

Stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru k návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů

(KOM(2010) 484 v konečném znění – 2010/0250 (COD))

(2011/C 54/14)

Hlavní zpravodaj: **pan IOZIA**

Dne 13. října 2010 se Rada a dne 7. října 2010 Evropský parlament, v souladu s článkem 114 Smlouvy o fungování Evropské unie, rozhodly konzultovat Evropský hospodářský a sociální výbor ve věci

Návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů

KOM(2010) 484 v konečném znění – 2010/0250 (COD).

Dne 20. října 2010 předsednictvo Výboru pověřilo specializovanou sekci Jednotný trh, výroba a spotřeba přípravou podkladů Výboru na toto téma.

Vzhledem k naléhavé povaze práce jmenoval Evropský hospodářský a sociální výbor na 467. plenárním zasedání, které se konalo ve dnech 8. a 9. prosince 2010 (jednání dne 8. prosince), pana IOZIU hlavním zpravodajem a přijal následující stanovisko 144 hlasy pro, 4 hlasy byly proti a 6 členů se zdrželo hlasování.

1. Závěry a doporučení

1.1 Podle Banky pro mezinárodní platby (BIS) činila pomyslná hodnota derivátů ke konci roku 2009 přibližně 615 tisíc miliard USD (615 000 000 000 000), což je více než desetinásobek celosvětového HDP. Zisky z těchto derivátů pro banky by v roce 2010 měly činit 150 miliard dolarů. 40 % těchto příjmů pochází z neregulovaných trhů (mimoburzovních trhů). Podle nedávné studie velké světové bankovní skupiny budou mít reformy, které budou provedeny na mimoburzovních trzích v Evropě a v Americe, za následek pokles zisků přinejmenším o 15 miliard dolarů.

1.2 EHSV vítá návrh nařízení o derivátech, neregulovaných trzích, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů a souhlasí s tím, co prohlásil komisař Barnier: „Finanční trhy si již nemohou dovolit být Divokým západem. OTC deriváty mají značný dopad na reálnou ekonomiku, od úvěrů až po ceny potravin. Chybějící právní rámec pro OTC deriváty přispěl k finanční krizi a jejím dramatickým důsledkům, které nyní všichni pociťujeme.“

1.3 Rozhodnutí použít k úpravě této problematiky formu nařízení je patřičné a je v souladu s nutností zavést obecné a stejné povinnosti pro všechny subjekty v tomto odvětví.

1.4 EHSV souhlasí s návrhem Komise obchodovat se standardizovanými deriváty prostřednictvím ústředních protistran a zajistit, aby ústřední protistrany, které převezmou větší riziko, podléhaly jednotným obezřetnostním normám. Tato myšlenka se již objevila v předchozím stanovisku EHSV: „Mimoburzovní trhy

(OTC) by neměly být otevřeny dvoustranným obchodům, ale měly by se realizovat výhradně prostřednictvím centrální protistrany, jež může díky dohlázení na míru celkového rizika omezit přístup k transakcím subjektům vystaveným přílišnému riziku. Obchody by měly probíhat na jednotné platformě nebo nanejvýše na vymezeném souboru platform, čímž by se zlepšila transparentnost trhů.“

1.5 EHSV hodnotí velmi kladně rozhodnutí pověřit vnitrostátní orgány společně s Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA) dohledem nad trhy s OTC deriváty (které se obchodují mimo burzu), určováním různých druhů derivátů, které musí být obchodovány ústředně, vydáváním, odebráním či úpravou povolení ústředním protistranám a podobnou funkcí vůči registrům obchodních údajů.

1.6 EHSV považuje za nezbytné zintenzivnit spolupráci mezi ESMA a vnitrostátními orgány, které budou zcela jistě vyzvány, aby přispěly svým dílem zkušeností a znalostí místních trhů, a které budou muset usnadnit proces postupné interoperability ústředních protistran na základě zhodnocení jejich úrovně znalostí, jejich vnitřní organizace a schopnosti čelit rizikům. Prozatím panuje názor, že by bylo účelné omezit interoperabilitu na finanční nástroje obchodované v hotovosti.

