegű biztosítékokat kell rendelkezésre bocsátaniuk hitelkitettségeik fedezetére.

A Bizottság olyan jogszabályokat fog javasolni, amelyek a pénzügyi vállalkozásokat (például hitelintézeteket, befektetési vállalkozásokat, alapkezelőket) kezdeti letét és változó letét elhelyezésére kötelezi (előbbi a szerződő fél jellegéhez, utóbbi az ügylet értékének változásához kötődik). E követelmények hozzájárulnának a központi klíring használatának elterjedéséhez is, mivel csökkentenék azokat a gazdasági előnyöket, amelyeket a KSZF-ek szigorú előírásaihoz képest túlságosan kis mértékű biztosítékok nyújtásával lehet elérni.

A fizetéseképtelenség esetét leszámítva a biztosítékok cseréje nem befolyásolja a gazdálkodó egység nettó jövedelmét. Mindazonáltal a származtatott ügyletek azon vállalati felhasználói, amelyek nem pénzügyi vállalkozások, nem akarnak készpénzbiztosítékot nyújtani változó letétként, mivel emiatt szűkülhet a likviditásuk. Ezzel hitelkockázatnak tennék ki pénzügyi partnerüket, és ezt a helyzetet kezelniük kell ügyfelük számára. A változó letétre vonatkozó követelményeket, ha nem pénzügyi vállalkozások esetében szükségesek, úgy kell kialakítani, hogy ne áshassák alá a vállalati szektor képességét a származtatott ügyletek kockázat-átruházási célú felhasználására, különösen az olyan társaságokét nem, amelyek egy meghatározott küszöbérték alatt alkalmazznak csak származtatott ügyleteket. Másfelől a nem pénzügyi vállalkozások kedvezményezett bánásmódja kiskapuk létrejöttéhez vezethet, amelyek révén a pénzügyi vállalkozások előtt szabályozási arbitrázsra nyílik lehetőség. Az esetleges mentesítéseket úgy kell kialakítani, hogy semmilyen lehetőséget ne adjanak a visszaélésre.

3.3. A kétoldalú klíring tőkekövetelményei

Júliusi közleményében a Bizottság felvetette azt az ötletet, hogy a nem központi klíring alá tartozó ügyletekre magasabb tőkekövetelményeket kell előírni. A G20-ak pittsburghi találkozájával e felvetés nemzetközileg elfogadott elvvé vált. A magasabb tőkekövetelmények összhangban állnak azzal, hogy az ilyen ügyletek magasabb kockázatot jelentenek a pénzügyi rendszerre nézve. Mivel e tőkekövetelmények a kétoldalú biztosítékcseré és a kitettségek nettósítása után érvényesülnek, e megközelítés fokozná a piaci szereplők hajlandóságát arra,

hogy termékeik szélesebb körét vigyék a központi klíring hatályába. A Bizottság ezért ügyelni fog arra, hogy a szabályok megfelelő megkülönböztetést tegyenek a KSZF-klíringben részt vevő ügyletek alacsonyabb partnerkockázata és a kétoldalú klíring alá tartozó ügyletek magasabb partnerkockázata között. Ennek elsődleges módja az lehet, ha a tőkekövetelmény-irányelvben⁷ növelik a központi klíring alá tartozó és a kétoldalú klíring alá tartozó ügyletek tőkekövetelménye közötti különbséget.

A versenytorzulás elkerülése és a szabályozási arbitrázs lehetőségének korlátozása érdekében e változtatásoknak összhangban kell lenniük a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság – a bankok nemzetközi tőkekövetelményeivel foglalkozó globális fórum – által felvázolt megközelítéssel. A megállapodás céljából a Bizottság együttműködik a partnereivel és minden tőle telhetőt megtesz annak érdekében, hogy 2010-ben előterjessze a tőkekövetelmény-irányelv fentieknek megfelelő módosításait.

