

SL

SL

SL



KOMISIJA EVROPSKIH SKUPNOSTI

Bruselj, 3.7.2009
COM(2009) 332 konč.

SPOROČILO KOMISIJE

Zagotavljanje učinkovitih, varnih in stabilnih trgov izvedenih finančnih instrumentov

{SEC(2009) 905 konč.}
{SEC(2009) 914 konč.}

SPOROČILO KOMISIJE

Zagotavljanje učinkovitih, varnih in stabilnih trgov izvedenih finančnih instrumentov

(Besedilo velja za EGP)

1. UVOD

Sedanja finančna kriza je usmerila pozornost regulativnih organov na izvedene finančne instrumente. Dogodki, kot so skorajšnji propad banke Bear Sterns marca 2008, neizpolnitev finančnih obveznosti banke Lehman Brothers 15. septembra 2008 in reševanje zavarovalnice AIG 16. septembra, so izpostavili pomembno vlogo izvedenih finančnih instrumentov na splošno in zlasti zamenjave neplačil (*credit default swaps* – CDS).

Glede koristi in tveganj trgov izvedenih finančnih instrumentov v času finančne krize obstaja splošno soglasje. Poročilo skupine na visoki ravni, ki ji predseduje Jacques de Larosière, je pokazalo tveganja, povezana s hitrim naraščanjem uporabe kreditnih izvedenih finančnih instrumentov, in izpostavilo potrebo po večji preglednosti na trgu. Zato se v poročilu priporočajo ukrepi za poenostavitev in standardizacijo izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se trguje zunaj organiziranih trgov (*over the counter* – OTC), ter uvedba kliringa centralne nasprotne stranke (*central counter party* – CCP). Na srečanju na vrhu skupine držav G20, ki je potekalo aprila v Londonu, so se udeleženske zavezale, da bodo spodbujale standardizacijo in odpornost trgov kreditnih izvedenih finančnih instrumentov, zlasti z vzpostavitvijo centralnih nasprotnih strank za kliring, ki bodo predmet učinkovitega reguliranja in nadzora. Evropski svet je 19. junija 2009 tudi pozval k nadaljnjemu napredku za zagotovitev preglednosti in stabilnosti trgov izvedenih finančnih instrumentov.

Komisija je od oktobra 2008 poglobljeno preučevala trge izvedenih finančnih instrumentov. Kot je navedeno v sporočilu „Spodbujanje okrevanja evropskega gospodarstva“, predstavlja to sporočilo ugotovitve pregleda in je podlaga za prihodnje ukrepe, s katerimi naj bi odpravili ugotovljene probleme. Hkrati bo Komisija še naprej konstruktivno sodelovala s predstavniki panoge, da bi zagotovila izvajanje njenih zavez glede uvedbe centralne nasprotne stranke za kliring s sedežem v EU do konca julija 2009. Pri načrtovanju nadaljnjega ukrepanja bo Komisija v celoti upoštevala ukrepe panoge.

Temu sporočilu je priložen delovni dokument služb Komisije, ki vsebuje pregled (i) trgov izvedenih finančnih instrumentov, (ii) segmentov trga izvedenih finančnih instrumentov in ter (iii) oceno učinkovitosti sedanjih ukrepov za zmanjšanje tveganja, zlasti pri zamenjavah neplačil.

Komisija prosi zainteresirane strani za povratne informacije o smernicah, ki so predstavljene v tem sporočilu, in zlasti o posebnih vprašanjih, ki so podrobneje opredeljena v priloženem dokumentu o posvetovanju. Pripombe je treba poslati Komisiji najpozneje do 31. avgusta 2009.

2. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI IN TRGI IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

V tem poglavju je podana opredelitev izvedenih finančnih instrumentov, opisane so njihove koristi za gospodarstvo in tveganja, ki jih morda prinašajo. Slednja so zlasti pomembna v času finančne krize.

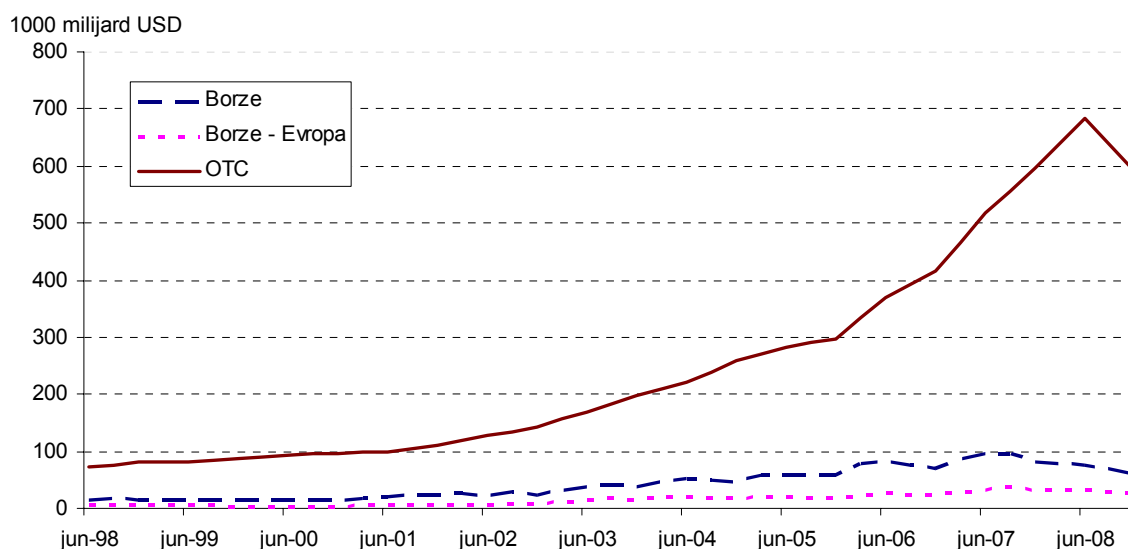
2.1. Kaj so izvedeni finančni instrumenti?

