

RO

RO

RO



COMISIA EUROPEANĂ

Bruxelles, 15.9.2010
SEC(2010) 1059

DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI

REZUMATUL EVALUĂRII IMPACTULUI

DOCUMENT DE ÎNȘOȚIRE PENTRU

PROPUNEREA DE

**REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI
PRIVIND INSTRUMENTELE FINANCIARE DERIVATE EXTRABURSIERE,
CONTRAPARTIDELE CENTRALE ȘI REGISTRELE CENTRALE DE TRANZACȚII**

{COM(2010) 484 final}
{SEC(2010) 1058}

Instrumentele financiare derivate sunt elemente fundamentale în finanțele moderne. În esență, ele reprezintă contracte financiare care facilitează tranzacționarea și redistribuirea riscurilor. Instrumentele derivate se numesc astfel deoarece valoarea lor derivă dintr-un „suport” sau activ de bază, cum ar fi prețul unui instrument financiar (de exemplu, o acțiune a unei companii cotate la bursă) sau dintr-o materie primă (de exemplu, petrol). Deoarece rolul lor este acela de a redistribui riscul, instrumentele derivate pot fi utilizate fie pentru a asigura (sau acoperi) beneficiarul împotriva unui anumit risc, fie, dimpotrivă, pentru a prelua riscul (investiție sau speculație). Aceste instrumente mai pot fi folosite și în arbitrajul între diferite piețe.

Instrumentele derivate pot varia de la cele care au parametri complet standardizați, cum ar fi valoarea notională sau scadența (de exemplu, contractele futures), la cele perfect adaptate nevoilor specifice ale unui anumit utilizator (de exemplu, swap-urile). De obicei, categoria în care se încadrează instrumentele derivate determină și modul lor de tranzacționare. Astfel, instrumentele derivate complet standardizate sunt în general tranzacționate în locuri special organizate, de exemplu bursele pentru instrumente financiare derivate, în timp ce instrumentele derivate special adaptate se tranzacționează bilateral, cu alte cuvinte extrabursier sau la buna înțelegere.

Criza financiară a adus piața extrabursieră a instrumentelor financiare derivate în atenția organismelor de reglementare. Cvasi-colapsul companiei Bear Sterns în martie 2008, falimentul Lehman Brothers la 15 septembrie 2008 și salvarea AIG la 16 septembrie au scos în evidență problemele de funcționare ale acestei piețe. În acest context, autoritățile de reglementare au acordat o atenție specială rolului jucat în timpul crizei de swap-urile pe riscul de credit.

Din octombrie 2008, Comisia lucrează la remedierea disfuncțiilor aduse în prim plan de criză. Pe termen scurt, Comisia și-a îndreptat atenția către piața swap-urilor pe riscul de credit și a obținut din partea principalilor dealeri de pe piață angajamentul de a introduce compensarea prin contrapartidă centrală (CPC) a tranzacțiilor europene cu swap-uri pe riscul de credit. Pe termen mediu, eforturile Comisiei s-au concentrat pe restructurarea în profunzime a piețelor instrumentelor derivate, proces care s-a soldat cu publicarea a două comunicări privind aceste piețe, prima în iulie, iar a doua în octombrie 2009.

Prima comunicare a analizat rolul instrumentelor derivate în criza financiară, a trecut în revistă avantajele și riscurile asociate piețelor instrumentelor derivate și a evaluat modalitățile de reducere a riscurilor identificate. Cea de a doua comunicare a prezentat acțiunile strategice pe care Comisia intenționează să le propună pentru a crește transparența pieței instrumentelor derivate, a reduce riscul de contrapartidă și riscul operațional în procesul de tranzacționare și pentru a garanta un grad mai înalt de integritate și de supraveghere la nivelul pieței.