3.4. A központi klíring kötelezővé tétele

A nem központi klíring alá tartozó termékek tőkekövetelményeinek módosítása mellett a Bizottság – a G20-ak nyilatkozatának megfelelően – kötelezővé kívánja tenni a szabványos származtatott ügyletek KSZF-eken keresztüli klíringjét. A követelmény működőképességéhez kapcsolódó gyakorlati problémák ambiciózus megoldása érdekében a Bizottság a részletes javaslatok kidolgozásakor együttműködik G20-as partnereivel, különösen az Egyesült Államokkal. Ide tartozik különösen annak meghatározása, hogy a központi klíring szempontjából mely ügyletek tekinthetők szabványosnak. Amellett, hogy fő szabályként a szabványos ügyletek alkalmazására kell törekedni, a nem szabványos ügyletek tekintetében fokozni kell a mélységi felügyeleti ellenőrzést.

4. MŰKÖDÉSI KOCKÁZAT

A működési kockázat a nem megfelelő vagy rosszul működő belső folyamatokból, vagy külső eseményekből eredő veszteséghez kötődik, és magában foglalja a jogi kockázatot is. A piac erőfeszítéseket tett a működési kockázat csökkentésére: a piaci gyakorlat például a származékos piac jelentős részében egy szabványos jogi dokumentáció megjelenését hozta. A piaci résztvevők ezenkívül fokozatosan áttértek a kereskedési folyamatok elektronikus feldolgozására. E folyamatban lévő erőfeszítéseket valószínűleg fellendítené az adattárak kötelező használata és a központi klíring használatának elterjedése. Az erőfeszítések révén szabványosabbá válik az ügyletek elektronikus feldolgozása és jogi feltételrendszere (anélkül, hogy befolyásolná az ügyletek gazdasági feltételrendszerét), ami a központi klíringet is megkönnyíti.

A Bizottság azonban úgy véli, hogy a működési kockázat csökkentésére irányuló, folyamatban lévő iparági erőfeszítéseket meg kell erősíteni. E tekintetben fel szeretné mérni, hogy az ügyletek és az elektronikus feldolgozás szabványosítása érdekében szükséges-e újraformálni a működési kockázatra vonatkozó megközelítést a tőkekövetelmény-irányelvben.

Mindezeket kiegészítve a piaci szereplők kollektívabb fellépésére is szükség van. A Bizottság ezért a derivatíva munkacsoport sikerére építve, szigorú határidők mellett ambiciózus európai célokat fog kitűzni a jogi és eljárási szabványosításra, emellett gondoskodik arról, hogy a

⁷ Az Európai Parlament és a Tanács 2006/48/EK irányelve (2006. június 14.) a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról (HL L 177., 2006.6.30., 1. o.).

globális erőfeszítések kellően figyelembe vegyék az európai sajátosságokat, és ezáltal Európában is teljes körű előnyöket biztosítsanak.

5. ÁTLÁTHATÓSÁG

A tőzsdén kívüli származékos piacokat egyértelműen az árak, az ügyletek és a pozíciók átláthatóságának hiánya jellemezte. A szabályozók és a piac előtti átláthatatlanság mértéke időben és termékek között változó volt, de egészében véve meggátolta, hogy a szabályozó szervek a rendszerkockázatok és a piaci visszaélések tekintetében hatékonyan felügyeljék a származékos piacokat. A piaci szereplők számára nehézkessé tette a megbízható árak felkutatását, a kockázatok felmérését, a pozíciók értékelését és a legjobb teljesítés ellenőrzését.

5.1. Kereskedési adattárak

A rendszerkockázati és pénzügyi szabályozóknak teljes körű képet kell kapniuk a származékos piacról. Kötelezővé kell tenni ezért, hogy minden ügyletet jelentsenek a kereskedési adattáraknak. Ezek a tőzsdéken végrehajtott vagy KSZF-en keresztül elszámolt kereskedésekkel kapcsolatos információkat közvetlenül a szabályozók rendelkezésére bocsáthatják. A Bizottság jogalkotási javaslatokat fog előterjeszteni a kereskedési adattárakról és a piaci szereplők új jelentési kötelezettségeiről.

