

CS

CS

CS



KOMISE EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ

V Bruselu dne 20.10.2009
KOM(2009) 563 v konečném znění

**SDĚLENÍ KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉMU
HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU, VÝBORU REGIONŮ A
EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANCE**

Zajištění efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty: budoucí opatření politiky

**SDĚLENÍ KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉMU
HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU, VÝBORU REGIONŮ A
EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANCE**

Zajištění efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty: budoucí opatření politiky

(Text s významem pro EHP)

1. Úvod

Deriváty hrají v ekonomice užitečnou roli: lze je použít k úplnému nebo částečnému převedení rizik souvisejících s hospodářskou činností z hospodářských subjektů, které nejsou ochotné je nést, na subjekty, které k tomu ochotné jsou. Deriváty však zároveň přispěly k finanční nestabilitě, protože umožnily rozmach využívání pákového efektu a propojily vzájemně účastníky trhu, aniž by to vyvolalo znepokojení, a to zejména v důsledku nedostatečné průhlednosti trhu, která byla výsledkem převládající mimoburzovní (OTC) struktury trhu. Již v červenci tohoto roku Komise určila čtyři doplňkové nástroje, jimiž lze zmírnit negativní dopad trhů s deriváty OTC na finanční stabilitu: i) zesílení standardizace, ii) využívání registrů obchodních údajů, iii) přechod na zúčtování ústřední protistranou a iv) častější používání organizovaných obchodních systémů¹. Navrhované nástroje byly projednány při konzultacích zúčastněných stran a na konferenci na nejvyšší úrovni dne 25. září 2009².

Sdělení se zabývá postupně jednotlivými nedostatky současné organizace trhu s deriváty, a to jak pokud jde o OTC, tak deriváty obchodované v rámci organizovaných obchodních systémů. Předkládá politická opatření, která zamýšlí Komise přijmout v roce 2010 k řešení těchto problémů a naplnění potřeby větší stability a transparentnosti na těchto trzích, jak bylo konstatováno v de Larosièreově zprávě, v závěrech Evropské rady z června 2009 a na setkání skupiny G20. Všechny legislativní i jiné návrhy, jimiž vstoupí v platnost níže uvedené politické směry, budou podrobeny náležitému posouzení dopadů.

2. OBECNÝ PŘÍSTUP

Komise zastává názor, že je nutné přejít od modelu založeného na tradičním názoru, že deriváty jsou finanční nástroj pro profesionální použití a že pro jeho kontrolu stačí jen lehká regulace, k přístupu, podle něhož právní předpisy umožňují trhům řádným způsobem určovat ceny rizik. Na základě navrhovaných opatření se proto trhy s deriváty změní z převážně dvoustranných mimoburzovních na centralizovanější zúčtování a obchodování.

Různé segmenty trhu s deriváty se liší svými vlastnostmi, zejména pokud jde o rizika, provozní podmínky a účastníky trhu. Komise je v zásadě toho názoru, že pro oblast derivátů je

¹ Sdělení Komise „Zajištění efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty“, KOM(2009) 332, pracovní dokument útvarů Komise SEK(2009) 905 a konzultační dokument SEK(2009) 914.

² Odpovědi na konzultace, shrnutí názorů zúčastněných stran a stručný obsah konference a jednotlivých vystoupení lze nalézt na internetových stránkách Komise:
http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm.

nezbytné zavést komplexní politiku, aby účastníci trhu nemohli využívat rozdílností v pravidlech, tj. regulatorní arbitráž. Jestliže k tomu však budou důvody, politické návrhy řádně zohlední zvláštnosti, pokud jde o dané třídy aktiv, smlouvy a účastníky trhu, a zároveň uvedou do náležité rovnováhy vztahy mezi finančními a nefinančními institucemi. Komise současně zohlední zvláštnosti některých komoditních trhů, jako jsou např. trhy s elektrickou energií a plynem, pro něž je příznačná struktura podkladového fyzického trhu. Při zvažování rizikových vlastností různých tržních segmentů se Komise například zaměřila především na swapy úvěrového selhání³.