Prezentul raport de evaluare a impactului însoțește câteva dintre propunerile anunțate de Comisie, și anume pe cele care vizează creșterea transparenței și reducerea riscului de contrapartidă și a riscului operațional prin utilizarea infrastructurii pieței post-tranzacționare.

Transparență

Prin însăși natura sa, piața extrabursieră a instrumentelor derivate are un caracter opac. Aceasta se explică prin faptul că instrumentele derivate extrabursiere sunt contracte negociate privat și, în consecință, părțile contractante sunt de obicei singurele care au acces la informațiile referitoare la aceste instrumente.

Criza financiară a adus în prim plan lipsa informațiilor legate de pozițiile și expunerile firmelor care lucrau cu instrumente derivate extrabursiere. Pe de o parte, absența informațiilor împiedică organismele de reglementare să identifice la timp riscurile care se acumulează atât la nivelul instituțiilor luate separat, cât și la nivel de sistem. Lipsa acestor informații nu permite evaluarea exactă a consecințelor incapacității participanților la operațiunile de pe piață de a-și onora obligațiile contractuale și, ca atare, nici adoptarea unei reacții corespunzătoare în astfel de situații (după cum s-a constatat în cazul Lehman). Pe de altă parte, pe timp de criză, lipsa informațiilor contribuie la alimentarea suspiciunilor și a nesiguranței printre participanții la operațiunile de pe piață.

Riscul de contrapartidă

Pe durata contractelor cu instrumente derivate extrabursiere, contrapartidele sunt legate între ele. Pe întreaga perioadă a contractului, contrapartidele acumulează creanțe unele față de celelalte, deoarece drepturile și obligațiile prevăzute de contract evoluează odată cu suportul din care derivă contractul. Astfel ia naștere riscul de contrapartidă, altfel spus riscul ca o contrapartidă semnatară a contractului să nu își onoreze obligațiile contractuale la scadență. Compensarea este operațiunea cu ajutorul căreia aceste riscuri sunt administrate de-a lungul timpului. Compensarea se poate realiza central (prin contrapartidă centrală - CPC) sau bilateral. Pe piața extrabursieră a instrumentelor financiare derivate se folosesc ambele modalități de compensare, însă compensarea bilaterală este mai frecventă.

Criza a arătat că nivelul riscului de contrapartidă relativ la instrumentele derivate extrabursiere era mult mai mare decât credeau participanții la operațiunile de pe piață sau organismele de reglementare. Cu alte cuvinte, volumul garanțiilor utilizate pentru diminuarea riscului de contrapartidă era insuficient. Principala cauză a acestei situații este nivelul necorespunzător de constituire a garanțiilor în acel sector al pieței în care compensarea se realizează bilateral. Acest lucru se întâmplă fie pentru că anumiți participanți la operațiunile de pe piață nu sunt obligați să furnizeze garanții pentru a conferi siguranță tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate, fie pentru că apar probleme în cadrul proceselor de administrare a riscului desfășurate de alți actori de pe piață care chiar furnizează garanții.

Riscul operațional

O tranzacție extrabursieră cu instrumente derivate presupune mai multe etape, de la momentul în care două părți se pun de acord cu privire la aceasta până la momentul în care tranzacția a fost confirmată. De asemenea, pe parcursul unui contract cu instrumente derivate extrabursiere, apare necesitatea de a gestiona o serie de evenimente (de exemplu, administrarea garanțiilor și decontarea plăților în numerar) care decurg din drepturile și obligațiile prevăzute de contract.

Dat fiind faptul că piața extrabursieră a instrumentelor derivate permite un grad ridicat de flexibilitate în definirea termenilor economici și juridici ai contractelor privind tranzacțiile cu instrumente derivate, există numeroase contracte de mare complexitate și special adaptate. Aceste contracte continuă să necesite intervenții manuale semnificative în diverse etape, ceea ce amplifică riscul operațional și poate genera riscuri juridice, poate limita transparența și chiar conduce la o creștere a riscului de contrapartidă.