Az adattárak központi szerepet fognak játszani az új piaci struktúrában, ezért biztonságos, megbízható és hatékony működtetésük érdekében szabályozni kell őket. A jogszabályoknak általános jogi keretet kell biztosítaniuk a kereskedési adattárak működéséhez, ki kell terjedniük többek között az engedélyezési/nyilvántartási követelményekre, az adattárakhoz való hozzáférésre és a bennük való részvételre, az adatok közzétételére, az adatminőségre és az időszerűsége, az adathozzáférésre, az adatbiztonságra, a nyilvántartott ügyletek jogbiztonságára, az irányításra és a megbízható működésre⁸.

A Bizottság úgy véli, hogy a kereskedési adattárak engedélyezését és felügyeletét az ESMA hatáskörébe kell utalni, mivel az adattárak európai – vagy akár globális – szinten nyújtják szolgáltatásaikat. Az ESMA hatáskörébe kell utalni továbbá, hogy az adott szabályozási keret egyenértékűségéről szóló, prudenciális vizsgálatot követően hozott bizottsági határozat alapján engedélyezze a harmadik országbeli adattárak EU-ban való működését. A kölcsönösség elve alapján az ESMA-nak biztosítani kell, hogy az európai szabályozók szabad hozzáféréssel rendelkezzenek a globális információk teljes köréhez. Ilyen hozzáférés hiányában a Bizottság üdvösnek tartaná európai szinten létrehozandó kereskedési adattárak működését. Az ESMA tehát végeredményben a származtatott ügyletekkel kapcsolatos információk terjesztésének kútfőjeként szolgál majd a nemzeti pénzügyi szolgáltatási szabályozók és a szektorális szabályozók számára⁹.

⁸ E céllal kapcsolatban az OTC Derivatives Regulators Forum (a tőzsdén kívüli származékos piaci szabályozók fóruma) indított kezdeményezést.

⁹ Bizonyos származékos áru piacok (például a villamosenergia- és a gázpiac) esetében különösen figyelni kell az azonnali és a származékos piacok közötti kölcsönös függőségre. Az ESMA kútfőként betöltött végső szerepe biztosítani fogja, hogy az adattárak felett egy fő szabályozó álljon majd, ami a hatékonyság szempontjából fontos. Ez azt is biztosítja, hogy a szektorális szabályozók kényelmes hozzáférési ponthoz jutnak az általuk igényelt információk tekintetében. Mivel a kereskedési adattárak kötelezővé tételének elsődleges célja a pénzügyi stabilitás, előfordulhat, hogy az azonnali áru piacok felügyeleti struktúráját eltérően alakítják ki.

5.2. Kereskedés szervezett piacokon

A G20-ak megállapodtak abban, hogy „minden szabványos, tőzsdén kívüli származtatott ügyletet tőzsdéken vagy adott esetben elektronikus kereskedési platformokon kell kötni”. Az EU-ban ez azzal jár, hogy a tőzsdeképes kereskedésnek szervezett kereskedési helyszínen kell zajlania, a MiFID meghatározása szerint¹⁰. Szinte minden származékos tőzsde központi szerződő felet vesz igénybe. A tőzsdei kereskedés központi klíringhez való hozzáadása megszüntetné a kereskedés kétoldalú jellegét, sokkal átláthatóbbá tenné az árakat, a mennyiségeket és a nyitott pozíciók számait, valamint megkönnyítené a piaci hozzáférést.

5.3. Kereskedés előtti és utáni átláthatóság

A szervezett helyszíneken zajló kereskedés előírása mellett szigorítani kell az ilyen helyszínekre vonatkozó rendelkezéseket is, főként a kereskedés átláthatóságát illetően. A különböző szervezett helyszíneken zajló kereskedés, valamint a kapcsolódó árak és mennyiségek közzététele tekintetében alaposan meg kell fontolni a kereskedés előtti és utáni átláthatósági követelmények harmonizációját, csakúgy mint a tőzsdén kívüli piacok esetében. Különösen fontos, hogy a kereskedési helyszínekre vonatkozó keret ne tartalmazzon kiskapukat, és teljes körűen kiterjedjen a származtatott ügyletekre. Minderre a MiFID 2010-ben esedékes felülvizsgálatakor kerül sor.

A fokozott átláthatósági kötelezettségeket aszerint kell értékelni, hogy minél kisebb mértékben okozzanak nem kívánt mellékhatásokat a likviditás és az adminisztratív költségek tekintetében.