Izvedeni finančni instrumenti so finančne pogodbe za trgovanje s tveganji, ki nastajajo v realnem gospodarstvu, in njihovo prerazporeditev ter so v skladu s tem pomembno orodje, s katerim gospodarski subjekti prenašajo tveganje. Lahko se uporabljajo za zavarovanje tveganja in za njegov nakup z namenom doseči dobiček. Imenujejo se izvedeni finančni instrumenti, ker je njihova vrednost „izvedena“ iz „osnovne vrednosti“ na primer finančnega instrumenta, blaga, tržne spremenljivke ali celo storitve.

Obstaja veliko vrst izvedenih finančnih instrumentov. Nekateri so standardni proizvodi (na primer termiski posli), drugi pa ne, saj je vsaka pogodba prilagojena posebnim potrebam uporabnika (na primer pri zamenjavah). S standardiziranimi izvedenimi finančnimi instrumenti se praviloma trguje na organiziranih mestih trgovanja, kjer so cene javne (na primer borze izvedenih finančnih instrumentov), medtem ko se z nestandardiziranimi izvedenimi finančnimi instrumenti trguje zunaj borze oziroma zunaj organiziranega trga, kjer cene niso javne.

Njihova uporaba se je v zadnjem desetletju močno povečala. Ta rast je opazna v poslih OTC, kot je prikazano v spodnjem grafikonu.

Velikost trgov izvedenih finančnih instrumentov na borzi in zunaj borze



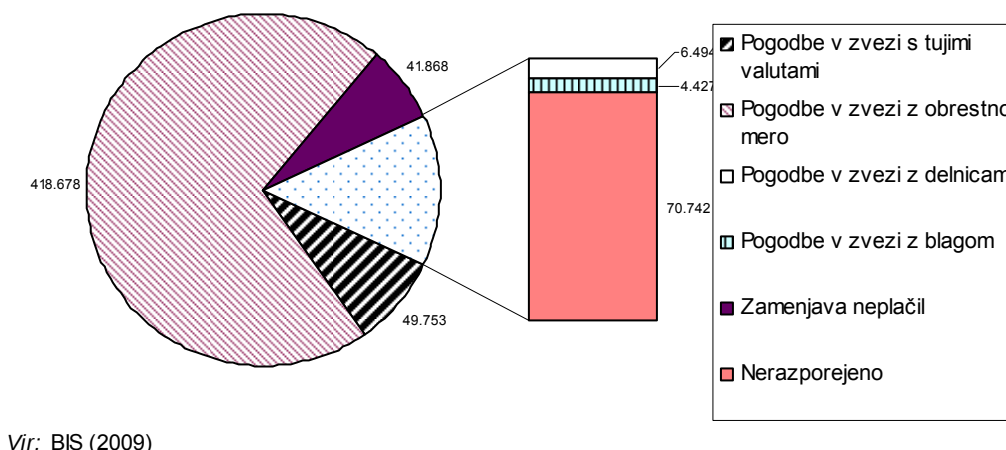
Opomba: Številke kažejo hipotetične neporavnane zneske pri tržnih segmentih na borzi in zunaj borze, in sicer v 1 000 milijardah USD v obdobju 1998–2008. Trendi kažejo neporavnane zneske na svetovni ravni, medtem ko je tržni delež evropskih borz prikazan ločeno (pri podatkih OTC ne obstaja podobna geografska razdelitev). Vir: Banka za mednarodne poravnave.

Izvedeni finančni instrumenti OTC so na splošno razdeljeni v pet širokih segmentov: izvedeni finančni instrumenti na tuje valute, obrestne mere, delnice, blago in kreditni izvedeni finančni instrumenti, med katerimi so najpomembnejše zamenjave neplačil. V spodnjem grafikonu je

prikazan relativen pomen teh segmentov. Poglavje 3 v delovnem dokumentu služb Komisije podrobneje predstavlja te segmente ter opisuje različne značilnosti in tveganja pri različnih vrstah izvedenih finančnih instrumentov OTC.

Tržni segmenti izvedenih finančnih instrumentov OTC

Hipotetični neporavnani zneski, v 1 000 milijardah USD, december 2008



2.2. Izvedeni finančni instrumenti koristijo gospodarstvu, ...

Nobeno gospodarstvo ne more biti uspešno, če nihče ni pripravljen tvegati. Podjetnik, ki ustanavlja podjetje, tvega, da bo podjetje morda propadlo. Banka, ki posoja denar temu podjetju, tvega, da njeno posojilo ne bo v celoti odplačano. Če pa podjetnik ne bi ustanovil podjetja, bi imel varčevalec, ki je položil svoja sredstva na banko, eno priložnost manj za zadovoljiv donos svojih prihrankov. Varčevalec ve, da višji donos pomeni, da je projekt, ki ga financira, bolj tvegan. Financiranje naložbenih projektov je zato odvisno od tega, ali je nekdo pripravljen prevzeti s tem povezano tveganje. Nihče ne tvega rad preveč, zato je dobro, če se tveganja lahko porazdelijo.

