

CS

CS

CS



KOMISE EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ

V Bruselu dne 3.7.2009
KOM(2009) 332 v konečném znění

SDĚLENÍ KOMISE

Zajištění efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty

{SEK(2009) 905 v konečném znění}
{SEK(2009) 914 v konečném znění}

SDĚLENÍ KOMISE

Zajištění efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty

(Text s významem pro EHP)

1. Úvod

Probíhající finanční krize postavila do centra pozornosti regulačních orgánů derivátové nástroje. Události roku 2008, kdy v březnu téměř zkrachovala společnost Bear Sterns, 15. září zbankrotovala společnost Lehman Brothers a 16. září získala nouzovou finanční pomoc společnost AIG, podtrhly významnou úlohu derivátů obecně, a swapů úvěrového selhání zvláště.

Panuje všeobecná shoda o přínosech trhů s deriváty a také o jejich rizicích, jež odhalila finanční krize. Zpráva skupiny na vysoké úrovni vedené Jacquesem de Larosièrem poukázala na rizika spojená s prudkým rozmachem používání úvěrových derivátů a zdůraznila potřebu vyřešit nedostatečnou transparentnost trhu. Za tímto účelem zpráva doporučila zjednodušit a standardizovat deriváty obchodované na mimoburzovních trzích (dále jen „OTC deriváty“) a zavést zúčtování ústřední protistranou. Dubnový summit G-20 konaný v Londýně se zavázal k prosazování standardizace a posílení odolnosti trhů s úvěrovými deriváty, zejména zavedením ústředních zúčtovacích protistran podléhajících účinné regulaci a dohledu. Také Evropská rada na zasedání dne 19. června 2009 vyzvala k dalšímu úsilí s cílem zajistit transparentnost a stabilitu trhů s deriváty.

Komise již od října 2008 aktivně pracuje na hloubkovém přezkumu trhů s deriváty. Jak předaslala sdělení nazvané „Urychlit oživení evropské ekonomiky“, toto sdělení představuje výsledky uvedeného přezkumu a připravuje půdu pro budoucí opatření k řešení zjištěných problémů. Současně bude Komise pokračovat v konstruktivní spolupráci s odvětvím, aby zajistila splnění jeho závazku zavést ústřední zúčtování v rámci EU do konce července 2009. Při přípravě navazujících kroků Komise v plné míře zohlední opatření přijatá v rámci odvětví.

Toto sdělení doplňuje pracovní dokument útvarů Komise, který obsahuje přehled i) trhů s deriváty, ii) segmentů trhu s OTC deriváty a iii) posouzení účinnosti stávajících opatření ke snižování rizika, zejména pokud jde o swapy úvěrového selhání.

Komise uvítá zpětnou vazbu od zúčastněných subjektů ohledně zaměření kroků představených v tomto sdělení, a zejména ohledně konkrétních otázek podrobněji zpracovaných v doprovodném konzultačním dokumentu. Odpovědi Komise přijímá do 31. srpna 2009.

2. DERIVÁTY A TRHY S DERIVÁTY

V této kapitole je vysvětlena podstata derivátů, jejich přínosy pro hospodářství a rizika, která v nich mohou spočívat. Tato rizika představují jádro finanční krize.

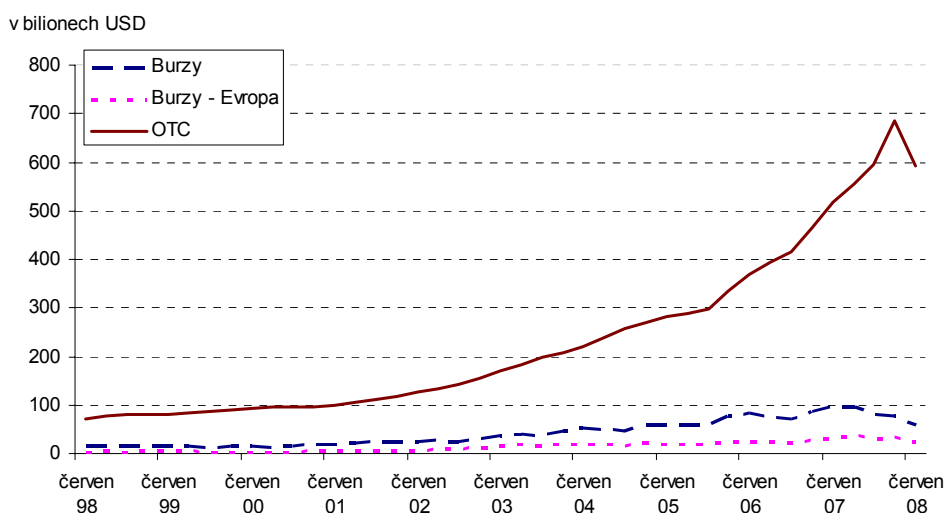
2.1. Co jsou to deriváty?

