

CS

CS

CS



EVROPSKÁ KOMISE

V Bruselu dne 15.9.2010
SEK(2010) 1059

PRACOVNÍ DOKUMENT ÚTVARŮ KOMISE

SHRNUTÍ POSOUZENÍ DOPADŮ

Doprovodný dokument k

návrhu

**NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY
o trhu s OTC deriváty, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů**

{KOM(2010) 484 v konečném znění}
{SEK(2010) 1058}

Deriváty jsou významným stavebním kamenem moderních financí. V podstatě se jedná o finanční smlouvy, které usnadňují obchodování a přerozdělení rizik. Za svůj název vděčí skutečnosti, že se jejich hodnota derivuje, tedy odvozuje od podkladu, jako je cena finančního nástroje (např. akcie veřejně obchodované společnosti) nebo komodity (např. ropy). Jelikož přerozdělují riziko, lze je použít k pojištění (zajištění) proti konkrétnímu riziku, nebo naopak k podstoupení rizika (k investici či spekulaci). Lze je také použít k arbitráži mezi různými trhy.

Deriváty mohou sahát od derivátů (např. futures), které mají plně standardizované parametry, jako je pomyslná hodnota nebo splatnost, po deriváty (např. swapy), jež jsou plně přizpůsobeny zvláštním potřebám konkrétního uživatele. Typ derivátu obvykle také určuje, jak se derivát obchoduje: plně standardizované deriváty se obvykle obchodují na organizovaných obchodních místech, tj. na derivátových burzách, zatímco deriváty přizpůsobené na míru (neboli nestandardizované) se obchodují dvoustranně, tj. mimo burzu, nebo jak se obvykle říká, přes přepážku („*over-the-counter*“, OTC).

Finanční krize postavila trh s OTC deriváty do centra pozornosti regulačních orgánů. Události roku 2008, kdy v březnu téměř zkrachovala společnost Bear Sterns, 15. září zbankrotovala společnost Lehman Brothers a následující den získala nouzovou finanční pomoc společnost AIG, podtrhly nedostatky fungování tohoto trhu. V této souvislosti věnovaly regulační orgány zvláštní pozornost tomu, jakou úlohu hrály během krize swapy úvěrového selhání.

Od října 2008 Komise aktivně pracuje na řešení nedostatků, které krize vynesla na světlo. V krátkodobém horizontu se Komise zaměřila na trh se swapy úvěrového selhání a získala od významných obchodníků na trhu závazek, že začnou zúčtovávat transakce se swapy úvěrového selhání evropských referenčních emitentů přes ústřední protistranu. Ve střednědobém horizontu se zaměřila na hloubkový přezkum trhů s deriváty, který v červenci a říjnu 2009 vedl ke zveřejnění dvou sdělení o trzích s deriváty.

První sdělení se zabývalo úlohou, jakou deriváty sehrály ve finanční krizi, zkoumalo výhody a rizika spojená s trhy s deriváty a posuzovalo, jak lze zjištěná rizika snížit. Druhé sdělení uvádělo budoucí politická opatření, která hodlá Komise navrhnout za účelem zvýšení transparentnosti trhu s deriváty, snížení úvěrového rizika protistrany a operačního rizika při obchodování a zvýšení integrity trhu a dohledu nad trhem.

Tato zpráva o posouzení dopadů doprovází část návrhů oznámených Komisí, a to návrhy, které se zabývají zvýšením transparentnosti a snížením úvěrového rizika protistrany a operačního rizika prostřednictvím poobchodní infrastruktury trhu.

Transparentnost

Trh s OTC deriváty je ze své povahy neprůhledný. Je tomu tak proto, že OTC deriváty jsou soukromě sjednané smlouvy, a informace o nich jsou tedy obvykle dostupné pouze smluvním stranám.

Finanční krize zdůraznila nedostatek informací o pozicích a expozicích jednotlivých podniků, které obchodují s OTC deriváty. Na jedné straně tento nedostatek informací brání regulačním orgánům odhalit včas rizika, která vznikají v jednotlivých institucích i v systému jako celku. Také jim brání přesně posoudit důsledky selhání účastníka trhu, a tedy vhodně zareagovat, pokud by k tomuto selhání došlo (to zřetelně prokázal případ společnosti Lehman). Na druhé straně přizívuje podezření a nejistotu mezi účastníky trhu během krize.