2.1. Mezinárodní spolupráce

Trh s deriváty má celosvětový rozměr, a proto je nutné vyloučit regulatorní arbitráž. V zájmu dosažení silného a konvergenčního mezinárodního regulatorního výsledku jsou níže uvedené návrhy v souladu s cílem stanoveným na setkání skupiny G20 dne 25. září 2009, vyzývajícím ke zlepšení situace na trzích s deriváty OTC⁴. Aby bylo možné zajistit soudržné provádění těchto politik na celém světě, Komise má v úmyslu dále rozvíjet technické detaily ve spolupráci s partnery G20, Radou pro finanční stabilitu, a zejména se Spojenými státy, kde rovněž právě probíhá vytváření nového přístupu k trhům s deriváty.

2.2. Nefinanční instituce

Úkolem finančního systému je směřovat finanční prostředky od střadatelů do investičních projektů, mimo jiné rozložením rizik na více subjektů. Nefinanční instituce mají proto životní zájem na finanční stabilitě. Pokud si nefinanční společnosti koupily ochranu od finanční společnosti, a převedly tak svá rizika na finanční systém, přinášela jim podhodnocená cena rizika v počáteční fázi krize prospěch. V důsledku prudkého útlumu hospodářské činnosti se i ony staly obětí finanční krize. Nefinanční instituce jsou tedy součástí sítě vzájemné závislosti vytvořené smlouvami o derivátech a jako takovým by jim měly pomoci politiky usilující o snížení úvěrového rizika protistrany a zvyšující níže popsanou transparentnost.

Komise uznává, že deriváty hrají významnou úlohu při zajišťování rizik vznikajících při běžných obchodních operacích. Třebaže tohoto zajištění lze z větší části dosáhnout standardními, neupravenými deriváty, budou deriváty šité na míru i nadále potřebné. Komise proto nechce omezovat ekonomické podmínky smluv o derivátech, zakazovat používání upravených smluv ani v tomto ohledu nadměrně zvyšovat náklady finančních institucí. Je však nutné obnovit funkci cen alokovat zdroje: deriváty musí být řádně oceňovány přiměřeně k systémovým rizikům, která s sebou nesou, aby tato rizika nemohla být v konečném důsledku přesouvána na daňové poplatníky. Posilování finanční stability v tomto směru sníží pravděpodobnost vzniku velkých hospodářských krizí v budoucnosti a umožní Evropě nastoupit cestu udržitelnějšího růstu.

³ Tisková zpráva Komise „Významné kroky na cestě k finanční stabilitě: evropský trh se swapy úvěrového selhání se stává bezpečnějším“, IP/09/1215, 31. července 2009.

⁴ „Všechny standardizované smlouvy o derivátech OTC by nejpozději do konce roku 2012 měly být obchodovány na burzách nebo případně elektronických obchodních platformách a zúčtovány prostřednictvím ústředních protistran. Smlouvy o derivátech OTC je třeba ohlásit registrům obchodních údajů. Na smlouvy, které nejsou zúčtovány ústřední protistranou, by se měly vztahovat vyšší kapitálové požadavky. Žádáme Radu pro finanční stabilitu (FSB) a její příslušné členy, aby pravidelně posuzovali provádění a zjišťovali, zda postačuje ke zlepšení transparentnosti na trzích s deriváty, zmírnění systémových rizik a ochraně před zneužitím trhu.“

Náklady na posílení infrastruktury trhu s deriváty OTC by neměli nést daňoví poplatníci, ale ti, kterým z užívání derivátů plyne přímý ekonomický prospěch. Větší část těchto nákladů ponese finanční společnosti, část jich však pravděpodobně ponese nefinanční instituce. Lze však očekávat, že náklady se časem sníží: čím širší bude rozsah, v němž se budou ústřední tržní infrastruktury používat, tím nižší budou náklady na uživatele, až se začnou projevovat účinky vzájemného propojení. Kromě toho pravděpodobně právě nefinančnímu podnikatelskému odvětví přinesou největší výhody návrhy na transparentnost uvedené v oddíle 5.

Komise před vypracováním konečného znění svých návrhů provede posouzení dopadů. Zohlední v nich všechny doklady zúčastněných stran o nákladech a prospěšnosti níže uvedených politických směrů, aby je porovнала s riziky pro daňové poplatníky s přihlédnutím ke skutečnosti, že většina nefinančních institucí nemá pro systém zásadní význam.