Deriváty jsou finanční smlouvy sloužící k obchodování s rizikem vznikajícím v reálné ekonomice a k jeho přerozdělení, a z tohoto důvodu jsou důležitým nástrojem hospodářských subjektů k převádění rizika. Mohou být používány jak pro zajištění rizika, tak pro převzetí rizika s cílem dosáhnout zisku. Nazývají se deriváty, protože jejich hodnota se „derivuje“, tedy odvozuje od „podkladu“, kterým je například finanční nástroj, komodita, tržní proměnná veličina, nebo i služba.

Derivátů je mnoho typů. Některé jsou standardizované produkty (např. futures), zatímco jiné nikoliv a každá smlouva je ušita na míru konkrétním potřebám subjektu, který ji použije (např. swapy). Standardizované deriváty se obvykle obchodují v organizovaných obchodních systémech, kde jsou ceny zveřejňovány (např. derivátové burzy), zatímco nestandardizované deriváty se obchodují mimo burzu nebo, jak se obvykle říká, přes přepážku („over-the-counter“, OTC), kde ceny zůstávají důvěrné.

Za posledních deset let používání derivátů zaznamenalo značný vzestup. To se projevilo v objemu mimoburzovních transakcí, jak dokládá následující graf.

Velikost trhů s deriváty: burzovní a mimoburzovní trhy

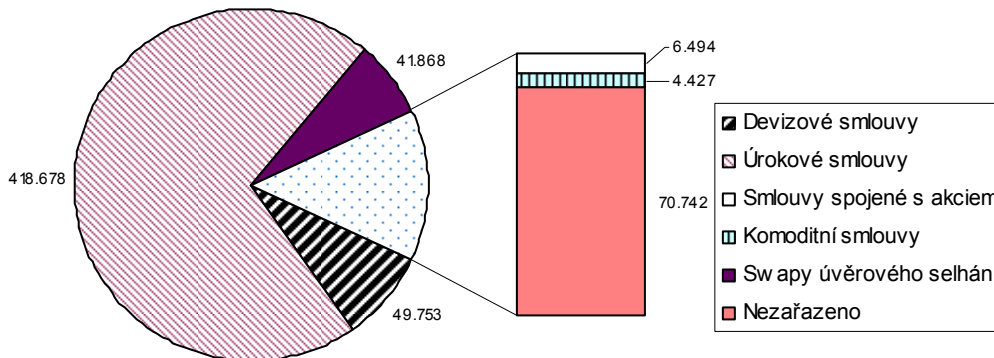


Pozn.: Hodnota vyjadřuje neuhrazené nominální částky v rámci burzovního a mimoburzovního segmentu trhu v bilionech dolarů v období 1998–2008. Křivky zachycují celosvětový vývoj, podíl evropského burzovního trhu je zachycen samostatně (podobné zeměpisné rozlišení pro údaje z mimoburzovního trhu není k dispozici). Zdroj: Banka pro mezinárodní platby.

OTC deriváty lze obecně rozdělit do pěti širších kategorií: měnové deriváty, úrokové deriváty, akciové deriváty, komoditní deriváty a úvěrové deriváty, z nichž nejdůležitější jsou swapy úvěrového selhání. Následující graf zobrazuje relativní podíl těchto kategorií. Podrobněji jsou tyto kategorie rozebrány v kapitole 3 pracovního dokumentu útvarů Komise, kde jsou popsány rozdílné vlastnosti a související rizika různých typů OTC derivátů.

Segmenty trhu s OTC deriváty

Neuhrazené nominální částky v bilionech dolarů, prosinec 2008



Zdroj: Banka pro mezinárodní platby (2009)

2.2. Deriváty jsou prospěšné pro hospodářství...

Žádné hospodářství nemůže vzkvétat, když nikdo nebude ochoten podstoupit riziko. Podnikatel zakládající firmu podstupuje riziko, že firma zkrachuje. Banka, která této firmě půjčí peníze, riskuje, že jí úvěr nebude plně splacen. Kdyby však nebylo onoho podnikatele, který založil firmu, přišel by střadatel, který uložil své peníze v bance, o jednu příležitost vydělat ze svých úspor solidní zisk. Střadatel ví, že čím větší zisk, tím rizikovější je projekt, který financuje. Financování investičních projektů tedy závisí na tom, zda je někdo ochoten nést související riziko. Nikdo nenese rád příliš vysoké riziko – proto je výhodné, když je možné riziko sdílet.

Právě k tomu slouží deriváty. Umožňují sdílení nebo přerozdělení rizika a mohou být použity jako ochrana proti konkrétnímu riziku (zajištění) nebo jako nástroj ke spekulacím. Zejména obchodní subjekty jako letecké společnosti a výrobci používají deriváty ke krytí rizika zvýšení cen základních materiálů, které používají k podnikání, a k lepšímu plánování budoucích potřeb.

2.3. ... ale mohou ho ohrozit...