Úvěrové riziko protistrany

Derivátové smlouvy vážou protistrany na dobu trvání smlouvy o OTC derivátech. Po dobu trvání smlouvy shromažďují protistrany proti sobě nároky, jelikož práva a povinnosti obsažené ve smlouvě se vyvíjejí s podkladem, od kterého je smlouva odvozena. Tak vzniká úvěrové riziko protistrany, tj. riziko, že protistrana možná nedostojí svým závazkům podle smlouvy, až nabudou splatnosti. Zúčtování je funkce, kterou se tato rizika řídí v čase. Může být prováděno centrálně, prostřednictvím ústřední protistrany, nebo dvoustranně. Ačkoliv se na trhu s OTC deriváty používají oba typy zúčtování, častější formou je zúčtování dvoustranné.

Krize zdůraznila, že úroveň úvěrového rizika protistrany spojeného s OTC deriváty je mnohem vyšší, než si účastníci trhu i regulační orgány dříve mysleli. Jinak řečeno, výše kolaterálu používaného ke zmírnění úvěrového rizika protistrany byla nedostatečná. Hlavní důvod spočívá v neadekvátním zajištění na trhu, kde probíhá dvoustranné zúčtování, a to buď proto, že někteří účastníci trhu nemusí k zajištění svých obchodů s OTC deriváty poskytovat kolaterál, nebo kvůli problémům spojeným s procesy řízení rizik účastníků trhu, kteří kolaterál poskytují.

Operační riziko

Obchod s OTC deriváty projde od okamžiku, kdy se dvě strany dohodnou, že budou obchodovat, do okamžiku, kdy je transakce potvrzena, několika kroky zpracování. Kromě toho je po dobu trvání smlouvy o OTC derivátech zapotřebí řídit několik událostí (např. správu kolaterálu a vypořádání plateb v hotovosti), které pramení ze smluvních práv a povinností.

Vzhledem k tomu, že trh s OTC deriváty umožňuje při vymezování hospodářských a právních podmínek derivátových smluv vysoký stupeň pružnosti, existuje řada vysoce nestandardizovaných a složitých smluv. Tyto smlouvy stále v mnoha fázích zpracování vyžadují značné manuální zásahy. To zvyšuje operační riziko, může to vést k právnímu riziku, může dojít k omezení transparentnosti, a dokonce to může vést ke zvýšení úvěrového rizika protistrany.

Cíle

Cílem tohoto posouzení dopadů je zabývat se možnostmi nalezení řešení výše uvedených problémů na úrovni Společenství. Obecným cílem je snížit systémové riziko a zvýšit tak bezpečnost a účinnost trhu s OTC deriváty. Jak bylo uvedeno dříve, dosažení tohoto obecného cíle vyžaduje uskutečnění tří konkrétních politických cílů, a to i) zvýšení transparentnosti, ii) snížení úvěrového rizika protistrany a iii) snížení operačního rizika spojeného s OTC deriváty. Jelikož jsou tyto cíle stále dost široké, musí být vymezeny operativnější cíle:

1. Získat úplné a komplexní informace o pozicích OTC derivátů;
2. zvýšit využívání ústřední protistrany k zúčtování;
3. zlepšit postupy dvoustranného zúčtování;
4. zvýšit standardizaci smluv o OTC derivátech.

Upřednostňovaná politická možnost (možnosti) a politický nástroj (nástroje)

Posouzení dopadů dále analyzuje dopady každé případné politické možnosti spojené s výše uvedenými operativními cíli a porovnává je se základním scénářem, aby bylo možné určit nejvhodnější postup. Na základě této analýzy dospělo posouzení dopadů k závěru, že největších čistých přínosů by se dosáhlo přijetím opatření, která by:

1. vyžadovala, aby účastníci trhu předávali všechny potřebné informace o svých portfoliích OTC derivátů registru obchodních údajů, nebo pokud by to nebylo možné, přímo regulačním orgánům; vyžadovala zveřejňování souhrnné informace o pozicích;
2. vyžadovala u OTC derivátů, které splňují předem vymezená kritéria způsobilosti, využití ústřední protistrany k zúčtování;
3. stanovila konkrétní cíle pro dvoustranné zúčtování transakcí s OTC deriváty a
4. stanovila konkrétní cíle pro právní a procesní standardizaci.