To je mogoče narediti z izvedenimi finančnimi instrumenti. Pomagajo razdeliti ali prerazporediti tveganja in se lahko uporabijo kot zaščita proti posebnemu tveganju („hedge“) ali kot orodje za zavzetje špekulativnih pozicij. Zlasti poslovni subjekti, kot so letalske družbe, proizvajalci itd., uporabljajo izvedene finančne instrumente za pokritje tveganja povišanja cen osnovnih materialov, ki jih uporabljajo pri svojem poslovanju, in za boljše načrtovanje prihodnjih potreb.

2.3. ...vendar ga lahko tudi ogrožajo, ...

Institucije, ki sodelujejo na trgih izvedenih finančnih instrumentov, lahko pokrijejo ali zavarujejo tveganja, s katerimi se soočajo, z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Če so tveganja zavarovana na trgih OTC in niso na voljo zanesljive javne informacije o teh trgih, udeleženci na trgu in nadzorniki težko ugotovijo, ali so bila ta tveganja učinkovito zavarovana.

Če trgovci z izvedenimi finančnimi instrumenti niso niti vzdrževalci trga niti jih ne zanima osnovna vrednost, podpirajo špekulacije, nestanovitnost in naraščanje tveganja v sistemu. Izvedeni finančni instrumenti se lahko tako uporabljajo kot vzvod za bilanco stanja

udeležencev trga izvedenih finančnih instrumentov, saj jim omogočajo, da zavzamejo pozicije, za katere je potrebno manj kapitala kot za naložbe na gotovinskih trgih.

Poleg tega je lahko v primeru, če nasprotna stranka ne izpolni finančnih obveznosti, težko najti druge nasprotno stranke, ki bi prevzele zavarovanje. Te so morda same v težavah ali zaradi večje negotovosti ne želijo prevzeti posla. Na trgih s samo nekaj udeleženci je ta problem še večji.

Pri sklepanju pogodbe OTC je težko *oceniti* tveganje, da nasprotna stranka morda ne bo izpolnila finančnih obveznosti. Na tesno povezanih finančnih trgih bi moral praviloma vsak udeleženec na trgu dobro poznati vse druge udeležence, da bi bila takšna ocena mogoča. Ker pa je na trgih OTC malo informacij javnih, je takšno poznavanje nepopolno.

CDS so glede vsega tega posebej občutljive. Medtem ko je večina izvedenih finančnih instrumentov odvisnih od opazovanih tržnih cen (na primer obrestne mere ali menjalnih tečajev), so CDS drugačne. Tveganja, ki ga pokrivajo, tj. kreditnega tveganja, ni mogoče opazovati neposredno, ampak zahteva posebne informacije o posojilojemalcu, ki jih imajo večinoma samo banke. Vendar se v zadnjih desetletjih vedno pogosteje trguje s kreditnim tveganjem, na primer prek listinjenja. Ocenjevanje tveganja ostaja težavno, zaradi česar lahko pride do razmer, ko se trg naenkrat sooči z znatnimi neizpolnitvami finančnih obveznosti. Poleg tega tveganja, povezana s CDS, nadalje povečuje dejstvo, da so z njimi povezane zelo velike potencialne obveznosti¹. Ta tveganja ne veljajo samo za CDS, ampak se uporabljajo za izvedene finančne instrumente na splošno, čeprav v manjšem obsegu.

2.4. ...kot je pokazala finančna kriza.

Finančna kriza je pokazala, da ta tveganja niso teoretična, ampak realna. Bear Sterns, Lehman Brothers in AIG so bili pomembni akterji na trgu izvedenih finančnih instrumentov OTC, in sicer kot trgovci z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC, njihovi uporabniki ali oboje. Razlog za težave, s katerimi so se soočali, je bil zunaj trga izvedenih finančnih instrumentov OTC; težave so prodrle na trg izvedenih finančnih instrumentov prek CDS, ki so jih izdale te tri institucije, in ker so imele te institucije osrednjo vlogo na vseh trgih izvedenih finančnih instrumentov OTC, so se te težave razširile prek CDS in prizadele svetovno gospodarstvo. Nepreglednost trga je po eni strani preprečila, da bi drugi udeleženci na trgu natančno vedeli, kakšna je izpostavljenost njihovih nasprotnih strank glede na ta tri podjetja, kar je povzročilo nezaupanje in nenadno zmanjšanje likvidnosti. Po drugi strani je tudi preprečila regulativnim organom, da bi lahko zgodaj prepoznali tveganja, ki so nastajala v sistemu, stopnjo njihove koncentracije in posledično učinke, ki bi jih neizpolnjevanje finančnih obveznosti imelo na finančno stabilnost. Površna regulacija trga je ta problem še povečala, saj nadzorniki niso imeli na voljo dovolj informacij.