Instituce, které působí na trzích s deriváty, mohou použitím derivátů krýt, neboli zajistit rizika, kterým jsou vystaveny. Pokud se však rizika zajišťují na mimoburzovních trzích, je kvůli nedostatku spolehlivých veřejných informací o těchto trzích pro účastníky trhu a orgány dohledu obtížné určit, zda byla tato rizika zajištěna efektivně.

Pokud obchodníci s deriváty nejsou tvůrci trhu, ani nejsou zainteresováni na podkladovém nástroji, napomáhají spekulacím, volatilitě a narůstání rizik v systému. Deriváty je pak možné používat k pákovému financování rozvahových položek subjektů vstupujících na trhy s deriváty, protože deriváty umožňují účastníkům trhu vstupovat do pozic s menším množstvím kapitálu, než by bylo potřeba k investování na hotovostních trzích.

Pokud navíc protistrana není schopna plnit, může být obtížné najít jiné protistrany a nahradit zajištění. Mohou být totiž samy v obtížích nebo nejsou ochotny vstoupit do obchodu vzhledem k větší nejistotě. Na trhu s malým počtem účastníků se tento problém násobí.

Celkově lze shrnout, že při uzavírání mimoburzovního obchodu je obtížné *posoudit* riziko, že protistrana nebude schopna plnit. Na vysoce provázaných finančních trzích by takové posouzení v podstatě vyžadovalo, aby měl každý účastník trhu dobrou znalost všech ostatních účastníků. Tyto znalosti jsou však jen částečné, protože o mimoburzovních trzích se zveřejňuje jen málo informací.

Ve všech těchto ohledech jsou swapy úvěrového selhání zvláště problematické. Zatímco většina derivátů vychází ze zjistitelných tržních cen (např. úrokových sazeb nebo směnných kurzů), swapy úvěrového selhání jsou jiné. Riziko, které kryjí – tedy úvěrové riziko – není bezprostředně viditelné a vyžaduje znalost zvláštních informací o dlužníkovi, které mají většinou pouze banky. Nicméně v několika posledních desetiletích se úvěrové riziko stalo obchodovatelnější, například prostřednictvím sekuritizace. Posouzení rizika je nadále nesnadné, což může vést k situacím, kdy trh z ničeho nic stojí před rozsáhlým úvěrovým selháním. Navíc rizika spojená se swapy úvěrového selhání se dále zvyšují vzhledem ke skutečnosti, že s nimi spojené potenciální závazky jsou obrovského rozsahu¹. Tato rizika nejsou vlastní jen swapům úvěrového selhání: týkají se derivátů obecně, ačkoli v méně závažné míře.

2.4. ... jak ukázala finanční krize

Finanční krize dokládá, že tato rizika nejsou teoretická, nýbrž skutečná. Společnosti Bear Sterns, Lehman Brothers a AIG hrály důležitou úlohu na trhu s OTC deriváty, ať už jako obchodníci, uživatelé těchto derivátů, nebo obojí. Jejich problémy měly původ mimo trhy s OTC deriváty a na trh s deriváty vstoupily prostřednictvím swapů úvěrového selhání vystavených těmito třemi institucemi a vzhledem k ústřední úloze těchto institucí na všech trzích s OTC deriváty se problémy rozšířily i mimo swapy úvěrového selhání a ovlivnily světovou ekonomiku. Neprůhlednost trhu na jedné straně znemožňovala ostatním účastníkům trhu přesně zjistit expozice jejich protistran vůči uvedeným třem institucím, což vedlo ke ztrátě důvěry a náhlému nedostatku likvidity. Na druhé straně to také znemožňovalo regulačním orgánům včas určit, jaká rizika v systému narůstají, v jaké míře jsou soustředěna, a následně jaké dopady by jejich selhání mohlo mít na finanční stabilitu. Nízký rozsah regulace trhu tento problém ještě zhoršil, protože orgány dohledu neměly dostatek informací.

Stručně řečeno, krize ukázala, jak deriváty obecně, a swapy úvěrového selhání zvláště, vytvořily síť vzájemné závislosti, kterou bylo v nepříznivé situaci bezprostředně po selhání obtížné pochopit, rozmotat a udržet pod kontrolou. V této krizi se tak jednoznačně projevilo, že povaha trhů s OTC deriváty – soukromé obchodování s omezeným zveřejňováním informací, složitá síť vzájemné závislosti, obtížně pochopitelná povaha a míra rizik – zvyšuje nejistotu v dobách, kdy je situace na trhu napjatá, a v důsledku toho ohrožuje finanční stabilitu.

¹ Peněžní toky související se swapem úvěrového selhání jsou „nesouvislé“, tzn. zatímco za běžných podmínek osobě prodávající swap úvěrového selhání průběžně plynou za swap poplatky, hrozí jí přesto riziko, že subjekt, na nějž je swap vystaven, nebude schopen plnit, a ona bude nucena vyplatit celou částku jistiny po odečtení hodnoty neuhrazeného závazku. To bylo příčinou zneužívání swapů úvěrového selhání jako finančního nástroje.