Ve snaze podpořit konkurenceschopnost a rozvoj evropského průmyslu se bude Komise snažit zajistit, aby všechny budoucí politické možnosti volby umožnily nefinančním institucím zvládat rizika, která s sebou jejich podnikání nese.

Celkové cíle bezpečnějších trhů s deriváty by však neměly být ohroženy nedostatky v předpisech.

3. ÚVĚROVÉ RIZIKO PROTISTRANY

Z krize je mimo jiné patrné, že účastníci trhu nestanovovali správně cenu úvěrového rizika protistrany. Toto riziko lze zmírnit zúčtováním. Zúčtování probíhá buď bilaterálně mezi dvěma protistranami, nebo v ústředí trhu, prostřednictvím ústřední protistrany, což zahrnuje náležité zajištění. Cílem následujících návrhů je proto posílit zúčtování derivátů na ústřední i dvoustranné úrovni.

3.1. Ústřední zúčtování: bezpečnost a stabilita

Komise označila zúčtování ústřední protistranou za hlavní nástroj k řízení rizik protistrany a její názor podpořila i skupina G20. V současné době je zúčtování ústřední protistranou využíváno v evropské měřítku, regulováno však zůstává na vnitrostátní úrovni, protože na tento druh zúčtování se nevztahují žádné právní předpisy Společenství⁵. Doporučení ESCB-CESR⁶ sice zahájila proces sbližování přístupů jednotlivých států, avšak nejsou závazná. Vzhledem k systémové důležitosti zúčtování ústřední protistranou má Komise v úmyslu navrhnout právní předpisy vztahující se k této činnosti, aby nedocházelo k nesrovnalostem mezi právními předpisy členských států a byla zajištěna bezpečnost, stabilita a řádná správa. Ve svém sdělení ze dne 3. července 2009 Komise rovněž konstatovala, že pro zavedení zúčtování ústřední protistranou v Evropě existují pádné důvody, které souvisejí se zájmy v oblasti regulace, dohledu a měnové politiky. Dnes se v EU nachází

⁵ Doposud jediným právním předpisem Společenství, který se vztahuje na bezpečnost a stabilitu zúčtování ústřední protistranou je směrnice o neodvolatelnosti zúčtování. Směrnice o neodvolatelnosti zúčtování má sice zásadní význam, protože se týká dopadu nedodržení závazku účastníka zúčtování ústřední protistranou na jiné účastníky, je však nástrojem krizového řízení, nikoliv obecným nástrojem, který by se týkal všech aspektů činnosti v rámci zúčtování ústřední protistranou, a je proto nedostačující k zajištění jejich bezpečnosti a stability.

⁶ Evropský systém centrálních bank a Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry.

mnoho ústředních protistran, k jejich rozšíření by však významně přispělo vytvoření jasného rámce pro regulaci a dohled.

Ústřední protistrany poskytují služby pro několik tříd aktiv, ať se již jedná o fyzické akcie, cenné papíry s pevným výnosem nebo deriváty (kotované nebo OTC). Bylo by proto nesystematické navrhnout právní předpisy týkající se jejich činnosti pouze pro jednu třídu aktiv. Nejnovější legislativní návrh týkající se ústředních protistran se proto bude vztahovat na tytéž finanční nástroje jako směrnice o trzích finančních nástrojů, aby bylo dosaženo soudržnosti v celém hodnotovém řetězci a nevznikaly mezery v zákonech. Komise proto navrhne právní předpisy pro činnosti související se službami ústředních protistran, které budou zahrnovat tyto klíčové požadavky:

- 1) **výkon podnikatelských a správních činností** (např. opatření týkající se řešení střetu zájmů, přístupu, transparentnosti rizik a postupů, trvání podnikatelské činnosti a minimálních norem odbornosti);
- 2) pravidla zajišťující, že ústřední protistrany nepoužívají nedostatečné **normy řízení rizik**. To bude možná vyžadovat, aby Evropský úřad pro cenné papíry a trhy (ESMA) při uplatňování pravidel stanovených v základním právním předpisu vypracoval technické normy, které zajistí, že účastníci ústřední protistrany budou moci využívat výhod nejnižšího možného regulačního kapitálového požadavku na úvěrové riziko protistrany u smluv zúčtovaných ústřední protistranou podle režimu, jehož konečnou podobu připravuje Basilejský výbor. Vzhledem ke klíčové úloze účetních protistran v řízení rizik by se na ně měly vztahovat patřičné kapitálové požadavky;
- 3) **právní ochranu zajištění a pozic** poskytovaných zákazníky členů zúčtování, která pomůže získat co největší počet účastníků trhu, aby využívali ústřední zúčtování. Pravidla by měla zajistit oddělení aktiv a přenositelnost klientských aktiv a pozic;
- 4) **povolení** poskytovaná podle tohoto návrhu umožní účetním protistranám poskytovat své služby ve všech členských státech. Aby bylo možné zabránit dvojí kontrole a posílit vzájemnou důvěru mezi orgány, Evropský úřad pro cenné papíry a trhy (ESMA) by podle názoru Komise měl ústředním protistranám udělit povolení k provozování činnosti v EU. Ve snaze zajistit náležitý trvalý dohled na evropské úrovni bude Evropská komise usilovat o náležité rozdělení úkolů mezi ESMA a vnitrostátními orgány dohledu. S ohledem na zvláštní povahu a zejména celoevropské působení ústředních protistran bude možná nutné pověřit Evropský úřad pro cenné papíry a trhy pravomocí přímého dohledu. S ohledem na potenciální nebo podmíněné závazky, které z toho mohou pro členské státy vyplývat, by jinou možností případně mohlo být pověřit průběžným dohledem v rámci ESMA kolegium orgánů dohledu z nejvíce přímo postižených členských států;
- 5) Evropský úřad pro cenné papíry a trhy by měl být rovněž nápomocen Komisi při přípravě rozhodnutí o uznávání ústředních protistran v třetích zemích, na něž se vztahuje srovnatelný, ucelený dohled a regulace, aby bylo možné po bedlivé úvaze posoudit žádosti subjektů z třetích zemí o přístup na trh.

3.2. Zajištění v bilaterálním zúčtování

Zatímco v ideálním světě by všechny deriváty měly být zúčtovány centrálně, ne všechny se k tomu ve skutečnosti hodí. Některé produkty mohou být příliš uzpůsobené zákazníkovi, jiné

zase nemají dostatečnou likviditu, aby je bylo možné zúčtovat přes ústředí. Takové smlouvy budou i nadále zúčtovány bilaterálně s tím, že si protistrany vymění zajištění na krytí svých expozic. Současné úrovně zajištění jsou však příliš nízké a neodrážejí rizika, která bilaterálně zúčtované obchody s deriváty znamenají pro finanční systém, jestliže dosáhnou určitého kritického objemu. Je třeba, aby finanční společnosti měly vyšší míru zajištění ke krytí svých úvěrových expozic.

Komise navrhne právní předpisy požadující, aby finanční společnosti (např. úvěrové instituce, investiční společnosti, společnosti pro správu investic) uváděly počáteční marži (podle povahy protistrany) a variační marži (v závislosti na změně hodnoty smlouvy). Tyto požadavky by rovněž představovaly motivaci pro používání zúčtování ústřední protistranou, protože by se tak snížila ekonomická výhoda poskytování nízkého zajištění ve srovnání s přísnými podmínkami zajištění požadovanými ústřední protistranou.

S výjimkou nedodržení závazku nemá výměna zajištění vliv na čistý příjem subjektu. Uživatelé derivátů z nefinanční podnikatelské oblasti však možná nebudou ochotni poskytovat hotovostní zajištění pro variační marži, aby případně neohrozili svou likviditu. To by vystavilo jejich finanční protistranu úvěrovému riziku, které by tak musela řešit se svým klientem. Požadavky na variační marži, pokud budou pro nefinanční společnosti nezbytné, je třeba podle potřeby stanovit tak, aby neoslabovaly schopnost podnikatelského sektoru používat deriváty pro přenášení rizik, zejména v případě společností, jejichž využívání derivátů nedosahuje prahových hodnot. Na druhé straně, zvláštní zacházení s nefinančními společnostmi by mohlo vést k mezerám v předpisech, které by umožnily finančním společnostem provádět regulační arbitráž. Veškeré možné výjimky je třeba vypracovat tak, aby nemohlo dojít ke zneužití.

