

LT

LT

LT



EUROPOS BENDRIJŲ KOMISIJA

Briuselis, 2009.7.3
KOM(2009) 332 galutinis

KOMISIJOS KOMUNIKATAS

Veiksmingų, saugių ir patikimų išvestinių finansinių priemonių rinkų užtikrinimas

{SEK(2009) 905 galutinis}
{SEK(2009) 914 galutinis}

KOMISIJOS KOMUNIKATAS

Veiksmingų, saugių ir patikimų išvestinių finansinių priemonių rinkų užtikrinimas

(Tekstas svarbus EEE)

1. ĮVADAS

Dėl dabartinės finansų krizės išvestinės finansinės priemonės atsidūrė teisėkūros institucijų dėmesio centre. „Bear Sterns“ nuosmukis 2008 m. kovo mėn., „Lehman Brothers“ bankrotas 2008 m. rugsėjo 15 d. ir finansinė parama AIG gelbstint nuo bankroto rugsėjo 16 d. išryškino reikšmingą apskritai finansinių išvestinių priemonių ir konkrečiai kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių vaidmenį.

Apskritai sutariama dėl finansinių išvestinių priemonių rinkų privalumų ir trūkumų, atskleistų per finansų krizę. Jacques'o de Larosière'o vadovaujamos aukšto lygio darbo grupės ataskaitoje pateikta informacija apie riziką, susijusią su sparčiai išplitusiu kredito išvestinių finansinių priemonių naudojimu, ir pabrėžta, kad reikia spręsti per mažo skaidrumo rinkoje problemą. Šiuo tikslu ataskaitoje rekomenduojama imtis veiksmų supaprastinti ir standartizuoti ne biržos išvestines finansines priemones ir įvesti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą. G20 šalių vadovai balandžio mėn. aukščiausio lygio susitikime Londone įsipareigojo skatinti kredito išvestinių finansinių priemonių rinkų standartizavimą ir atsparumą, visų pirma įsteigiant pagrindines tarpuskaitos sandorio šalis, kurioms būtų taikomas veiksmingas reglamentavimas ir priežiūra. 2009 m. birželio 19 d. Europos Vadovų Taryba taip pat paragino siekti tolesnės pažangos užtikrinant išvestinių finansinių priemonių rinkų skaidrumą ir stabilumą.

Nuo 2008 m. spalio mėn. Komisija aktyviai dirbo prie visapusiškos išvestinių finansinių priemonių rinkų peržiūros. Kaip paskelbta pranešime „Europos ekonomikos atkūrimo skatinimas“, šiame komunikate pateikiamos tos peržiūros išvados ir rengiamasi priimti būsimas priemones nustatytoms problemoms spręsti. Kartu Komisija toliau konstruktyviai bendradarbiaus su sektoriaus atstovais, kad užtikrintų įsipareigojimo įvesti ES pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą įgyvendinimą iki 2009 m. liepos pabaigos. Komisija imdamasi tolesnių veiksmų visiškai atsižvelgs į sektoriuje taikomas priemones.

Prie šio komunikato pridedamas Komisijos tarnybų darbinis dokumentas, kuriame apžvelgiama: i) išvestinių finansinių priemonių rinkos, ii) ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkos segmentai, iii) dabartinių rizikos, visų pirma susijusios su kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriais, mažinimo priemonių veiksmingumo vertinimas.

Komisija laukia suinteresuotųjų šalių atsiliepimų apie šiame komunikate pateiktas gaires ir visų pirma apie specifinius klausimus, išsamiau aptartus pridedamame konsultacijos dokumente. Pastabos Komisijai turėtų būti pateiktos iki 2009 m. rugpjūčio 31 d.

2. IŠVESTINĖS FINANSINĖS PRIEMONĖS IR JŲ RINKOS

Šiame skyriuje paaiškinama, kas yra išvestinės finansinės priemonės, kokia jų nauda ekonomikai ir kokią riziką jos kelia. Pastarasis klausimas yra pagrindinis finansų krizės aspektas.

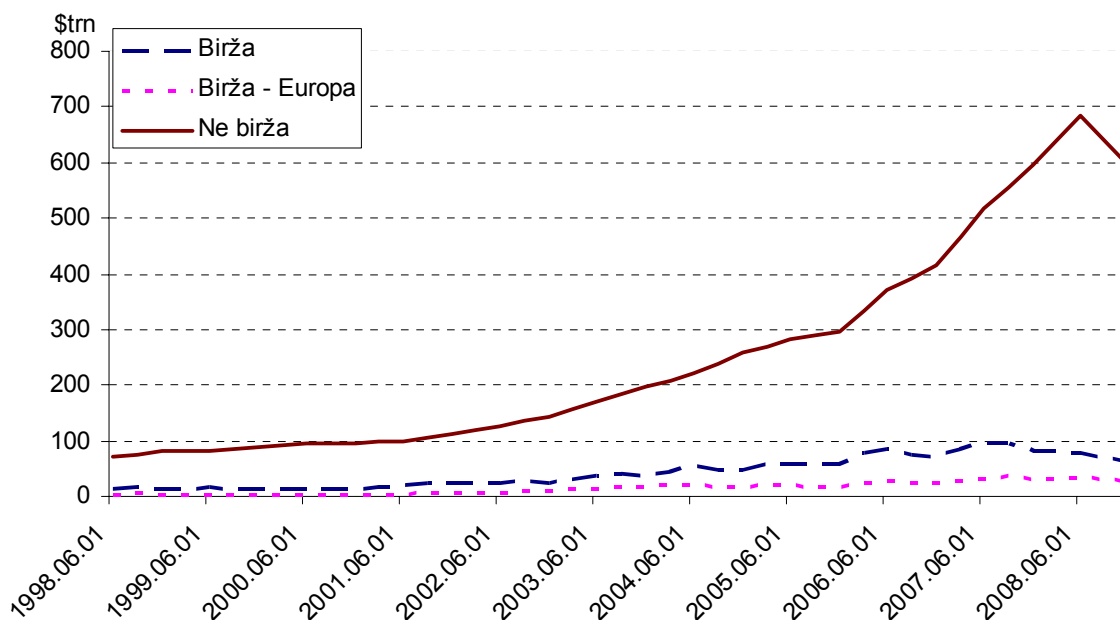
2.1. Kas yra išvestinės finansinės priemonės?