3. ŘÍZENÍ RIZIK PROTISTRANY

Tato rizika lze omezit způsobem organizace činností na úrovni uzavření obchodu a po jeho uzavření. Na úrovni uzavření obchodu lze rizika snížit zlepšením efektivnosti operací, například zajištěním elektronického provedení obchodu, prohlášení a potvrzení². Provádění mimoburzovních obchodů by pak probíhalo obdobně jako uskutečňování transakcí na burze. Zlepšení efektivnosti operací bylo předmětem zájmu regulačních orgánů v době před finanční krizí a výsledkem je mimo jiné zajištění, že prohlášení a potvrzení swapů úvěrového selhání se v současné době stále více provádí elektronicky.

Efektivnost operací je sice důležitá, avšak sama o sobě nestačí. K účinné kontrole výše uvedených rizik je zapotřebí posílit také činnosti probíhající po uzavření obchodu, zejména zúčtování. Zúčtováním se výše uvedená rizika omezují. Na trzích s deriváty má proto nezastupitelnou úlohu. Zúčtování probíhá buď bilaterálně mezi dvěma protistranami konkrétního obchodu, nebo v ústředí trhu, prostřednictvím ústřední protistrany. Na burze provádí zúčtování téměř výhradně ústřední protistrana. Na mimoburzovních trzích je stále pravidlem bilaterální zúčtování, i když v některých segmentech trhu existuje i zúčtování ústřední protistranou (především u úrokových swapů).

- **Bilaterální zúčtování:** nejčastěji mají obě protistrany sjednány dohody o zajištění, které upravují průběžné sledování vývoje hodnoty transakce, a tím umožňují řízení jejich vzájemných úvěrových expozic. Pokud by se hodnota vyvíjela tak, že jedné straně vznikne pohledávka za protistranou, je tato strana oprávněna požádat o zajištění. Zajištění je důležité pro omezení úvěrového rizika, současně však vyžaduje řízení zúčtovacích vztahů s řadou protistran. Kvůli samotné povaze této složité sítě bilaterálních vztahů činí instituci obtížné určit svou vlastní úvěrovou expozici vzhledem ke vzájemným expozicím jejich protistran, natož posoudit dominový efekt selhání některé protistrany.
- **Zúčtování ústřední protistranou:** ústřední protistrana vstupuje do každého obchodu v pozici protistrany každé strany transakce. Každému z těchto dvou obchodních partnerů tak vzniká závazek vůči ústřední protistraně, a každá strana má tedy na tomto trhu expozici vůči jedné a téže straně. Využití ústřední protistrany má řadu výhod. Ústřední protistrana je v podstatě systémem vzájemného pojištění se vzájemnou ochranou. Správa zajištění je jednodušší, neboť zajištění shromažďuje a spravuje ústřední protistrana. Tento systém je také bezpečnější, protože ústřední protistrana vystupuje jako ústřední ručitel a je institucí zaměřenou výhradně na řízení rizik s několika vrstvami ochrany. Pro své výhradní zaměření na řízení rizik je ústřední protistrana stranou neutrální. Díky své ústřední pozici je pro ni pochopení a řízení rizika jednodušší. Soustředění informací u ústřední protistrany navíc také usnadňuje dohled nad riziky regulačním orgánům. Vzhledem k její úloze v systému je nezbytné, aby ústřední protistrana měla profesionální vedení, dostatečný kapitál a dobrý regulační dohled, aby fungovala bezpečně a stabilně³.

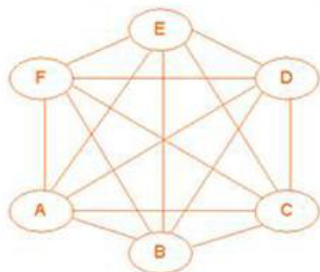
² Vysvětlení těchto pojmů viz doprovodný pracovní dokument útvarů Komise, oddíl 2.2.

³ Bližší popis zúčtování ústřední protistranou viz doprovodný pracovní dokument útvarů Komise, oddíl 2.4.2.