Vzhledem k upřednostňovaným možnostem a k nutnosti zajistit, aby se legislativní rámec používal v celé EU s naprosto totožným rozsahem působnosti bez připojování dalších požadavků, a aniž by vnitrostátním zákonodárcům byly ponechány zbytkové pravomoci, se za nejvhodnější politický nástroj k dosažení požadovaných cílů považuje nařízení.

Poobchodní infrastruktura trhu

Rozhodnutí vyžadovat využívání ústředních protistran a registrů obchodních údajů dále zvýší systémový význam ústředních protistran a poskytne systémovou úlohu registrům (pokud ji ještě nezastávají). Vzniká tak povinnost zajistit, aby tato infrastruktura byla bezpečná a spolehlivá, aby se zabránilo situaci, ve které by její využití systémové riziko zvýšilo, a nikoliv snížilo. Má-li být dosaženo tohoto cíle, posouzení dopadů uznává, že je zapotřebí zabývat se nevyřešenými otázkami, které byly zjištěny v souvislosti s fungováním ústředních protistran a registrů obchodních údajů.

Ústřední protistrany

Ústřední protistrana je vymezena jako subjekt, který se vloží mezi protistrany kontraktů obchodovaných na jednom či na několika finančních trzích a stane se tak kupujícím pro každého prodávajícího a prodávajícím pro každého kupujícího. Vzhledem ke své ústřední úloze na trhu ústřední protistrana obvykle nenese žádné tržní riziko (to stále nesou původní strany). Jako protistrana každé pozice však ústřední protistrana nese úvěrové riziko v případě, že jedna z jejích protistran selže. Podobně protistrany ústřední protistrany nesou úvěrové riziko, že by mohla selhat ústřední protistrana. Ústřední protistrana zmírňuje expozici úvěrového rizika protistrany řadou posilujících mechanismů, obvykle včetně omezení přístupu, nástrojů řízení rizik (jako je zajištění) a vzájemného rozložení ztrát. Tyto mechanismy jsou společně známy jako „model vodopádu rizik“ ústřední protistrany.

Díky úloze zmírňování rizika, kterou hrají, jsou ústřední protistrany životně důležitou složkou trhu, jemuž slouží. Jejich selhání tedy může mít následky pro celý systém. Vzhledem ke své systémově významné úloze podléhají ústřední protistrany přísné regulaci. V EU jsou ústřední protistrany regulovány na vnitrostátní úrovni. Protože se pravidla pro regulaci ústředních protistran v jednotlivých členských státech liší, je přeshraniční poskytování služeb ústředních protistran v důsledku různých podmínek nákladnější a potenciálně méně bezpečné, než by bylo žádoucí, a představuje překážku integrace finančního trhu EU.

Vzhledem k tomu zvažovala Komise v roce 2006 možnost zavedení právních předpisů EU pro ústřední protistrany, ale zavrhla ji a místo toho zvolila kombinaci samoregulace dotčeného odvětví (vyzvala odvětví, aby se dohodlo na kodexu chování) a spolupráce členských států (vyzvala k plnění doporučení ESCB-CESR pro ústřední protistrany), která měla zajistit bezpečnější a účinnější poskytování služeb ústředních protistran v EU.

Od té doby se ukázalo, že přístup zvolený Komisí nebude k odstranění problémů spojených s ústředními protistranami postačovat, částečně kvůli nedostatkům samotného přístupu a částečně kvůli vzniku nových problémů. Nedostatky samotného přístupu spočívají hlavně v tom, že doporučení nemohou, pokud jde o harmonizaci, dosáhnout týchž výsledků jako právní předpisy na úrovni EU. Nové problémy zahrnují překážky vytváření vazeb, vznik nebezpečí hospodářské soutěže ohledně rizika mezi ústředními protistranami a problém s přenositelností kolaterálu v prostředí ústředních protistran.

S ohledem na výše uvedené problémy se posouzení dopadů zabývá možnými způsoby zvýšení bezpečnosti a účinnosti poobchodní infrastruktury v EU a ochrany investorů. Za tímto účelem uvádí čtyři konkrétní cíle, a to i) zvýšit bezpečnost ústředních protistran, ii) vytvořit rovné podmínky pro poskytování služeb ústředních protistran, iii) usnadnit vytváření vazeb mezi ústředními protistranami a iv) poskytnout další pojistky pro účastníky trhu, kteří mají k ústředním protistranám nepřímý přístup. Výše uvedené konkrétní cíle vyžadují dosažení těchto operativních cílů:

1. odstranit překážky přeshraničního poskytování služeb ústředních protistran;
2. odstranit překážky vytváření vazeb mezi ústředními protistranami;
3. zabránit ústředním protistranám v soutěžení ohledně rizika a
4. usnadnit přenositelnost klientských pozic a souvisejících marží.