1.7 Návrh nařízení de facto uplatňuje doporučení Rady pro finanční stabilitu rozšířit služby ústředních protistran na standardizované OTC deriváty. Skupina G-20 rozhodla, že nejpozději do konce roku 2012 budou tyto smlouvy muset být obchodovány na trzích nebo elektronických obchodních platformách a zúčtovány prostřednictvím ústředních protistran. Smlouvy o OTC derivátech budou muset být zaneseny v registrech obchodních údajů (*trade repositories*).

1.8 Na mezinárodní úrovni zahájila společná pracovní skupina CPSS-IOSCO v únoru 2010 celkový přezkum norem pro tržní infrastruktury, tj. platební systémy, systémy vypořádání obchodů s cennými papíry a ústřední protistrany. Cílem je aktualizace platných zásad a doporučení a jejich posílení ve světle poučení se z nedávné finanční krize. Prvním význačným výsledkem bylo zveřejnění zprávy *Considerations for trade repositories in OTC derivatives market* v květnu 2010. Co se týče úlohy ústředních protistran, již v březnu 2004 předložil technický výbor účelná doporučení, ta však bohužel nebyla vyslyšena.

1.9 Návrh Komise se nezmiňuje o zvláštním předpisu o swapech úvěrového selhání (CDS). EHSV doufá, že i ty budou brzy právně upraveny a od 1. července 2012 budou spolu s krátkými prodeji (*short selling*) podléhat přísné regulaci, zatímco v případě derivátů tomu bude od konce roku 2012.

1.10 V říjnu 2009 Komise zveřejnila sdělení o budoucích opatřeních, která budou přijata v zájmu regulace trhu s deriváty. Cílem je zvýšit transparentnost, snížit operační rizika díky normalizaci a rozvíjet trhy standardizovaných smluv na základě včasné změny směrnice o trzích finančních nástrojů.

1.11 EHSV je přesvědčen, že navržená opatření by mohla zvýšit transparentnost trhů díky rostoucímu významu registrů obchodních údajů, snížit úvěrové riziko protistrany díky postupnému zvyšování počtu transakcí, které budou regulovat ústřední protistrany, které musí zase dodržovat přísnější předpisy v oblasti správy, vnitřní organizace a kapitálových požadavků, a snížit operační riziko díky uplatňování elektronických postupů při validaci podmínek ve smlouvách o OTC derivátech.

1.12 EHSV souhlasí jak s návrhem ústředních protistran, tak i s omezením na krátký prodej. Zjednat transparentnost při transakcích, přimět účastníky a protistrany převzít odpovědnost a zamezit spekulacím jsou nevyhnutelné cíle, které Komise úspěšně sleduje a přijímá za tímto účelem opatření k napravení (alespoň částečnému) nedostatečné právní úpravy, jež přispěla k finanční krizi.

1.13 EHSV nicméně připomíná, že jsou zde rizika spojená například s nepřiměřeným zdůrazňováním přínosu, který mohou mít ústřední protistrany v krátkodobém horizontu pro trhy se swapy úvěrového selhání, a ta nelze podceňovat. Dalším faktorem, který se nesmí podceňovat, je konkurenční povaha různých ústředních protistran při zúčtování a v celém roztržštěném procesu a také riziko omezení škály dostupných nástrojů a zvýšení transakčních nákladů souvisejících s finančními aktivitami.

1.13.1 V zájmu účinného předcházení těmto rizikům by měly být pečlivě přezkoumány zejména otázky interoperability ústředních protistran, důvěrnosti při výměně informací, koncentrace shromažďovaných informací a ohlašovací povinnosti u ústředních protistran a zapojení klientů do správy ústředních protistran.

1.14 EHSV evropským institucím doporučuje:

- co nejdříve přijmout nařízení o trhu s OTC deriváty, které by obnovilo důvěru v trhy a nezaujatost vůči nim a chránilo střadatele,
- dokončit nový předpis o derivátech, v souladu s plány Komise,
- zajistit a urychlit dokončení celé institucionální a právní struktury týkající se reformy regulace finančních trhů.

2. Návrh Komise

2.1 Skupina G-20 opakovaně stvrdila svůj závazek urychlit přijímání důrazných opatření na zlepšení transparentnosti a napravení nedostatečné právní úpravy OTC derivátů.