Bilaterální zúčtování v. zúčtování ústřední protistranou

Bilaterální zúčtování

- Síť vzájemných expozic protistran
- Složitě pohyby zajištění
- Možný dominový efekt selhání jednoho obchodníka



Zúčtování ústřední protistranou

- Hvězdicová struktura s ústředním ručitelem
- Zajištění se pohybuje pouze mezi ústřední protistranou a jednotlivými obchodníky
- Ústřední protistrana má dostatek kapitálu, aby zvládla selhání obchodníka



Vzhledem k těmto výhodám by se mohlo zdát s podivem, proč účastníci trhu nevyužívají zúčtování ústřední protistranou běžně. Prvním, a zcela zřejmým důvodem jsou náklady účastníků na zabezpečení, protože musejí přispívat ústřední protistraně na víceúrovňový systém ochrany. Zadruhé, systém s ústřední protistranou vede k větší transparentnosti, čímž se přerozdělují informační výhody mezi účastníky trhu ke škodě těch, kteří jsou nyní v informační výhodě (tj. hlavních obchodníků s OTC deriváty). Je však také pravda, že ústřední protistrana nemůže být využita vždy. Aby mohla být využita, musí být splněna řada předpokladů, povětšinou souvisejících s likviditou a standardizací. Protože ne všechny OTC deriváty splňují potřebná kritéria k zúčtování prostřednictvím ústřední protistrany, Komise bude v této souvislosti pracovat také na posílení řízení rizika protistran v bilaterálních obchodech.

Závěrem lze shrnout, že rizika spojená s deriváty se liší v závislosti na struktuře trhu. Celkově jsou mimoburzovní trhy mnohem rizikovější než regulované obchodní systémy, neboť jsou méně transparentní a vztahy mezi protistranami jsou složitější. Účinnost nástrojů omezování bilaterálního rizika protistrany zdaleka nedosahuje žádoucí úrovně a způsob omezování tohoto rizika je nutno podstatně zlepšit.

4. KROKY, KTERÉ KOMISE JIŽ PODNIKLA K ZLEPŠENÍ FINANČNÍ STABILITY TRHŮ S DERIVÁTY

Deriváty sice spadají do působnosti nařízení EU o finančních službách, obrovský rozmach trhů s OTC deriváty, nárůst objemu spekulativních pozic prostřednictvím derivátů a větší účast neregulovaných subjektů na trzích s deriváty vyvolávají však otázky, které opravňují přezkoumání našeho regulačního rámce. Od vypuknutí finanční krize Komise rychle jednala a podnikla kroky k vyřešení nejpálčivějších a nejnaléhavějších rizik spojených s deriváty.

Pokud jde o swapy úvěrového selhání, komisař McCreevy v říjnu 2008 vyzval i) k systematické analýze trhů s deriváty s využitím poznatků získaných z finanční krize, a ii) k vypracování konkrétních návrhů možného omezení rizik spočívajících v úvěrových derivátech⁴. V reakci na to se obchodníci se swapy úvěrového selhání zavázali zahájit do

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

31. července 2009 zúčtování způsobilých swapů úvěrového selhání vystavených na evropské referenční subjekty a na indexy na tyto subjekty prostřednictvím jedné nebo více evropských ústředních protistran⁵.

Za druhé, některé problémy týkající se sekuritizace a nadměrného přesunu rizika a špatného oceňování rizika byly řešeny v rámci přezkumu směrnice o kapitálových požadavcích⁶. Tento návrh především stanoví, že společnosti (nazývané „původci“), které strukturují úvěry do obchodovatelných cenných papírů, si budou muset ponechat určitou míru rizikové expozice vůči těmto cenným papírům a společnosti, které do nich investují, se budou moci rozhodnout až po provedení hloubkové kontroly. Pokud ji neprovedou, budou jim hrozit vysoké finanční pokuty.

Za třetí, pokud jde o systémové riziko spojené se spekulativními obchody, Komise brzy přijme návrh o kapitálových požadavcích uplatňovaných na obchodní portfolio finančních institucí a na sekuritizační a resekuritizační pozice. V návrhu předpokládané zvýšení míry kapitálu velmi pravděpodobně zabrání, aby na sebe finanční instituce braly nadměrné krátkodobé riziko.

Za čtvrté, Komise právě přezkumává svůj přístup k dohledu nad finančními trhy. Navrhuje vytvořit evropský orgán dohledu na makrofinanční úrovni, díky čemuž bude na evropské úrovni možné zjistit nadměrné narůstání rizika v systému a jednat s cílem tato rizika udržet pod kontrolou. V úsilí zabránit, aby rizika spojená s trhy s deriváty vytvářela problém pro celý finanční a hospodářský systém, bude nápomocen Evropský výbor pro systémová rizika.

Za páté, jelikož ratingové agentury nebyly schopny správně posuzovat rizika spojená se složitými nástroji, zejména kvůli střetu zájmů plynoucímu z modelu „emitent platí“, jednoznačně se ukázalo, že i toto odvětví je třeba regulovat. V dubnu 2009 Rada a Evropský parlament schválily Komisi navržené nařízení, podle něhož budou ratingové agentury muset splňovat přísné normy bezúhonnosti, kvality a transparentnosti a budou podléhat trvalému dohledu orgánů veřejné správy⁷.