Kriza je jasno pokazala, kako so izvedeni finančni instrumenti na splošno in zlasti CDS ustvarili mrežo medsebojne odvisnosti, ki jo je bilo težko razumeti, razvozlati in obvladovati takoj po neizpolnitvi finančnih obveznosti. Zato je kriza jasno pokazala, da značilnosti trgov izvedenih finančnih instrumentov OTC, tj. zasebna narava sklepanja pogodb z omejenimi

¹ Denarni tokovi, povezani s CDS, so „nekontinuirani“, kar pomeni, da prodajalec CDS v normalnih razmerah sicer zasluži stalen tok prejemkov, vendar se kljub temu sooča s tveganjem, da podjetje, za katerega je izdana CDS, ne izpolnjuje finančnih obveznosti, kar ga bo prisililo, da izplača celotno glavnico minus vrednost neizpolnjene finančne obveznosti. Zaradi tega so nekateri izrabili CDS kot finančne instrumente.

javnimi informacijami, zapletena mreža medsebojne odvisnosti, težave pri razumevanju narave in ravni tveganj, povečujejo negotovost v času pretresov na trgu in v skladu s tem predstavljajo tveganje za finančno stabilnost.

3. UPRAVLJANJE TVEGANJ NASPROTNIH STRANK

Ta tveganja je mogoče zmanjšati z načinom strukturiranja dejavnosti trgovanja in dejavnosti po trgovanju. Na ravni trgovanja je tveganja mogoče zmanjšati z izboljšanjem operativne učinkovitosti, na primer z omogočanjem trgovanja, sprejemanja in potrjevanja na elektronski način². Tako bi postalo izvajanje trgovine OTC bolj podobno načinu, na katerega se izvajajo transakcije na borzi. Izboljšanje operativne učinkovitosti je bilo v ospredju pozornosti regulativnih organov pred finančno krizo in je na primer prispevalo k temu, da se CDS danes čedalje pogosteje sprejemajo in potrjujejo elektronsko.

Medtem ko je operativna učinkovitost potrebna, pa je sama po sebi nezadostna. Da bi se učinkovito spopadali z zgoraj navedenimi tveganji, je treba okrepiti tudi dejavnosti po trgovanju, zlasti kliring. Kliring je način, na katerega se zmanjšajo zgoraj navedena tveganja. V skladu s tem ima bistveno vlogo na trgih izvedenih finančnih instrumentov. Kliring se lahko izvaja dvostransko med dvema nasprotnima strankama določenega posla ali na osrednji ravni trga prek centralne nasprotne stranke. Na borzi kliring skoraj izključno izvajajo CCP. Zunaj borze ostaja norma dvostranski kliring, čeprav imajo nekateri tržni segmenti na voljo tudi kliring CCP (zlasti pri obrestnih zamenjavah).

- **Dvostranski kliring:** najpogosteje sta nasprotni stranki sprejeli dogovore o zavarovanju, ki zagotavljajo redno spremljanje, kako se spreminja vrednost pogodbe, tako da lahko upravljata medsebojno kreditno izpostavljenost. Če se bo vrednost spremenila tako, da ima ena stranka terjatev do nasprotne stranke, je nato upravičena, da zahteva zavarovanje. Zavarovanje je pomembno za zmanjšanje kreditnega tveganja, vendar zahteva upravljanje klirinških odnosov s številnimi nasprotnimi strankami. Zaradi same narave te kompleksne dvostranske mreže ima institucija težave z razumevanjem lastne kreditne izpostavljenosti glede na medsebojno izpostavljenost nasprotnih strank ter še večje težave pri ocenjevanju kaskadnih posledic neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke.
- **Kliring CCP:** CCP prevzame pri vsakem poslu vlogo nasprotne stranke za vsako stran posla. Obveznosti vsakega od obeh trgovinskih partnerjev so sedaj nasproti CCP, saj je izpostavljenost vsake stranke na tem trgu sedaj nasproti eni in isti stranki. Uporaba CCP ima številne prednosti. CCP dejansko pomeni medsebojno zavarovanje z medsebojno zaščito. Poenostavlja upravljanje zavarovanja, saj ga zbira in upravlja CCP. Je tudi varnejše, saj je CCP osrednji garant in institucija, ki se ukvarja samo z upravljanjem tveganj z več nivoji zaščite. Zaradi te osredotočenosti na upravljanje s tveganjem je CCP nevtralna stranka. Osrednji položaj ji omogoča lažje razumevanje tveganja in upravljanje z njim. Poleg tega osrednje informacije v CCP tudi olajšajo regulativnim organom nadzorovati tveganja. Glede na sistemsko vlogo CCP je bistvenega pomena, da je profesionalno vodena, široko kapitalizirana in dobro regulirana, tako da je varna in stabilna³.

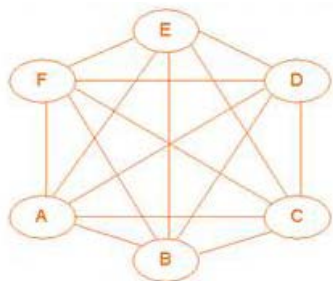
² Za nadaljnji opis teh konceptov glej oddelek 2.2 priloženega delovnega dokumenta služb Komisije.

³ Za natančnejši opis kliringa CCP glej oddelek 2.4.2 priloženega delovnega dokumenta služb Komisije.