3.3. Kapitálové požadavky na bilaterální zúčtování

Ve svém sdělení z července tohoto roku se Komise zabývala myšlenkou, že by na smlouvy nezúčtované ústřední protistranou mohly být kladeny vyšší kapitálové požadavky. Po schůzce skupiny G20 v Pittsburghu se z této úvahy stal mezinárodně uznávaný princip. Vyšší kapitálové požadavky by odrážely vyšší riziko, které tyto smlouvy představují pro finanční systém. Vzhledem k tomu, že se tyto kapitálové požadavky uplatňují po bilaterální výměně zajištění a vzájemném započtení expozic, by tento přístup dále posílil motivaci účastníků trhu k předkládání širšího spektra produktů k zúčtování ústřední protistranou. Komise proto zajistí, aby předpisy náležitě rozlišovaly na jedné straně mezi nižším úvěrovým rizikem protistrany u smluv, které jsou zúčtovány ústřední protistranou, a na druhé straně vyšším úvěrovým rizikem protistrany u smluv, které jsou zúčtovány bilaterálně. Toho lze dosáhnout především tak, že se zvětší rozdíl mezi kapitálovými požadavky na smlouvy zúčtované ústřední protistranou a smlouvy zúčtované bilaterálně, které jsou uvedeny ve směrnici o kapitálových požadavcích⁷.

Tyto změny by měly být v souladu s přístupem stanoveným Basilejským výborem pro bankovní dohled, který je celosvětovým fórem pro mezinárodní kapitálová pravidla pro banky, aby nedocházelo k narušení hospodářské soutěže a omezily se možnosti regulační arbitráže. Komise bude spolupracovat se svými partnery s cílem zajistit uzavření dohody a udělá vše pro to, aby v souladu se shora uvedenými principy mohla v roce 2010 navrhnout změny směrnice o kapitálových požadavcích.

⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu (Úř. věst. L 177, 30.6.2006, s. 1).

3.4. Povinné zúčtování ústřední protistranou

Kromě kapitálových požadavků na produkty nezúčtované ústřední protistranou má Komise v plánu navrhnout v souladu s prohlášením skupiny G20 povinné zúčtování standardizovaných derivátů ústřední protistranou. Při vypracování těchto podrobných návrhů bude Komise spolupracovat se svými partnery ve skupině G20, zejména se Spojenými státy, s cílem dospět k ambiciózním řešením praktických otázek souvisejících s uvedením těchto požadavků do praxe. Patří k nim zejména úkol stanovit, které smlouvy lze považovat za standardizované pro zúčtování ústřední protistranou. Zatímco standardizované smlouvy by se měly stát normou, nestandardizované smlouvy by měly být pod důkladnějším dohledem příslušných orgánů.

4. OPERAČNÍ RIZIKO

Operační riziko souvisí se ztrátami, které vyplývají z nedostatků či selhání vnitřních procesů nebo z vnějších událostí, a zahrnuje právní riziko. Na trhu se objevily snahy operační riziko snížit. Například tržní praxe vedla k vytvoření standardní právní dokumentace na podstatné části trhu s deriváty. Účastníci trhu kromě toho postupně přešli na elektronické zpracování obchodů. Toto pokračující úsilí pravděpodobně podpoří povinné používání registrů údajů a stále častější využívání zúčtování ústřední protistranou. Tyto snahy povedou k větší standardizaci smluv v rámci elektronického zpracování a standardním právním podmínkám (aniž by byly ovlivněny hospodářské podmínky smluv), což rovněž usnadní zúčtování ústřední protistranou.

Komise se nicméně domnívá, že je třeba posílit pokračující snahy odvětví o snížení operačních rizik. Komise má proto úmyslu posoudit, zda není třeba vypracovat nový přístup k operačním rizikům v rámci směrnice o kapitálových požadavcích v zájmu urychlení standardizace smluv a elektronického zpracování.

Kromě toho je zapotřebí, aby účastníci trhu více spolupracovali. Komise proto bude i nadále vycházet z úspěchu, kterého dosáhla pracovní skupina pro deriváty, stanoví ambiciózní evropské cíle s pevnými termíny pro právní a procesní standardizaci a zároveň zajistí, že celosvětové úsilí patřičně zohlední evropské zvláštnosti tak, aby to i Evropě přineslo neomezené výhody.