Za šesté, Evropská komise navrhla směrnici o správcích hedgeových fondů a jiných alternativních investičních fondů, která vytvoří komplexní a účinný rámec pro regulaci a dohled na evropské úrovni. Navržená směrnice umožní členským státům zlepšit obezřetnostní dozor nad odvětvím na makroúrovni, jakož i dohled na mikroúrovni, stanovit

⁵ Dne 17. února 2009 se devět celosvětových obchodníků (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) zavázalo používat jednu nebo více ústředních protistran po jejich zřízení v Evropské unii jako systémů podle směrnice (98/26/ES) o neodvolatelnosti zúčtování i) k zúčtování swapů úvěrového selhání, způsobilých k zúčtování prostřednictvím ústřední protistrany, vystavených na evropské referenční subjekty a na indexy založené na těchto subjektech a ii) k přijetí neuhrazených způsobilých smluv. K tomuto závazku se posléze připojil další obchodník (Nomura) a celá iniciativa získala podporu Evropské bankovní federace, Evropského výboru veřejných bank a jiných evropských bankovních asociací.

⁶ KOM/2008/0602 v konečném znění – COD 2008/0191 – návrh směrnice, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o banky přidružené k ústředním institucím, některé položky kapitálu, velkou angažovanost, režimy dohledu a krizové řízení.

⁷ Evropská komise (2008), „Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o ratingových agenturách“, KOM(2008) 704, schválený Evropským parlamentem a Radou dne 23. dubna 2009.

limity pro míru využívání pákového efektu těmito subjekty a podnikat koordinované kroky, jež budou nezbytné k zajištění řádného fungování finančních trhů⁸.

5. CESTA VPŘED: NOVÉ INICIATIVY K ZLEPŠENÍ FINANČNÍ STABILITY

Současná krize vyzdvihla potřebu řešit otázku trhů s OTC deriváty, aby mohly plnit svou hospodářskou úlohu způsobem, který neohrožuje stabilitu systému. Komise se domnívá, že za tímto účelem by měly být uskutečněny kroky, které: a) umožní orgánům regulace a dohledu mít úplný přehled o transakcích probíhajících na trzích s OTC deriváty a o pozicích vznikajících na těchto trzích, b) zvýší transparentnost trhů s OTC deriváty ve prospěch jejich uživatelů, zejména zajištěním dostupnosti většího množství kvalitnějších informací o cenách a objemu, c) posílí efektivnost operací na trzích s deriváty, aby OTC deriváty neohrožovaly finanční stabilitu, a d) budou omezovat riziko protistrany a podporovat centralizované struktury. Těchto cílů lze dosáhnout s pomocí těchto hlavních nástrojů: i) prosazováním další standardizace, ii) používáním ústředních registrů údajů, iii) přechodem k zúčtování ústřední protistranou a iv) převedením obchodování na více veřejné obchodní systémy⁹. Tento oddíl se zabývá rozбором uvedených nástrojů a navrhuje směřování dalšího pracovního úsilí.

5.1. Standardizace

V případě OTC derivátů způsobilých k zúčtování ústřední protistranou je standardizace nezbytným předpokladem k použití ostatních nástrojů uvedených níže. V případě OTC derivátů nezpůsobilých k zúčtování ústřední protistranou by se další standardizací posílila efektivnost operací a snížila operační rizika, a to například podněcováním k širšímu používání standardizovaných smluv a služeb elektronického prohlášení a potvrzení, ústředního archivu, automatizace plateb a procesů správy zajištění. Jelikož je standardizace předpokladem k dalším krokům, bude představovat základní stavební kámen pracovního úsilí, kterým chce Komise zajistit efektivní, bezpečné a stabilní trhy s deriváty.

Standardizace však vyžaduje investice. Komise hodlá pokračovat v povzbuzování odvětví v jeho trvalém úsilí, aby se tyto investice uskutečnily a aby se podpořila standardizace v odvětvích všech OTC derivátů, které pravděpodobně nebudou způsobilé k zúčtování ústřední protistranou, ani vhodné k obchodování na burzovních trzích.

5.2. Ústřední registr údajů

V ústředním registru údajů se shromažďují údaje jako počet transakcí a velikost neuhrazených pozic za všechny obchody (jak způsobilé, tak nezpůsobilé k zúčtování ústřední protistranou) s cílem zvýšit transparentnost a informovanost¹⁰. Výhodou je nejen větší transparentnost, ale i lepší efektivnost operací na trhu. Registr by mohl poskytovat i jiné služby (např. umožňovat vypořádání a platební příkazy).

⁸ Evropská komise (2009), „Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o správcích alternativních investičních fondů“, KOM(2009) 207.

⁹ Použitelnost těchto nástrojů se poněkud liší podle tržních segmentů. Náročnost realizace těchto nástrojů je znatelně rozdílná. Podrobnější rozbor účinnosti současných metod omezování rizika a související potřeby dodatečných opatření v rámci každého segmentu mimoburzovních trhů jsou rozpracovány v doprovodném pracovním dokumentu útvarů Komise, kapitole 4.