Dvostranski kliring in kliring CCP

Dvostranski kliring

- Mreža izpostavljenosti nasprotne stranke
- Kompleksna gibanja jamstva
- Morebitni verižni učinek neizpolnjevanja finančnih obveznosti enega trgovca



Kliring CCP

- Centraliziran sistem z osrednjim garantom
- Vsa gibanja jamstva v/liz CCP
- Kapitalizirana CCP, ki prenese neizpolnjevanje finančnih obveznosti trgovca



Glede na te koristi se morda nekdo sprašuje, zakaj ne uporabljajo vsi udeleženci na trgu kliringa CCP. Prvi očiten razlog je, da za varnost plačajo udeleženci, saj morajo prispevati k nivojem zaščite CCP. Drugič, CCP povečuje preglednost, kar pomeni, da se prednosti glede informacij med udeleženci na trgu prerazporejajo v škodo tistim, ki trenutno uživajo prednosti glede informacij (tj. veliki trgovci z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC). Poleg tega drži tudi, da ni mogoče vedno uporabiti CCP. Obstajajo številni pogoji, ki so večinoma povezani z likvidnostjo in standardizacijo, ki jih je treba izpolniti, preden se uporabi CCP. Ker vsi izvedeni finančni instrumenti OTC ne izpolnjujejo potrebnih značilnosti za kliring prek CCP, si bo Komisija prizadevala tudi za izboljšanje upravljanja tveganja nasprotne stranke pri dvostranskem trgovanju.

Tveganja, povezana z izvedenimi finančnimi instrumenti, se torej razlikujejo glede na strukturo trga. Trgi OTC so na splošno veliko bolj tvegani kot regulirana mesta trgovanja, saj so bolj nepregledni, odnosi med nasprotnimi strankami pa bolj kompleksni. Učinkovitost orodij za zmanjšanje tveganja nasprotne stranke pri dvostranskih odnosih in način zmanjševanja tveganja nasprotne stranke je treba znatno izboljšati.

4. UKREPI, KI JIH JE ŽE SPREJELA KOMISIJA ZA IZBOLJŠANJE FINANČNE STABILNOSTI NA TRGIH IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Čeprav spadajo izvedeni finančni instrumenti pod zakonodajo EU o finančnih storitvah, velika rast trgov izvedenih finančnih instrumentov OTC, povečan obseg špekulativnih pozicij, ki so nastale prek izvedenih finančnih instrumentov, in večja udeležba nereguliranih podjetij na trgih izvedenih finančnih instrumentov upravičujejo pregled našega regulativnega okvira. Od izbruha finančne krize je Komisija delovala hitro in sprejela ukrepe za obravnavanje nekaterih najresnejših in akutnih tveganj v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Prvič, kar zadeva CDS, je Komisar McCreevy oktobra 2008 pozval k (i) sistematičnemu pregledu trgov izvedenih finančnih instrumentov na podlagi izkušenj, pridobljenih v finančni krizi, in (ii) h konkretnim predlogom za zmanjšanje tveganj iz kreditnih izvedenih finančnih

instrumentov⁴. Rezultat tega je, da so se trgovci s CDS zavezali, da bodo do 31. julija 2009 začeli kliring primernih CDS na evropskih referenčnih podjetjih in indeksih na ta podjetja prek ene ali več evropskih CCP⁵.

Drugič, nekateri problemi v zvezi z listinjenjem, prekomernim prenosom tveganja in napačnim izračunom tveganja so bili obravnavani pri pregledu direktive o kapitalskih zahtevah (*Capital Requirement Directive – CRD*)⁶. V tem predlogu je zlasti navedeno, da bodo morala podjetja (znana kot „izvirne osebe“), ki posojila pretvarjajo v vrednostne papirje, s katerimi je mogoče trgovati, še naprej nositi del tveganja teh vrednostnih papirjev, podjetja, ki vlagajo v vrednostne papirje, pa bodo lahko sprejemala svoje odločitve šele po skrbnem premisleku. Če tega ne bodo storila, bodo zanje veljale stroge kazni, povezane s kapitalom.

Tretjič, kar zadeva sistemsko tveganje v zvezi s špekulativnim trgovanjem, bo Komisija kmalu sprejela predlog o kapitalskih zahtevah, ki se uporabljajo za tržno knjigo finančnih institucij ter pozicije v listinjenju in ponovnem listinjenju. Povišane ravni kapitala, predvidene v tem predlogu, bodo verjetno preprečile, da bi se finančne institucije odločale za čezmerno kratkoročno tveganje.

Četrtič, Komisija sedaj pregleduje svoj pristop k nadzoru finančnih trgov. Z vzpostavitvijo evropskega makro finančnega nadzornika bo v Evropi mogoče prepoznavati čezmerna tveganja, ki nastajajo v sistemu, in si prizadevati za omejitev teh tveganj. Evropski odbor za sistemska tveganja bo imel ključno vlogo pri preprečevanju, da bi tveganja v zvezi s trgi izvedenih finančnih instrumentov predstavljala problem za celotni finančni in ekonomski sistem.

Petič, ker bonitetnim agencijam ni uspelo ustrezno oceniti tveganj, ki jih predstavljajo kompleksni instrumenti, zlasti zaradi nasprotja interesov iz modela „izdajatelj plača“, je postalo jasno, da teh agencij ni mogoče pustiti nereguliranih. Svet in Evropski parlament sta aprila 2009 odobrila uredbo, ki jo je predlagala Komisija in v skladu s katero bodo morale bonitetne agencije upoštevati stroge standarde glede integritete, kakovosti in preglednosti ter bodo podvržene stalnemu nadzoru javnih organov⁷.