5. TRANSPARENTNOST

Trhy s deriváty OTC byly zjevně poškozeny nedostatečnou transparentností cen, transakcí a pozic. Nedostatečná transparentnost, která ovlivňovala činnost regulačních orgánů a trhu, se měnila v závislosti na době a podle produktů, celkově však bránila regulačním orgánům v účinném dohledu nad trhy s deriváty, pokud jde o systémová rizika a zneužívání trhu. Účastníci trhu se v důsledku toho museli potýkat s potížemi při získávání spolehlivých cenových údajů, při posuzování rizik, oceňování pozic a vyhledávání nejlepšího způsobu provedení.

5.1. Registry obchodních údajů

Regulační orgány zabývající se systémovými riziky a finančními otázkami musí mít o trhu s deriváty naprostý přehled. Oznamování všech transakcí registrům obchodních údajů by proto mělo být povinné. Prostřednictvím těchto registrů lze regulačním orgánům přímo

poskytnout informace o obchodech, které jsou uzavírány na burze nebo zúčtovány ústřední protistranou. Komise navrhne právní předpisy platné pro registry obchodních údajů a nové oznamovací povinnosti pro účastníky trhu.

Registry budou mít pro novou strukturu trhu ústřední význam. Je proto třeba, aby se řídily platnými předpisy, které zajistí, že budou vedeny bezpečným, řádným a účinným způsobem. Právní předpisy by měly vytvořit pro činnost registrů obchodních údajů společný právní rámec a měly by se mimo jiné týkat požadavků na povolování a registraci, přístupu do registrů a účast v nich, zveřejňování údajů, kvality, aktuálnosti a ochrany údajů, přístupu k údajům, právní jistoty ohledně registrovaných smluv, správy a funkční spolehlivosti⁸.

Komise je toho názoru, že povolováním registrů obchodních údajů a dohledem nad nimi by měl být pověřen Evropský úřad pro cenné papíry a trhy (ESMA), protože registry poskytují své služby na evropské – ne-li celosvětové – úrovni. ESMA by také měl zodpovídat za povolování provozu registrů třetích zemí v EU na základě rozhodnutí Komise o rovnocennosti daných regulačních rámců a po bedlivém zvážení. Na recipročním základě by ESMA měl evropským regulačním orgánům zajistit neomezený přístup k veškerým informacím, které jsou ve světě dostupné. Pokud by takový přístup nebyl možný, Komise by podpořila vytvoření a činnost registrů obchodních údajů v rámci Evropy. ESMA tak bude především působit jako brána pro šíření informací o derivátech vnitrostátním regulačním orgánům pro finanční služby a regulačním orgánům pro jednotlivá odvětví⁹.

5.2. Obchodování na organizovaných trzích

Skupina G20 se dohodla, že „všechny standardizované smlouvy o derivátech OTC by podle potřeby měly být obchodovány na burzách nebo elektronických obchodních platformách“. V EU to znamená zajistit, aby obchody způsobilé pro obchodování na burze probíhaly v organizovaných obchodních systémech podle ustanovení směrnice o trzích finančních nástrojů¹⁰. Téměř všechny derivátové burzy využívají ústřední protistranu. Připojením obchodování na burze k zúčtování ústřední protistranou by se vyloučila bilaterální povaha uzavíraných obchodů, což by umožnilo větší přehled o cenách a objemech a otevřených zájmu a usnadnilo přístup na trh.

5.3. Transparentnost před uskutečněním obchodu a po něm

Obchodování v organizovaných systémech bude muset být provázeno posílením ustanovení použitelných na tyto systémy, zejména pokud jde o transparentnost obchodování. Harmonizace požadavků týkajících se transparentnosti před obchodováním a po něm na zveřejňování obchodů souvisejících cen a objemů v různých organizovaných systémech musí být pečlivě zvážena, a to i v případě trhů OTC. Stane se klíčem k odstranění mezer v rámci

⁸ Iniciativu směřující k naplnění tohoto cíle zahájilo fórum regulačních orgánů pro deriváty OTC.