Obiective

Obiectivul prezentei evaluări a impactului constă în analizarea posibilității de a găsi la nivel comunitar soluții pentru problemele prezentate mai sus. Obiectivul general este reducerea riscului sistemic și creșterea siguranței și eficienței pieței extrabursiere a instrumentelor derivate. Așa cum s-a arătat mai sus, îndeplinirea acestui obiectiv general necesită atingerea a trei obiective strategice specifice, și anume i) creșterea transparenței, ii) reducerea riscului de contrapartidă și iii) reducerea riscului operațional asociat instrumentelor derivate extrabursiere. Întrucât aceste obiective sunt încă destul de generale, este necesar să se definească obiective cu un caracter operațional mai pronunțat:

1. obținerea de informații complete și detaliate cu privire la pozițiile deținute pe piața extrabursieră a instrumentelor derivate;
2. utilizarea mai frecventă a compensării prin CPC;
3. îmbunătățirea practicilor de compensare bilaterală;
4. o standardizare mai accentuată a contractelor cu instrumente derivate extrabursiere.

Opțiuni și instrumente strategice preferate

Evaluarea impactului continuă cu o analiză a efectelor fiecărei opțiuni strategice care poate fi asociată obiectivelor operaționale prezentate anterior și cu o comparație între aceste opțiuni și scenariul de bază, cu scopul de a determina acțiunile cele mai adecvate. Pe baza acestei analize, evaluarea impactului conduce la concluzia că cele mai importante beneficii nete ar rezulta din adoptarea unor măsuri care:

1. să impună participanților la operațiunile de pe piață să comunice informațiile referitoare la portofoliile de instrumente derivate extrabursiere, care să fie colectate într-un registru central de tranzacții sau, dacă acest lucru nu este posibil, transmise direct entităților de reglementare; să impună publicarea de informații agregate cu privire la pozițiile deținute;
2. să impună utilizarea compensării prin CPC pentru instrumentele derivate extrabursiere care îndeplinesc anumite criterii de eligibilitate predefinite;
3. să stabilească ținte precise pentru compensarea bilaterală a tranzacțiilor extrabursiere cu instrumente derivate; și
4. să stabilească ținte precise pentru standardizarea juridică și a tranzacțiilor.

Având în vedere opțiunile preferate și necesitatea de a garanta aplicarea cadrului legislativ la nivelul întregii UE, acoperind exact aceleași aspecte, fără a se lăsa marjă pentru suprareglementare (gold-plating) și fără a conferi competențe reziduale legislatorilor naționali, regulamentul este considerat instrumentul de politică cel mai potrivit, care permite realizarea obiectivelor urmărite.

Infrastructura pieței post-tranzacționare

Decizia de a impune utilizarea CPC va avea ca efect creșterea importanței sistemice a acestui tip de compensare, iar obligația utilizării registrelor centrale de tranzacții le va conferi acestora un rol sistemic (în măsura în care nu îndeplineau deja un astfel de rol). Apare astfel necesitatea de a garanta că această infrastructură este sigură și solidă, pentru a nu se ajunge în

situația în care utilizarea sa să amplifice riscul sistemic, în loc să îl diminueze. Evaluarea impactului conduce la concluzia că, în acest scop, se impune soluționarea problemelor identificate cu privire la funcționarea CPC și a registrelor centrale de tranzacții.