Evropska komisija je predlagala direktivo o hedge skladih in drugih upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, ki bo vzpostavila celovit in učinkovit regulativni ter nadzorni okvir na evropski ravni. Predlagana direktiva bo omogočila državam članicam, da izboljšajo

⁴ McCreevy, C. (2008). „Time for regulators to get a better view of derivatives“, 17. oktober 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Devet svetovnih trgovcev (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) se je 17. februarja 2009 zavezalo, da bodo uporabili eno ali več centralnih nasprotnih strank v Evropski uniji, ko bodo ustanovljene kot sistemi v skladu z direktivo o dokončnosti poravnave (98/26/ES), da bi (i) izvedli kliring zamenjav neplačil, ki so primerne za CCP, na evropskih referenčnih podjetjih in indeksih, ki temeljijo na teh podjetjih, in (ii) prenesli neporavnane primerne pogodbe. Zavezo je nato potrdil še en trgovec (Nomura), podpora tej pobudi pa so zagotovili Združenje evropskih bank, Svet evropskih javnih bank in druga evropska bančna združenja.

⁶ COM/2008/0602 konč. - COD 2008/0191 o spremembi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES glede bank, pridruženih centralnim institucijam, nekaterih postavk lastnih sredstev, velikih izpostavljenosti, nadzornih režimov in kriznega upravljanja.

⁷ Evropska komisija (2008), „Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah“, COM(2008) 704, kakor sta ga odobrila Evropski parlament in Svet 23. aprila 2009.

makrobonitetni nadzor nad sektorjem ter nadzor na mikro ravni, omejijo raven finančnega vzvoda teh podjetij ter sprejmejo usklajene ukrepe, ki so potrebni za zagotavljanje primerne delovanja finančnih trgov⁸.

5. POT NAPREJ: NOVE POBUDE ZA IZBOLJŠANJE FINANČNE STABILNOSTI

Sedanja kriza je pokazala, da se je treba ukvarjati s trgi izvedenih finančnih instrumentov OTC, da bodo lahko uresničili svojo ekonomsko vlogo na način, ki ne ogroža stabilnosti sistema. Zato Komisija meni, da je treba sprejeti ukrepe, da bi: a) omogočili regulativnim organom in nadzornikom popolno poznavanje poslov, ki se opravljajo na trgih izvedenih finančnih instrumentov OTC, ter pozicij, ki nastajajo na teh trgih, b) povečali preglednost trgov izvedenih finančnih instrumentov OTC za njihove uporabnike; zlasti bi morale biti na voljo več informacij o cenah in obsegu ter te informacije bi morale biti boljše; c) okrepili operativno učinkovitost trgov izvedenih finančnih instrumentov za zagotovitev, da izvedeni finančni instrumenti OTC ne škodijo finančni stabilnosti, ter d) zmanjšali tveganje nasprotnih stranke in spodbujali centralizirane strukture. Glavna orodja za doseganje teh ciljev so: (i) spodbujanje nadaljnje standardizacije, (ii) uporaba centralnih skladišč podatkov, (iii) premik h kliringu CCP in (iv) predstavitev trgovanja na bolj javna mesta trgovanja⁹. V tem delu je navedena analiza teh orodij in predlagane so usmeritve za prihodnje delo.

5.1. Standardizacija

Za izvedene finančne instrumente OTC, ki so primerni za CCP, je standardizacija pogoj za druga orodja, ki so opredeljena v nadaljevanju. Za izvedene finančne instrumente OTC, ki niso primerni za CCP, bi bila operativna učinkovitost okrepljena in operativna tveganja zmanjšana z nadaljnjo standardizacijo, na primer s spodbujanjem širšega sklepanja standardnih pogodb ter storitev elektronskega sprejemanja in potrjevanja, centralnim skladiščenjem, avtomatizacijo plačil in postopki upravljanja jamstva. Ker je standardizacija pogoj za nadaljnje ukrepanje, bo predstavljala jedro prizadevanj Komisije, da bi trgi izvedenih finančnih instrumentov postali učinkoviti, varni in stabilni.

Vendar standardizacija zahteva naložbe. Komisija namerava nadaljevati delo za spodbujanje sedanjih prizadevanj panoge za izvajanje teh naložb, da bi pospešila standardizacijo na področjih vseh izvedenih finančnih instrumentov OTC, ki verjetno ne bodo primerni za kliring CCP ali za trgovanje na borzi.

5.2. Centralno skladišče podatkov

V centralnem skladišču podatkov se zbirajo podatki, kot sta število transakcij in velikost neporavnanih položajev za vse posle (tiste, ki so primerni za CCP in tiste, ki niso), da bi se povečala preglednost in znanje¹⁰. To ne prispeva samo k preglednosti, ampak izboljšuje tudi

⁸ Evropska komisija (2009) „Predlog direktive Evropskega parlamenta in Sveta o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov“, COM(2009) 207.

⁹ Uporabnost teh orodij se nekoliko razlikuje glede na tržni segment. Pri izvajanju teh orodij je opazna razlika glede kompleksnosti. Podrobnejša analiza učinkovitosti sedanjih metod za zmanjšanje tveganja in s tem povezana potreba po dodatnih ukrepih na vsakem tržnem segmentu OTC sta podrobneje opredeljeni v poglavju 4 priloženega delovnega dokumenta služb Komisije.