Emellett a G20-ak Pittsburghben abban is megállapodtak, hogy „a nyersanyagárak túlzott volatilitása ellen javítani kell a pénzügyi és árupiacok szabályozását, működését és átláthatóságát.” Az erőfeszítések részeként a pénzügyi szabályozás is módosul annak biztosítására, hogy az uniós mezőgazdasági származékos piacok az árvolatilitás elleni eszközként megfeleljenek eredeti, árfeltárási és fedezeti funkcióiknak¹¹. Ezeket az intézkedéseket az átláthatósági követelményekkel együtt a MiFID felülvizsgálatának részeként vezetik be valamennyi származékos piac (és esetleg a részvénytőzsiactól eltérő pénzügyi piacok) esetében.

Az EU-s villamosenergia- és gázpiacok tekintetében a Bizottság 2010-ben – egy átfogó piacintegritási csomag részeként – az azonnali piacok nagykereskedelmi jellegű kereskedésének közzétételével kapcsolatban is javaslatokkal fog előállni azzal a céllal, hogy javítsa az árfeltárást, a piaci hozzáférést és a közbizalmat¹².

6. PIACINTEGRITÁS ÉS FELÜGYELET

A G20-ak következtetéseinek megfelelően, a származékos piacok integritásának fokozása céljából már több uniós eszköz is előkészület alatt áll.

¹⁰ Szabályozott piac, multilaterális kereskedési rendszer vagy rendszeres internalizáló.

¹¹ A Bizottság a jobban működő európai élelmiszer-ellátási láncról szóló jövőbeni közleményében bővebben kíván foglalkozni e témával.

¹² Az európai értékpapír-piaci szabályozók bizottsága (CESR) és a villamosenergia- és gázipari szabályozó hatóságok európai csoportja (ERGEG) 2009 januárjában azt ajánlotta a Bizottságnak, hogy a piaci hozzáférés és az árfeltárási funkció javítására irányuló erőfeszítések részeként a kereskedés átláthatósága tekintetében dolgozzon ki egyedi szabályokat a villamosenergia- és a gázpiacra.

A piaci visszaélésekről szóló irányelv 2010. évi felülvizsgálata a származékos piacok bevonása érdekében átfogóan kiterjeszti a vonatkozó rendelkezéseket. Az európai értékpapír-piaci szabályozók egyre gyakrabban kérnek ügyletjelentéseket a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről. A fizikai és pénzügyi energiapiacokra alkalmazandó szabályok közelítését célzó erőfeszítésekkel összefüggésben a villamos energia és a gáz azonnali piacainak európai uniós szintű felügyelete kapcsán egy egyedi javaslattal kívánják biztosítani az átláthatóságot és a piacintegritást. Hasonlóképpen, a Bizottság 2010 végéig megvizsgálja, hogy a kibocsátási egységek piaca kellően védett-e a bennfentes kereskedelemtől vagy a piaci manipulációtól, valamint szükség esetén javaslatokat nyújt be ennek biztosítására¹³. Ezen túlmenően a tervek szerint a mezőgazdasági származékos piacokon összetettebbé válnak a pénzügyi szabályozók felé irányuló ügylet- és pozíciójelentési kötelezettségek.

A MiFID felülvizsgálata lezárja továbbá azt a munkát, amely egyes, áruderivatívákkal foglalkozó kereskedelmi cégek mentességeihez kapcsolódott. A MiFID rendelkezései – köztük az engedélyezésre és a működési követelményekre, a jelentéstételre és az üzleti tevékenységre vonatkozó szabályok – nem alkalmazandók az ilyen cégekre. A következtetések levonásakor figyelembe veszik a konzultációk¹⁴ megállapításait és azokat a közelmúltbeli eseményeket, amelyek alapján a pénzügyi piaci szabályozást minden releváns szereplőre ki kellene terjeszteni.

A Bizottság végül olyan szabályok bevezetését is javasolni fogja, amelyek révén a szabályozók pozíciós határértékekkel szabhatnak gátat az aránytalan ármozgásoknak vagy a spekulatív pozíciók koncentrációjának¹⁵.