2.2 Návrh nařízení odkazuje na četná opatření navržená v usnesení Evropského parlamentu ze dne 15. června 2010 (*Trhy s deriváty: budoucí opatření politiky*) a je v souladu s předpisy přijatými nedávno ve Spojených státech, s tzv. *Frankovým a Doddovým zákonem*.

2.3 Co se týče zúčtování, ohlašování a snižování rizika pro smlouvy o OTC derivátech, je zúčtování prostřednictvím ústředních protistran stanoveno pouze pro „standardizované“ smlouvy o OTC. Za účelem zajištění toho, aby bylo do mechanismu povinného zúčtování zahrnuto co nejvíce OTC derivátů, proto v nařízení byly zavedeny dva přístupy k určení toho, které smlouvy musí být zúčtovány.

2.4 První přístup – *zdola nahoru* – stanoví, že ústřední protistrana obdrží od příslušného orgánu povolení přijmout rozhodnutí o zúčtování určitých typů smluv. Po obdržení tohoto povolení musí příslušný orgán informovat ESMA, jenž pak bude moci rozhodnout, zda se zúčtovací povinnost použije na všechny obdobné smlouvy v EU.

2.5 Druhý přístup – *shora dolů* – umožní určit ty smlouvy, které ústřední protistrana nezúčtovala. Tento druhý přístup de facto stanoví, že ESMA spolu s *Evropským výběrem pro systémová rizika* (ESRB) určí smlouvy, které jsou potenciálně způsobilé k povinnému zúčtování. Protistrany podléhající zúčtovací povinnosti musí využít služeb ústředních protistran.

2.6 Nařízení se v zásadě nepoužije na nefinanční subjekty (společnosti), ledaže by jejich pozice v OTC derivátech dosáhla určitého prahu a byly považovány za systémově významné.

2.7 Nařízení stanoví proces umožňující určit nefinanční instituce se systémově významnými pozicemi v OTC derivátech a ukládá jim specifické povinnosti. Proces vychází z vymezení dvou prahů: a) informačního prahu a b) zúčtovacího prahu.

2.8 Nařízení tedy vyžaduje používání elektronických prostředků a existenci postupů řízení rizik. A konečně, finanční protistrany a nefinanční protistrany, jež překročí zúčtovací práh, musí ohlásit údaje o každé derivátové smlouvě a každou její následnou změnu registru obchodních údajů.

3. Požadavky kladené na ústřední protistrany

3.1 Ústřední protistrany musí převzít další rizika, a proto nařízení požaduje, aby z bezpečnostních důvodů podléhaly přísným požadavkům na organizaci a obezřetnostním požadavkům (pravidla vnitřní organizace, zvýšené kapitálové požadavky atd.).

3.2 Ústřední protistrany musí mít spolehlivé řídicí systémy, které musí zohledňovat veškeré potenciální střety zájmů mezi vlastníky, vedením, zúčtujícími členy a nepřímými účastníky. Zvláště významná je úloha členů nezávislé rady. Dále se od ústřední protistrany k udělení povolení výkonu činností požaduje, aby měla minimální objem základního kapitálu. Nařízení bude vyžadovat, aby ústřední protistrana měla fond pro riziko selhání, do kterého budou muset přispívat členové ústřední protistrany.

4. Vydávání povolení a dohled nad registry obchodních údajů

4.1 Nařízení stanoví informační povinnost pro transakce s OTC deriváty s cílem zvýšit transparentnost tohoto trhu. Informace musí být předány registrům obchodních údajů. Registry obchodních údajů se budou zapisovat u ESMA, který na ně bude dohlížet.

4.2 Nařízení také obsahuje ustanovení pro registry obchodních údajů, která zaručí, že budou dodržovat soubor norem. Jejich účelem je zaručit, že informace, které budou mít registry obchodních údajů k dispozici pro regulační účely, budou spolehlivé, jisté a chráněné. Registry obchodních údajů budou zejména podléhat organizačním a provozním požadavkům, které zajistí vhodné zabezpečení.

5. Připomínky EHSV

5.1 Infrastruktura trhů s cennými papíry ukázala závažné nedostatky v řízení úvěrového rizika protistrany a v transparentnosti obchodování na trzích s OTC (over-the-counter) deriváty, zejména co se týče swapů úvěrového selhání, jež byly označeny za viníky „velké recese“.