Contrapartidele centrale

Contrapartida centrală este definită ca o entitate care intervine între contrapartidele la contractele tranzacționate pe una sau mai multe piețe financiare, devenind cumpărător pentru toți vânzătorii și vânzător pentru toți cumpărătorii. Datorită rolului său central pe piață, o contrapartidă centrală nu suportă niciun risc de piață, deoarece acesta este încă suportat de părțile care au participat inițial la tranzacție. Pe de altă parte, însă, în calitate de contrapartidă pentru fiecare poziție, CPC este purtătoare de risc în situația în care una dintre contrapartidele sale se află în situația de a nu își mai putea îndeplini obligațiile contractuale. În virtutea aceluiași principiu, contrapartidele CPC sunt supuse riscului generat de posibilitatea ca CPC să nu își onoreze obligațiile contractuale. O contrapartidă centrală își poate diminua expunerea la riscul de contrapartidă printr-o serie de mecanisme de consolidare, printre care se numără restricțiile de acces, instrumentele de administrare a riscului (cum ar fi constituirea de garanții) și mutualizarea (divizarea) pierderilor. Aceste mecanisme utilizate de CPC sunt cunoscute sub numele de *risk waterfall* (riscuri în cascada”).

În virtutea rolului pe care îl au în diminuarea riscului, contrapartidele centrale reprezintă o componentă crucială a piețelor pe care acționează. În consecință, incapacitatea lor de a-și îndeplini obligațiile poate dobândi amploare sistemică. Dat fiind rolul lor sistemic important, contrapartidele centrale fac obiectul unei reglementări stricte. În UE, ele sunt reglementate la nivel național. Întrucât normele de reglementare a contrapartidelor centrale diferă de la un stat membru la altul, lipsa unui cadru comun face ca prestarea transfrontalieră a serviciilor CPC să fie mai costisitoare și, posibil, mai puțin sigură decât ar fi de dorit, reprezentând totodată un obstacol în calea integrării pieței financiare din UE.

Având în vedere această situație, Comisia a analizat în 2006 posibilitatea adoptării unei legislații specifice pentru CPC la nivelul UE, însă a renunțat ulterior la această idee și a optat în schimb pentru autoreglementare în domeniu (invitând reprezentanții sectorului să se pună de acord asupra unui cod de conduită), în combinație cu cooperarea dintre statele membre (solicitând finalizarea recomandărilor SEBC-CESR pentru CPC), astfel încât serviciile CPC să poată fie furnizate într-un mod mai sigur și mai eficient în întreaga UE.

Între timp, însă, s-a dovedit că abordarea aleasă de Comisie nu era destul de eficientă pentru a rezolva problemele legate de CPC, pe de o parte din cauza neajunsurilor prezentate de abordarea în sine și pe de altă parte din cauza apariției unor noi probleme. În primul caz, este vorba în special de faptul că recomandările nu pot genera aceleași rezultate ca legislația UE în ceea ce privește armonizarea reglementării. În al doilea caz, este vorba de obstacolele care apar în calea stabilirii de conexiuni, de pericolul concurenței pe risc între CPC și de problema transferabilității garanțiilor în mediul CPC.

Având în vedere problemele enumerate mai sus, evaluarea impactului analizează posibile modalități de sporire a siguranței și eficienței infrastructurii post-tranzacționare din UE și a protecției investitorilor. În acest scop, se stabilesc patru obiective specifice, și anume i) creșterea siguranței CPC, ii) stabilirea unui cadru comun pentru prestarea serviciilor CPC, iii) facilitarea stabilirii de legături între CPC, și iv) asigurarea unor garanții suplimentare pentru participanții la operațiunile de pe piață care accesează indirect CPC. Obiectivele specifice enumerate mai sus impun realizarea următoarelor obiective operaționale:

1. eliminarea obstacolelor din calea furnizării transfrontaliere a serviciilor CPC;
2. eliminarea obstacolelor care nu permit stabilirea de legături între CPC;
3. evitarea situației de concurență pe risc între CPC; și
4. facilitarea portabilității pozițiilor clienților și a marjelor asociate.