¹⁰ Takšno skladišče podatkov obstaja za CDS v obliki skladišča za trgovinske informacije, ki ga v ZDA upravlja Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

operativno učinkovitost trga. Skladišče bi lahko zagotavljalo tudi druge storitve (na primer zagotovilo navodila za obračun in plačilo).

Komisija opaza, da sta se povečala preglednost in znanje, ki ju centralna skladišča podatkov lahko zagotovijo nadzornikom. To je zlasti pomembno, ker kliringa CCP ni mogoče enostavno uporabljati za vse izvedene finančne instrumente, ker potrebni pogoji niso vedno na voljo in jih ni enostavno uporabljati. Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev bo zaradi pravne zaščite, nadzora in poslovne kontinuitete preučil koristnost takšne možnosti. Komisija bo zato glede na prihodnje poročilo odbora v ta namen sprejela ustrezne ukrepe.

5.3. Kliring CCP

Med štirimi preučenimi orodji je bil največje pozornosti deležen kliring CCP. CCP so dokazale svojo vrednost med finančno krizo, kar je bilo vidno pri odpravljanju posledic neizpolnitve finančnih obveznosti banke Lehman Brothers'. Komisija je že pritiskala na panogo, naj razširi uporabo kliringa CCP, in namerava prednostno izvajati ustrezno priporočilo Larosière Group.

Obstajajo pomembni razlogi, povezani z regulativno, nadzorno in monetarno politiko, za to, da se kliring CCP izvaja v Evropi. Če se CCP nahaja v Evropi, zanjo veljajo evropska pravila in nadzor. Nadzorniki imajo v skladu s tem nesporen in neoviran dostop do informacij CCP. Prav tako lahko evropski organi lažje posredujejo, če v evropski CCP nastopijo problemi. Centralne banke na primer ne zagotavljajo neposrednega dostopa do svojih likvidnostnih posojil finančnim institucijam, ki se nahajajo izven njihovih valutnih območij¹¹.

Na področju CDS so pomembni trgovci z izvedenimi finančnimi instrumenti podpisali zavezo z Evropsko komisijo o predstavitvi kliringa evropske CDS na enega ali več evropskih CCP do 31. julija 2009 in se sedaj ukvarjajo s potrebno standardizacijo evropskih pogodb CDS, da bi omogočili kliring CCP. Pričakuje se, da bosta dve evropski CCP pripravljeni za izvajanje storitev glede CDS do 31. julija 2009, tretja bo praviloma pripravljena decembra 2009, četrta pa ni določila točnega datuma. Komisija na splošno pozdravlja prizadevanja panoge, da bi upoštevala rok iz svojih zavez. Pobude panoge glede standardizacije CDS so se dejansko do sedaj izkazale za učinkovite na obeh straneh Atlantika. Vendar izvajanje rešitev glede nekaterih tehničnih vidikov, kot so tisti v zvezi s prestrukturiranjem kreditnega dogodka, še ni dokončano. Če panoga ne bo sposobna izpolniti svojih obveznosti, bo Komisija morala preučiti druge načine, kakor je opredeljeno v nadaljevanju. Komisija pozdravlja pobude panoge ter bo v celoti upoštevala njihovo predložitev in izvajanje, ko bo preučevala, če so potrebne nadaljnje pobude za zagotovitev čim širše uporabe kliringa CCP.

Spodbude za uporabo CCP že obstajajo. Udeleženci na trgu se bodo sami po sebi odločali za uporabo kliringa CCP, saj zmanjšuje njihovo tveganje nasprotne stranke in dovoljuje prihranke regulatornega kapitala. Te spodbude pa niso zadostovale za prevladanje nad

¹¹ Med centralnimi bankami lahko obstajajo dogovori o zamenjavi valut, ker pa ni neposrednega dostopa do likvidnostnih posojil, daje ECB prednost ustanavljanju CCP v evrskem območju, kot je vidno iz izjave Sveta ECB z dne 18. decembra 2008, v kateri je potrjeno, *da mora biti ustanovljena vsaj ena evropska CCP za kreditne izvedene finančne instrumente in ob upoštevanju morebitnega sistemskega pomena sistemov obračuna in poravnave vrednostnih papirjev bi se morala ta infrastruktura nahajati znotraj evrskega območja*. ECB (2008), odločitve, ki jih je sprejel Svet ECB 18. decembra 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>.

poslovnimi spodbudami v korist dvostranskega kliringa. Komisija zato preučuje načine, da bi znatno okrepila spodbude za uporabo kliringa CCP in tako odpravila kakršno koli oklevanje podjetij pri odločanju za kliring CCP, kadar koli je to mogoče. To je mogoče (i) s spremembo pravil o regulatornem kapitalu, vsebovanem v CRD, in (ii) zagotavljanjem nadaljnjih regulatornih in nadzornih jamstev, da so CCP varne in trdne, s prihodnjimi evropskimi pravnimi predpisi, če so ti upravičeni, in morebitnim skupnim nadzorom¹². To nadaljnje delo pa seveda nikakor ne vpliva na rok za sedanja prizadevanja, da bi do 31. julija 2009 predstavili evropski CDS na enega ali več evropskih CCP.