⁹ Na některých trzích s komoditními deriváty (např. s elektrickou energií a plynem) je obzvláště nutné zabývat se vzájemnou závislostí spotových trhů a derivátových trhů. Hlavním úkolem ESMA jako brány bude zajistit, aby na registry dohlížel jeden hlavní regulační orgán, což je důležité pro jejich účinnost. Tím se rovněž zajistí, že regulační orgány pro jednotlivá odvětví budou moci potřebné informace získávat jednoduše z jednoho přístupového místa. Protože nejdůležitějším účelem zavedení povinných registrů obchodních údajů je finanční stabilita, dozorové struktury pro spotové komoditní trhy mohou být stanoveny jiným způsobem.

¹⁰ To jest regulovaném trhu, mnohostranných systémech obchodování nebo v systému systematických internalizátorů.

obchodních systémů a zajištění plného pokrytí derivátů. Tím se bude zabývat přezkum směrnice o trzích finančních nástrojů v roce 2010.

Bude třeba změřit rozsah zvýšených povinností v souvislosti s transparentností, aby se zmírnily veškeré nepřiměřené negativní vedlejší účinky na likviditu a neúměrné administrativní náklady.

Skupina G20 se kromě toho na svém setkání v Pittsburghu dohodla, že je třeba „pro řešení nepřiměřeně kolísajících cen komodit zlepšit regulaci, fungování a transparentnost finančních a komoditních trhů“. Finanční nařízení bude změněno v rámci snah zajistit, aby si trhy s deriváty na zemědělské produkty v EU zachovaly svůj původní účel zjišťování a určování cen jako nástrojů k vyrovnaní se s kolísavostí cen¹¹. Tato opatření budou zavedena současně s požadavky transparentnosti pro všechny trhy s deriváty (a možná i pro jiné neakciové trhy), konkrétně jako součást přezkumu směrnice o trzích finančních nástrojů.

Pokud jde o trhy EU s elektrickou energií a plynem, Komise v roce 2010 v rámci komplexního souboru opatření pro integritu trhu předloží návrhy zajišťující zveřejňování velkoobchodních transakcí i na spotových trzích, aby se zlepšilo určování cen, přístup na trh a celková důvěra veřejnosti¹².

6. INTEGRITA TRHU A DOHLED

V souladu se závěry skupiny G20 se v EU již uplatňují různá opatření k posílení integrity na trzích s deriváty.

Přezkum směrnice o zneužívání trhu v roce 2010 rozšíří příslušná ustanovení tak, aby se vztahovala na deriváty v celém rozsahu. Evropští regulátoři trhů s cennými papíry dosáhli pokroku ve vyžadování zpráv o transakcích s deriváty OTC. V souvislosti s úsilím uvést do souladu předpisy platné pro fyzické i finanční trhy s energiemi se plánuje návrh na dohled nad spotovými trhy s elektrickou energií a plynem na úrovni EU vypracovaný tak, aby odpovídal konkrétním podmínkám a zajistil transparentnost a integritu trhu. Komise podobným způsobem do konce roku 2010 prověří, zda je trh s emisními povolenkami dostatečně chráněn před obchodováním zasvěcených osob a manipulací s trhem, a případně předloží návrhy s cílem tuto ochranu zajistit¹³. Kromě toho se v oblasti zemědělství plánuje komplexnější podávání zpráv o transakcích a pozicích finančním regulačním orgánům pro obchodování s deriváty.

Ke konci spěje rovněž přezkum směrnice o trzích finančních nástrojů týkající se výjimek pro některé obchodní společnosti obchodující s komoditními deriváty. Na tyto společnosti se nevztahují ustanovení směrnice o trzích finančních nástrojů, včetně požadavků na povolování a provoz, podávání zpráv a pravidel chování. Při koncipování závěrů budou zohledněna

¹¹ Komise se chystá těmito otázkami dále zabývat v připravovaném sdělení o lepším fungování řetězce zásobování potravinami Evropě.

¹² V lednu 2009 Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry (CESR) a skupina evropských regulačních orgánů pro elektroenergetiku a plynárenství (ERGEG) doporučily Komisi, aby vypracovala konkrétní ustanovení pro transparentnost obchodu s elektrickou energií a plynem jako součást snah o zlepšení přístupu na trh a určování cen.