¹⁰ Taková databáze údajů existuje pro swapy úvěrového selhání v podobě databáze obchodních informací Trade Information Warehouse, kterou vede americká společnost Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

Komise si je vědoma přínosů v podobě větší transparentnosti a informovanosti, které ústřední registry údajů skýtají orgánům dohledu. Má to svůj význam zvláště vzhledem ke skutečnosti, že zúčtování ústřední protistranou nelze jednoduše použít na všechny deriváty, protože nezbytné předpoklady nejsou vždy splněny a nelze je jednoduše uplatnit. Užitečnost této možnosti z hlediska právní ochrany, dohledu a zachování chodu činností prozkoumá Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry (CESR). Komise proto s přihlédnutím k budoucí zprávě CESR za tímto účelem podnikne vhodné kroky.

5.3. Zúčtování ústřední protistranou

Ze čtyř uvažovaných nástrojů byla zatím věnována největší pozornost zúčtování ústřední protistranou. Ústřední protistrany prokázaly během finanční krize svou užitečnost, což dokládá jejich úloha při zvládnutí důsledků bankrotu Lehman Brothers. Komise již působí na odvětví, aby v širší míře využívalo zúčtování ústřední protistranou, a zamýšlí prioritně uskutečnit příslušná doporučení de Larosièrovy skupiny.

Existují pádné důvody, související s otázkami regulace, dohledu a měnové politiky, pro umístění zúčtování ústřední protistranou v Evropě. Pokud bude ústřední protistrana umístěna v Evropě, bude podléhat evropským pravidlům a dohledu. V důsledku toho by orgány dohledu měly nesporný a neomezený přístup k informacím shromážděným ústřední protistranou. V případě problému v evropské ústřední protistraně by navíc bylo pro evropské orgány jednodušší zasáhnout. Centrální banky například neposkytují přímý přístup ke svým likviditním facilitám finančním institucím umístěným mimo území své měny¹¹.

V oblasti swapů úvěrového selhání se hlavní obchodníci s deriváty Evropské komisi písemně zavázali převést zúčtování evropských swapů úvěrového selhání do 31. července 2009 na jednu nebo více evropských ústředních protistran a v současné době pracují na nezbytné standardizaci evropských smluv o těchto swapech, aby bylo zúčtování ústřední protistranou možné. Do 31. července 2009 by měly být připraveny poskytovat své služby pro swapy úvěrového selhání dvě evropské ústřední protistrany, třetí se očekává v prosinci 2009 a čtvrtá se nezavázala ke konkrétnímu datu. Komise uvítala, že odvětví usiluje o splnění termínu uvedeného v jeho závazku. Pokud jde o standardizaci swapů úvěrového selhání, iniciativy odvětví skutečně prokázaly svou akčnost na obou stranách Atlantiku. Realizace řešení určitých technických otázek, například v souvislosti s úvěrovou událostí plynoucí z restrukturalizace dluhu, však zatím nebyla dokončena. Pokud tedy odvětví nebude schopno dodržet svůj závazek, Komise bude muset zvážit jiné možnosti, které jsou nastíněny níže. Komise vítá iniciativy odvětví a plně zohlední jejich plnění a provádění, až bude zvažovat nutnost dalších iniciativ s cílem zajistit využívání zúčtování ústřední protistranou v co nejvyšší míře.

Pobídky k využívání ústřední protistrany již existují. Přirozeným podnětem pro účastníky trhu je skutečnost, že zúčtování ústřední protistranou snižuje úvěrové riziko jejich protistran

¹¹ Mezi centrálními bankami mohou existovat smlouvy o měnových swapech, ale protože není možný přímý přístup k likviditním facilitám, prohlásila Evropská centrální banka, že dává jednoznačně přednost umístění ústřední protistrany v eurozóně, což dokládá prohlášení Rady guvernérů ze dne 18. prosince 2008, v němž potvrdila, že „je zapotřebí alespoň jedna evropská ústřední protistrana k zúčtování úvěrových derivátů a vzhledem k potenciálnímu systémovému významu zúčtování cenných papírů a systémů vypořádání by tato infrastruktura měla být umístěna na území eurozóny“. ECB (2008), rozhodnutí Rady guvernérů, 18. prosince 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

a umožňuje úspory povinně drženého kapitálu. Tyto podněty však nestačí a nemohou překonat komerční motivaci k upřednostnění bilaterálního zúčtování. Komise proto zvažuje způsoby, jak výrazně posílit podněty k zúčtování ústřední protistranou, aby přesvědčila váhající obchodníky k využívání tohoto zúčtování, kdykoli je to možné. Lze toho dosáhnout i) změnou pravidel pro povinné držení kapitálu, která jsou stanovena ve směrnici o kapitálových požadavcích, a ii) poskytnutím dalších ujištění ze strany regulace a dohledu, že ústřední protistrany jsou bezpečné a stabilní, pomocí budoucí evropské právní úpravy, kde to bude odůvodněné, a možná i společného dohledu¹². Toto další úsilí samozřejmě nijak neovlivňuje termín pro probíhající iniciativu směřující k převedení zúčtování evropských swapů úvěrového selhání na jednu nebo více evropských ústředních protistran, který je stanoven na 31. července 2009.