¹³ A módosított 2003/87/EK irányelv 12. cikkének (1a) bekezdése.

¹⁴ Lásd például az európai bankfelügyelők bizottságának és az európai értékpapír-piaci szabályozók bizottságának a tanácsát (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) és az európai értékpapír-piaci szakértői csoport tanácsát

¹⁵ (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf). Ez különösen az áru piacok esetében fontos, lásd például a 11. lábjegyzetet.

7. ÖSSZEFOGLALÁS

A Bizottság úgy véli, hogy ezen intézkedések révén paradigmaváltással el lehet távolodni attól a hagyományos nézettől, hogy a származtatott ügyletek szakmai használatra való pénzügyi eszközök, amelyek esetében könnyített szabályozás is elegendő; ehelyett olyan megközelítés felé kell elmozdulni, amelyben a kockázatokat megfelelően árazzák be. Ez az általános megközelítés leszűkíti a kiskapuk és a szabályozási arbitrázs lehetőségét.

Az alábbi táblázat összefoglalja a fentebb felvázolt konkrét szakpolitikai intézkedéseket. A Bizottság a továbbiakban megkezdi a jogszabályok előkészítését, nevezetesen hatásvizsgálatokat indít, hogy 2010-ben előállhasson a származtatott ügyletek szabályozására irányuló ambiciózus jogszabályokkal. A javaslatok véglegesítésekor a Bizottság szorosan együtt fog működni az összes uniós érdekelttel és a globális partnerekkel. A valóban hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok alapjait ugyanis csak közös erővel lehet megteremteni.

Jövőbeni szakpolitikai intézkedések a hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok biztosításához

Célkitűzés	Javasolt intézkedések	Határidők
A partnerkockázat csökkentése – a klíring szigorítása	(1) KSZF-követelményekre vonatkozó jogalkotási javaslatok, témájuk: (a) biztonsági követelmények (pl. üzleti tevékenység, irányítás, kockázatkezelés, a biztosítékok és pozíciók jogi védelme), (b) a KSZF-ek engedélyezése, az engedélyek visszavonása, felügyelet, (c) a szabványos derivatívák KSZF-klíringjének kötelezővé tétele.	2010 közepe
	(2) A tőkekövetelmény-irányelv módosítása: (a) a pénzügyi vállalkozások kötelezése kezdeti és változó letét nyújtására, (b) lényegi megkülönböztetés a KSZF-klíringen belüli és azon kívüli ügyletekre vonatkozó tőkekövetelmények tekintetében.	2010 vége
A működési kockázatok csökkentése – szabványosítás	(3) Annak felmérése, hogy az ügyletek és az elektronikus feldolgozás szabványosítása érdekében szükséges-e újraformálni a működési kockázatra vonatkozó megközelítést a tőkekövetelmény-irányelvben.	2010 vége
	(4) Együttműködés az ágazattal a jogi szabályozások és folyamatok szabványosításának fokozására	Folyamatosan
Az átláthatóság növelése – kereskedési adattárak	(5) Kereskedési adattárakra vonatkozó jogalkotási javaslatok: (a) a kereskedési adattárak szabályozása, (b) a tőzsdén kívüli származtatott	2010 közepe

	ügyletek kötelező bejelentése a kereskedési adattárak felé.	
Az átláthatóság fokozása – kereskedés	(6) A MiFID módosítása: az ügylet- és pozíciójelentés fejlesztése a KSZF-ekkel és kereskedési adattárakkal összefüggésben, (7) a szabványos ügyletekkel való kereskedés előírás szerint a MiFID szerinti szervezett kereskedési helyszíneken valósulhat meg, (8) a kereskedés és az árak fokozott átláthatósága a kereskedési helyszínek és adott esetben a tőzsdén kívüli piacok között, a MiFID alapján, (9) az árukereskedelmi cégek MiFID alóli mentességeivel foglalkozó felülvizsgálat lezárása.	2010 vége
A piaci integritás fokozása	(10) A piaci visszaélésekről szóló irányelv kiterjesztése a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre, (11) a MiFID-ben a szabályozók felhatalmazása pozíciós értékhatárok kitűzésére.	2010 vége