5.2 Tyto „atypické“ smlouvy přispěly ke sníženému vnímání rizika a k rozšíření současné krize a tvrdě zasáhly instituce, které je vydávaly, a tudíž i koncové střadatele. V neposlední řadě, pokud jde o emitenty, spekulativní činnost bank spočívající v tom, že prodávaly „nekryté“ (tzn. nezajištěné) CDS, měla za následek zvýšení sazeb a tedy i finanční zátěže emitentů, což rovněž přispělo k jejich krachu.

5.3 Proto byly CDS označeny za „olověné padáky“, čili za potenciální smrtelnou hrozbu pro celosvětový finanční systém. Jediným v praxi možným řešením bylo nedovolit krach institucí a rekapitalizovat je z veřejných zdrojů, a tak je zestátnit. Toto opatření pouze způsobilo nevyhnutelné zvýšení veřejného dluhu a přesunulo problém a rizika z bank na příslušné země, což se v eurozóně projevilo masivními otřesy na devizových trzích a donutilo všechny členské státy přijmout přísná úsporná opatření, která přispěla ke zpomalení mdlé hospodářské obnovy.

5.4 *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) v USA účelově zřídila příslušnou společnost (*The Warehouse Trust Company, LLC*) oprávněnou jednat jako registr obchodních údajů a registrovat smlouvy o CDS. Federální vláda zahájila reformu předpisů o obchodování s OTC deriváty, která zamýšlí zavést povinnost využívat pro standardizované smlouvy ústřední protistrany a uskutečňovat obchody na regulovaných trzích či organizovaných platformách.

5.5 V Evropě připravuje Evropská komise návrh právního předpisu o infrastruktuře evropských finančních trhů, jehož cílem je zvýšit transparentnost a stabilitu trhu s OTC deriváty. Plánovaná opatření jsou v souladu s návrhem USA, neboť se má – a to je důležité – předejít regulatorním arbitrážím.

5.6 EHSV chce rovněž varovat ohledně některých rizik spojených s navrženými opatřeními na trhu s deriváty. Za kolaps finančních trhů totiž nemohou pouze deriváty, neexistence ústředních protistran či zákaz krátkého prodeje.

5.7 Od 80. let 20. století se na finančních trzích rozmáhaly stále sofistikovanější deriváty, které zvyšovaly účinnost trhů a přibližovaly je ideálu dokončení trhů, tak jak je popsáno v ekonomické teorii. Následkem toho se zvýšila i složitost regulace, dohledu a dozoru a zmiňované reformní balíčky všechny usilovaly o získání větší kontroly nad trhy, což často snižovalo jejich vlastní účinnost.

5.8 Trh je tím účinnější, čím více se v ceně (nebo výnosu) cenného papíru odráží dostupné informace. V zájmu větší účinnosti trhu by tedy měl být podpořen oběh informací, aby tyto informace mohly být co nejrychleji započteny do ceny cenných papírů. Je důležité vědět, jaké budou výhody a nevýhody z hlediska účinnosti.

5.9 V první řadě by se mohlo stát, že opatření na omezení škály dostupných finančních nástrojů, jako je omezení tzv. „nekrytých“ CDS nebo krátkého prodeje, nezvýší účinnost trhů. Omezení dostupných nástrojů totiž omezuje schopnost trhů zpracovat a šířit informace poskytované subjektům.

5.10 Samozřejmě lze diskutovat o výhodách nekrytých CDS, o tom, s jakými dodatečnými informacemi pracují ve srovnání s jinými nástroji, či o tom, jaký mají vliv na náklady financování. Zakázat je by však z hlediska účinnosti nepřineslo velký užitek. Omezení možnosti krátkého prodeje omezuje likviditu systému, a tedy i schopnost okamžité reakce na nově dostupné informace. Omezení obchodování s mimoburzovními cennými papíry v tom smyslu, že by subjekty byly nuceny obchodovat všechny deriváty na regulovaných trzích a za prostřednictvím zúčtovacích středisek, by navíc mohlo mít dvojí efekt.