Evaluarea impactului continuă cu o analiză a efectelor fiecărei opțiuni strategice care poate fi asociată obiectivelor operaționale prezentate anterior și cu o comparație între aceste opțiuni și scenariul de bază, cu scopul de a determina acțiunile cele mai adecvate. Pe baza acestei analize, evaluarea impactului conduce la concluzia că cele mai importante beneficii nete ar rezulta din adoptarea unor măsuri care:

1. să introducă un „pașaport” pentru serviciile CPC, bazându-se pe autorizarea și supravegherea CPC la nivel național, acordând un rol mai important colegiului supraveghetorilor;
2. să introducă cerințe și proceduri comune pentru stabilirea dreptului CPC de a deveni interoperabile, cu condiția să se țină cont de eventualele riscuri, iar autoritățile competente să fie de acord cu această interconectare;
3. să introducă standarde comune și stricte în materie de risc pentru CPC; și
4. să impună CPC să le ofere participanților indirecti posibilitatea de a li se plasa marjele în conturi separate (colective sau nominale), precum și posibilitatea de alege dacă doresc sau nu să profite de această ofertă.

Și în acest caz, în vederea îndeplinirii obiectivelor propuse, regulamentul este considerat a fi cel mai adecvat instrument de politică.

Registrele centrale de tranzacții

Un registru central de tranzacții este un registru centralizat care cuprinde o bază de date electronică a înregistrărilor (contractelor) privind tranzacțiile cu instrumente derivate extrabursiere. Pe lângă această activitate de bază, un registru central de tranzacții poate fi util și în cadrul altor servicii, cum ar fi administrarea evenimentelor contractuale și serviciile de procesare a tranzacțiilor. Aceste registre au fost recent introduse în categoria infrastructurilor de piață (primul a fost lansat la sfârșitul anului 2006) și, până de curând, nu au fost reglementate. În materie de politică publică, principalul avantaj al acestor registre este gradul sporit de transparență oferit de funcția care permite evidența înregistrărilor, precum și menținerea integrității informațiilor.

Principala problemă apărută în timpul crizei a fost legată de viteza cu care organismele de reglementare puteau să acceseze informațiile stocate în registrul de tranzacții cu privire la creditele derivate (singurul registru de tranzacții existent la momentul respectiv). Odată cu rolul sistemic pe care îl vor dobândi registrele centrale de tranzacții în contextul cerințelor de raportare, chestiunea accesului la informații al entităților de reglementare va deveni tot mai importantă. În plus, date fiind cerințele de raportare, va fi necesar să se ia în discuție și alte aspecte legate de aceste registre.

Evaluarea impactului analizează modalitățile în care se pot constitui registre centrale de tranzacții care să fie sigure și eficiente și care să ofere sprijinul necesar în contextul cerințelor de raportare, asigurând în același timp accesul autorităților competente la informațiile de care au nevoie pentru a-și îndeplini misiunea. În scopul îndeplinirii acestui obiectiv general, evaluarea impactului stabilește alte trei obiective de politică specifice, și anume i) garantarea siguranței și integrității datelor stocate în registrele centrale de tranzacții, ii) stabilirea unui cadru comun pentru prestarea serviciilor legate de registrele centrale de tranzacții; și iii) asigurarea accesului neîngrădit al autorităților competente la informațiile stocate în registrele centrale de tranzacții. Evaluarea impactului stabilește un obiectiv operațional unic, și anume introducerea unor norme comune care să guverneze activitățile registrelor centrale de tranzacții.

Evaluarea impactului continuă cu o analiză a efectelor fiecărei opțiuni strategice care poate fi asociată obiectivelor operaționale prezentate anterior și cu o comparație între aceste opțiuni și scenariul de bază, cu scopul de a determina acțiunile cele mai adecvate. În urma acestei analize, evaluarea impactului concluzionează că cele mai importante avantaje nete ar decurge din adoptarea unei legislații care să guverneze activitățile legate de registrele centrale de tranzacții, înregistrarea și supravegherea fiind efectuate la nivelul UE de către Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (AEVMP).

Și în acest caz, în vederea îndeplinirii obiectivelor propuse, regulamentul este considerat a fi cel mai adecvat instrument de politică.