5.4. Trgovanje

Za standardizirane izvedene finančne instrumente, za katere CCP izvede kliring, bi naslednji logični korak načeloma bil, da v skladu z zahtevami glede preglednosti trgovanje s temi pogodbami poteka na organiziranih mestih trgovanja, kjer so cene in druge informacije v zvezi s trgovanjem javne, kot na primer regulirani trgi (borza izvedenih finančnih instrumentov) ali večstranski sistem trgovanja (*multilateral trading facility* – MTF). To bi izboljšalo preglednost cen in okrepilo upravljanje tveganja.

Vrsta standardiziranih pogodb, s katerimi se večinoma trguje na javnih mestih, pa morda ne bo zajela cele vrste potreb uporabnikov izvedenih finančnih instrumentov glede upravljanja tveganja. Večina udeležencev na trgu daje poslovno prednost trgovanju OTC. Vendar mora biti na prvem mestu pomen preglednih in operativno učinkovitih trgov za finančno stabilnost. S socialnega vidika se daje prednost preglednim mestom trgovanja, ki morajo biti zaradi ocenjevanja tveganja in določanja cene čim bolj javna in standardizirana.

Sistem, ki temelji na konkurenci med različnimi prodajnimi mesti (OTC, borze in MTF), ima tudi svoje prednosti, kar zadeva učinkovitost trga, če je na vseh mestih trgovanja zagotovljena ustrezna preglednost in so izpolnjene organizacijske zahteve za pošteno konkurenco. Ta odločitev za pregledno in organizirano trgovanje na drugih finančnih trgih ni znana. Z direktivo o trgih finančnih instrumentov je bilo odpravljen pravilo, v skladu s katerim je treba trgovati na reguliranih trgih (t.i. „pravilo o koncentraciji“), vendar so za druga mesta trgovanja (MTF, sistematični internalizerji) začele veljati zahteve glede ustrezne preglednosti. Za delnice obstaja v skladu s tem konkurenca med mesti trgovanja ob upoštevanju skupnih pravil glede preglednosti in organizacije. Vendar sistem preglednosti iz direktive o trgih finančnih instrumentov trenutno ne zajema izvedenih finančnih instrumentov in poročanje o transakcijah se ne uporablja za finančne instrumente, s katerimi ni mogoče trgovati na reguliranem trgu.

Komisija bo ob upoštevanju prilagojene in prožne narave trgov izvedenih finančnih instrumentov OTC in sistema, ki se uporablja za delnice, preučila, kako je mogoče doseči preglednejši in učinkovitejši postopek trgovanja za izvedene finančne instrumente OTC. Komisija bo v zvezi s tem nadalje ocenila (i) usmerjanje nadaljnjega trgovinskega toka prek preglednih in učinkovitih mest trgovanja ter (ii) ustrezno raven preglednosti (cena, transakcija, pozicija) za različna mesta trgovanja, ki opravljajo funkcijo trgov izvedenih finančnih instrumentov.

¹² Evropska komisija (2009). Sporočilo Evropske komisije, *Evropski finančni nadzor*, COM(2009)252.

6. SKLEPNE UGOTOVITVE

Izvedeni finančni instrumenti imajo pomembno vlogo v gospodarstvu, vendar so povezani z določenimi tveganji. Kriza je pokazala, da se ta tveganja ne zmanjšujejo dovolj na delu trga OTC, zlasti pri CDS. Komisija si je od začetka finančne krize prizadevala za odpravljanje najresnejših od teh tveganj.

Komisija bo poleg tega preučila nadaljnje ukrepe za povečevanje standardizacije in preglednosti transakcij, konsolidacijo premika h kliringu CCP in zagotavljanje, da postane norma za vse trge izvedenih finančnih instrumentov OTC, ter za usmerjanje nadaljnega trgovinskega toka prek preglednih in učinkovitih mest trgovanja, kjer koli je to mogoče.

Po javnem posvetovanju na podlagi tega sporočila bo Komisija 25. septembra 2009 organizirala javno obravnavo. Pogledi in dokazi, ki jih bodo predstavile zainteresirane strani, bodo vključeni v podrobno oceno učinka, ki bo pomagala Komisiji oblikovati njen pristop. Komisija bo ob upoštevanju rezultata posvetovanj pred koncem sedanjega mandata pripravila operativne sklepe in še letos predstavila ustrezne pobude, vključno z morebitnimi zakonodajnimi predlogi.

Komisija bo v celoti upoštevala prizadevanja panoge, razvoj ključnih partneric EU in zlasti celovit regulativni okvir za izvedene finančne instrumente OTC, ki ga je napovedalo finančno ministrstvo ZDA. To predvsem pomeni obveznost, da je treba izvesti kliring CCP za vse standardizirane pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC, in spodbudo za izvrševanje trgovine na „reguliranih borzah in reguliranih preglednih sistemih za izvrševanje elektronske trgovine za izvedene finančne instrumente OTC¹³. Komisija se bo še naprej ukvarjala s temi vprašanji v sodelovanju z organi ZDA, med drugim v okviru regulativnega dialoga o finančnih storitvah, da bi zagotovila usklajenost pristopov politike na svetovni ravni in bi se izognila kakršnemu koli tveganju regulatorne arbitraže.

¹³ Glej regulativno reformo finančnega ministrstva ZDA, 17. junij 2009.