5.11 Jednak by se přispělo ke zvýšení transparentnosti trhu (bylo by například jednodušší monitorovat objem a rizikovost cenných papírů v držení subjektů) a bylo by možné omezit – alespoň částečně – potenciální zdroje nestability. V případech finanční krize však zřejmě samotná transparentnost nestačí. Návrh Komise dává vnitrostátním regulačním orgánům jasnou pravomoc ve výjimečných situacích „dočasně“ omezit nebo zrušit zákaz krátkého prodeje jakýchkoli finančních nástrojů a dohodnout se s ESMA, jenž bude mít v každém případě možnost přímo zasáhnout, a to za předpokladu, že by a) buď bylo ohroženo řádné fungování trhů a jejich integrita nebo b) že by vnitrostátní regulační orgány nepřijaly žádná opatření nebo by přijatá opatření nebyla dostačující.

5.12 Na druhé straně zde nicméně opět hrozí, že bude omezena škála dostupných nástrojů a zvýší se transakční náklady související s finančními aktivitami. Trhy s deriváty typu futures jsou vysoce standardizovány a regulovány (neboť je důležité mít možnost sledovat ceny obchodovaných cenných papírů), zatímco trhy s forwardy (které se koncepčně podobají futures) jsou uzpůsobené potřebám protistran a umožňují subjektům nastavit vypořádání flexibilně. Tyto cenné papíry jsou málo standardizované a bylo by obtížné je zasadit do kontextu tradičního regulovaného trhu, aniž by tím byly omezeny možnosti investorů.

5.13 Ústřední protistrany se považují za nástroj, za „léčbu“, s jejíž pomocí lze usměrňovat systémové riziko, a za způsob, jak učinit trhy s OTC deriváty účinnějšími a transparentnějšími. Ústřední protistrany jsou bezesporu významným faktorem zlepšení rizika a účinnosti trhů a na trhu s deriváty kotovanými na burze jsou neodmyslitelnou součástí infrastruktury. Proto je domněnka, že ústřední protistrany přispějí i k vývoji trhu s OTC

deriváty, opodstatněná. Mnoho institucí a politiků však klade přílišný důraz na přínos, který mohou mít z krátkodobého hlediska ústřední protistrany pro trhy s CDS.

5.14 Ústřední protistrany totiž nelze považovat za řešení rizika protistrany a mohlo by se stát, že nebudou s to učinit trh účinnějším, vzhledem k situaci, v jaké se nyní nachází. V současných podmínkách, kdy v každém regionu existuje několik ústředních protistran v závislosti na tom, zda se jedná o úvěrové deriváty nebo o úrokové swapy, je možnost účinně využít doplňkové zajištění a snížit expozici vůči protistraně ohrožena. Ústřední protistrana může zúčtovat expozici na multilaterální bázi, ale pouze v regionu, vůči protistranám a v případě vhodného typu derivátu, pro něž je určena. To znamená, že nelze provést zúčtování mezi swapy úvěrového selhání a úrokovými swapy.

5.15 Bilaterální zúčtování expozic vůči více druhům OTC derivátů pouze s jednou protistranou, která není ústřední protistranou, může vést k účinnějšímu využívání zajištění. Dále je třeba mít na paměti, že deriváty budou pořád inovativními nástroji na míru a že bude existovat velké množství smluv, které ke zúčtování nebudou vhodné. Tyto pozice bude třeba vyrovnat prostřednictvím vhodného postupu řízení zajištění (nicméně ne přes ústřední protistrany), přičemž musí být zohledněno úvěrové riziko.

5.16 Ústřední protistrany přispívají ke zhodnocení a k rozložení a izolování rizika, které nesou jednotlivé subjekty. EHSV s tímto postojem souhlasí. Jejich popularita poroste a urychlí dokončení a transparentnost trhu, v důsledku čehož dojde v budoucnosti k žádoucímu rozšíření činností OTC.

5.17 Ústřední protistrany jsou však pouze jedním z článků pevné infrastruktury řízení rizik. Riziko protistrany odstraněno nebude a vzájemné riziko bude u pozic mimo ústřední protistrany i nadále třeba brát v úvahu.

5.18 Je třeba zohlednit v neposlední řadě i to, že existuje hodně společností, které neinvestují do systému řízení rizik spojených s jejich portfoliem derivátů. Tyto společnosti budou pravděpodobně i nadále očekávat, že je někdo zachrání i přesto, že řídí svá rizika naprosto neodpovídajícím způsobem.

V Bruselu dne 8. prosince 2010

Předseda
Evropského hospodářského a sociálního výboru
Staffan NILSSON