Posouzení dopadů dále analyzuje dopady každé případné politické možnosti spojené s výše uvedenými operativními cíli a porovnává je se základním scénářem s cílem určit nejvhodnější postup. Na základě této analýzy dospělo posouzení dopadů k závěru, že největších čistých přínosů by se dosáhlo přijetím opatření, která by:

1. zavedla pro služby ústředních protistran pas, který by se opíral o vnitrostátní povolení a dohled nad ústředními protistranami, s posílenou úlohou pro kolegium orgánů dohledu;
2. zavedla společné požadavky a postupy pro ustavení práva ústředních protistran na interoperabilitu za předpokladu, že jsou řešena rizika a že propojení schválí příslušné orgány;
3. zavedla pro ústřední protistrany společné přísné normy ve věci rizika a
4. vyžadovala, aby ústřední protistrany nabízely nepřímým účastníkům možnost uložit si marže na oddělené (souhrnné nebo výsledkové) účty a zároveň umožnily nepřímým účastníkům vybrat si, zda nabídku využijí.

I v tomto případě se za nejvhodnější politický nástroj k dosažení požadovaných cílů považuje nařízení.

Registry obchodních údajů

Registr obchodních údajů je centralizovaný registr, který vede elektronickou databázi veřejných záznamů transakcí s OTC deriváty (smluv). Kromě této základní činnosti se registr obchodních údajů může také zabývat jinými službami, například řízením smluvních událostí a službami zpracování obchodů. Jsou velmi čerstvým přírůstkem do rodiny infrastruktur trhů (první registr byl spuštěn na konci roku 2006) a až donedávna nebyly regulovány. Prvořadým veřejným politickým přínosem registru obchodních údajů je větší transparentnost, kterou umožňuje jeho evidenční funkce a ucelenost informací, jež uchovává.

Hlavní problém, který během krize nastal, se týkal rychlosti, s jakou regulační orgány měly přístup k informacím uchovávaným v registru obchodních údajů o úvěrových derivátech (jediný registr obchodních údajů, jenž v té době existoval). Se systémovou úlohou, kterou registry obchodních údajů díky zpravodajské povinnosti získají, bude otázka přístupu regulačních orgánů k informacím ještě důležitější. Kvůli zpravodajské povinnosti bude navíc zapotřebí vyřešit několik dalších aspektů činnosti registru obchodních údajů.

Posouzení dopadů se zabývá způsoby, jak zajistit bezpečné, spolehlivé a účinné registry obchodních údajů, které budou poskytovat podklady potřebné ke splnění zpravodajské povinnosti, a jak zabezpečit, aby příslušné orgány měly potřebné informace k plnění svých povinností. Má-li být dosaženo tohoto obecného cíle, uvádí posouzení dopadů konkrétnější politické cíle, a to i) zajistit bezpečnost a ucelenost údajů uchovávaných v registru obchodních údajů, ii) vytvořit rovné podmínky pro všechny v oblasti poskytování služeb registrů obchodních údajů a iii) zajistit, aby příslušné orgány měly k informacím uchovávaným v registrech obchodních údajů neomezený přístup. Posouzení dopadů pak specifikuje jediný operativní cíl, a to zavedení společných pravidel, která upravují činnosti registrů obchodních údajů.

Posouzení dopadů dále analyzuje dopady každé případné politické možnosti spojené s výše uvedenými operativními cíli a porovnává je se základním scénářem, aby bylo možné určit nejvhodnější postup. Na základě této analýzy dospělo posouzení dopadů k závěru, že největších čistých přínosů by bylo dosaženo přijetím právních předpisů, které upravují činnosti registrů obchodních údajů registrovaných a dozorovaných na úrovni EU Evropským úřadem pro cenné papíry (dále jen „ESMA“).

I v tomto případě se za nejvhodnější politický nástroj k dosažení požadovaných cílů považuje nařízení.