5.4. Provádění obchodů

Pro standardizované deriváty zúčtované ústřední protistranou by v zásadě dalším logickým krokem bylo provádět obchody s těmito smlouvami v organizovaném obchodním systému, kde se zveřejňují ceny a další obchodní informace, jako je regulovaný trh (např. derivátová burza) nebo mnohostranný systém obchodování, které podléhají požadavkům na transparentnost. To by vedlo k větší transparentnosti cen a posílilo řízení rizik.

Avšak druh standardizovaných smluv, s nimiž se obvykle obchoduje na veřejných trzích, nemůže vyhovět všem různým potřebám v oblasti řízení rizika, které mají uživatelé derivátů. Většina účastníků trhu dává přednost obchodování mimo burzu. V popředí zájmu však musí být to, že transparentní trhy s efektivním prováděním operací mají velký význam pro finanční stabilitu. Transparentní obchodní systémy, v maximální míře veřejné a standardizované za účelem posuzování rizika a stanovení cen, jsou i společenskou potřebou.

Systém založený na soutěži mezi různými obchodními systémy (mimoburzovními trhy, burzami a mnohostrannými systémy obchodování) je výhodný i z hlediska tržní efektivity, pokud všechny systémy podléhají odpovídajícím požadavkům na transparentnost a organizaci a je zajištěna poctivá hospodářská soutěž. Volba transparentního a organizovaného obchodování není novinkou ani na jiných finančních trzích. Směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID) zrušila pravidlo provádění obchodů na regulovaných trzích (tzv. „pravidlo koncentrace“), ale zavedla uplatňování odpovídajících požadavků na transparentnost na ostatní obchodní systémy (mногоstranné systémy obchodování, systematické internalizátory). V důsledku toho konkurence mezi obchodními systémy v případě fyzických akcí probíhá podle společných pravidel pro transparentnost a organizaci. Režim směrnice MiFID pro transparentnost se však v současné době nevztahuje na deriváty a oznamování transakcí se netýká finančních nástrojů, které nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Komise s ohledem na povahu trhů s OTC deriváty (nestandardizované smlouvy, flexibilita) a režim vztahující se na fyzické akcie zvaží možnosti dosažení transparentnějšího a efektivnějšího procesu obchodování s OTC deriváty. V této souvislosti Komise dále posoudí i) směřování dalšího toku obchodů přes transparentní a efektivní obchodní systémy a ii) vhodnou úroveň transparentnosti (cena, transakce, pozice) pro různé obchodní systémy na trzích s deriváty.

¹² Evropská komise (2009). Sdělení Evropské komise – *Evropský finanční dohled*, KOM(2009) 252.

6. ZÁVĚR

Deriváty hrají v hospodářství významnou úlohu, ale jsou spojeny s určitými riziky. Krize viditelně ukázala, že tato rizika nejsou na mimoburzovních trzích dostatečně omezována, zvláště pokud jde o swapy úvěrového selhání. Od počátku finanční krize Komise usilovala o řešení těch nejnaléhavějších z těchto rizik.

Kromě toho však Komise uváží další opatření, aby se pokračilo v zajištění větší standardizace a transparentnosti transakcí, jakož i v konsolidaci přechodu na zúčtování ústřední protistranou, které by se mělo stát normou pro trhy s OTC deriváty jako celek, a ve směřování dalšího toku obchodů přes transparentní a efektivní obchodní systémy, kdykoli je to možné.

Po veřejné konzultaci, kterou toto sdělení zahajuje, uspořádá Komise dne 25. září 2009 veřejné slyšení. Názory a důkazy, které předloží zúčastněné strany, budou použity pro podrobné posouzení dopadů, jež Komisi pomůže formulovat její přístup. S přihlédnutím k výsledku konzultací Komise vyvodí operativní závěry před koncem současného mandátu a předloží vhodné iniciativy včetně důvodných legislativních návrhů ještě před koncem roku.

Komise v plné míře zohlední úsilí odvětví, jakož i vývoj u klíčových partnerů EU a zejména komplexní regulační rámec pro OTC deriváty oznámený ministerstvem financí USA. Vyplývá z něj především povinnost zúčtovávat všechny standardizované smlouvy o OTC derivátech prostřednictvím ústřední protistrany a podnět k provádění obchodů „na regulovaných burzách a v regulovaných transparentních systémech elektronického obchodování s OTC deriváty“¹³. Komise bude pokračovat ve spolupráci s orgány USA v těchto otázkách, mimo jiné v rámci dialogu o regulaci finančních služeb, aby přístupy při tvorbě politik byly celosvětově ve vzájemném souladu a aby se předešlo riziku regulatorní arbitráže.

¹³ Viz reforma finanční legislativy ministerstva financí USA, 17. června 2009.