¹³ Ustanovení čl. 12 odst. 1a směrnice 2003/87/ES ve znění pozdějších předpisů.

zjištění, k nimž se dospělo v průběhu konzultací¹⁴, i nejnovější vývoj, který si žádá regulaci finančních trhů, jež by se týkala všech příslušných účastníků trhu.

Komise rovněž zamýšlí navrhnout pravidla umožňující regulačním orgánům stanovit limity pozic s cílem zabránit nepřiměřeným pohybům cen nebo koncentracím spekulativních pozic¹⁵.

¹⁴ Viz například doporučení Evropského výboru orgánů bankovního dohledu a Evropského výboru regulátorů trhů s cennými papíry (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) a Evropské skupiny odborníků pro trhy s cennými papíry

¹⁵ (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf).
To platí zejména pro komoditní trhy. Viz např. poznámka pod čarou č. 11.

7. SHRNUTÍ

Komise zastává názor, že tato opatření umožní přechod od modelu založeného na tradičním názoru, že deriváty jsou finanční nástroj pro profesionální použití a že pro jeho kontrolu stačí jen lehká regulace, k přístupu, podle něhož jsou ceny rizik určovány řádným způsobem. Obecný přístup sníží možnost vzniku mezer a regulatorní arbitráže.

Níže uvedená tabulka shrnuje konkrétní opatření politiky navržená výše. Komise nyní zahájí proces navrhování právních předpisů, především tím, že zahájí posuzování dopadů, aby mohla v roce 2010 předložit ambiciózní právní předpisy k regulaci derivátů. Při vypracovávání konečného znění těchto návrhů bude Komise úzce spolupracovat se všemi zúčastněnými stranami v EU i se svými partnery po celém světě. Pouze díky společnému úsilí budeme moci položit základ skutečně efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty.

Budoucí opatření politiky k zajištění efektivních, bezpečných a stabilních trhů s deriváty

Cíl	Navrhovaná opatření	Období
Snížit úvěrové riziko protistrany – posílit zúčtování	1) Navrhnout právní předpisy pro ústřední protistrany, týkající se: a) požadavků na bezpečnost (např. pravidel chování, správy, řízení rizik, právní ochrany zajištění a pozic); b) povolení/zrušení povolení a dohled nad ústředními protistranami; c) povinného zúčtování standardizovaných derivátů ústřední protistranou.	polovina roku 2010
	2) Změnit směrnici o kapitálových požadavcích s cílem: a) uložit finančním podnikům povinnost uvádět počáteční a variační marži; b) výrazně ve směrnici odlišit kapitálové požadavky kladené na smlouvy zúčtované ústřední protistranou a na smlouvy nezúčtované ústřední protistranou.	konec roku 2010
Snížit operační rizika – standardizace	(3) Posoudit, zda není třeba vypracovat nový přístup k operačním rizikům v rámci směrnice o kapitálových požadavcích v zájmu urychlení standardizace smluv a elektronického zpracování.	konec roku 2010
	(4) Spolupracovat s odvětvím s cílem zvýšit standardizaci právních režimů a procesů.	průběžně
Zvýšit transparentnost – registry obchodních údajů	(5) Navrhnout právní předpisy pro registry obchodních údajů;	polovina roku 2010
	(a) regulovat registry obchodních	

	údajů; (b) stanovit povinnost oznamovat transakce s deriváty OTC registrům obchodních údajů.	
Zvýšit transparentnost – obchodování	(6) Změnit směrnici o trzích finančních nástrojů tak, aby obsahovala požadavek oznamování transakcí a pozic, které se bude připravovat ve spolupráci s ústředními protistranami a registry obchodních údajů. (7) Zajistit obchodování se standardizovanými smlouvami v organizovaných obchodních systémech podle směrnice o trzích finančních nástrojů. (8) Posílit ve směrnici o trzích finančních nástrojů transparentnost obchodování a cen ve všech systémech a podle potřeby i na trzích OTC. (9) Dokončit přezkum výjimek ze směrnice o trzích finančních nástrojů pro komoditní společnosti.	konec roku 2010
Zlepšit integritu trhů	(10) Rozšířit směrnici o zneužívání trhu na deriváty OTC. (11) Udělit ve směrnici o trzích finančních nástrojů regulačním orgánům právo stanovit limity pozic.	konec roku 2010