Išvestinės finansinės priemonės yra finansinės sutartys, pagal kurias prekiaujama realioje ekonomikoje susidaranti rizika ir ši rizika perskirstoma; išvestinės finansinės priemonės yra svarbios ekonominės veiklos vykdytojų naudojamos priemonės rizikai perkelti. Jos gali būti naudojamos tiek rizikai apdrausti, tiek jai įsigyti siekiant pelno. Jos vadinamos išvestinėmis, nes jų vertė išvedama iš pagrindinės pozicijos, pvz., finansinės priemonės, biržos prekės, rinkos kintamojo ar net paslaugos.

Išvestinės finansinės priemonės gali būti įvairių rūšių. Kai kurios yra standartiniai produktai (pvz., ateities sandoriai), o kitos – nestandartiniai, nes kiekviena sutartis pritaikoma prie specifinių naudotojo poreikių (pvz., apsikaitimo sandoriai). Standartizuotomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis paprastai prekiaujama organizuotos prekybos vietose, kur kainos skelbiamos viešai (pvz., išvestinių finansinių priemonių biržos), o nestandartizuotomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis prekiaujama ne biržoje (angl. *over-the-counter*), kur kainos neskelbiamos.

Per pastarąjį dešimtmetį jų naudojimas nepaprastai išaugo. Ne biržos sandorių dydžio augimas parodytas diagramoje toliau.

Išvestinių finansinių priemonių rinkų dydis pagal biržos ir ne biržos sandorius

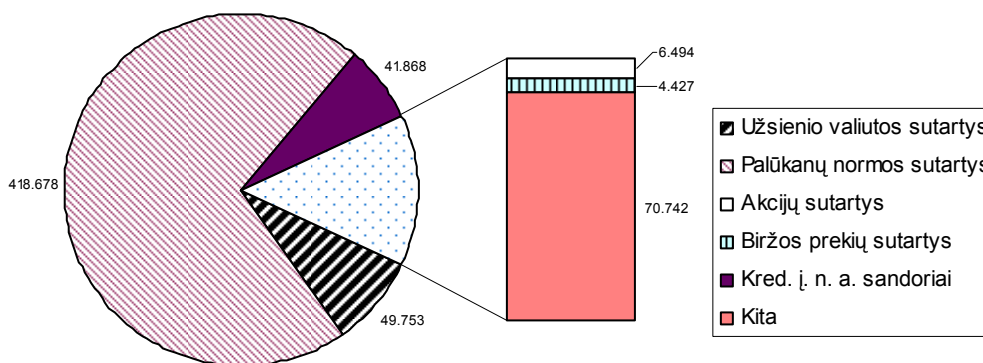


Pastaba: Diagramoje parodytos sąlyginės esamos sumos biržos ir ne biržos rinkos segmentuose trilijonais USD 1998–2008 m. Parodytos viso pasaulio esamų sumų tendencijos, o Europos biržų rinkos dalis išskirta (ne biržos segmento duomenys geografiškai neiškirti). Šaltinis: Tarptautinių atsiskaitymų bankas (angl. *Bank for International Settlements*, BIS).

Ne biržos išvestinės finansinės priemonės paprastai skirstomos į penkis didelius segmentus: užsienio valiutos išvestinės finansinės priemonės, palūkanų normos išvestinės finansinės priemonės, akcijų išvestinės finansinės priemonės, biržos prekių išvestinės finansinės priemonės ir kredito išvestinės finansinės priemonės, iš kurių svarbiausi – kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriai. Diagramoje toliau parodyta santykinė šių segmentų svarba. Tarnybų darbinio dokumento 3 skyriuje išsamiau apibūdinami šie segmentai ir aptariamos skirtingos įvairių rūšių ne biržos išvestinių finansinių priemonių savybės ir susijusi rizika.

Ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkos segmentai

Sąlyginės esamos sumos trilijonais USD 2008 m. gruodžio mėn.



Šaltinis: BIS (2009)

2.2. Išvestinių finansinių priemonių nauda ekonomikai

Ekonomika negalėtų klestėti, jei niekas neprisiimtų rizikos. Verslininkas pradėdamas verslą rizikuoja, kad verslas gali žlugti. Bankas skolindamas pinigus tam verslui rizikuoja neatgauti visų paskolintų pinigų. Tačiau jei nebūtų verslą pradedančio verslininko, į banką lėšas padėjęs indėlininkas turėtų mažiau galimybių gauti pakankamą grąžą už savo santaupas. Indėlininkas žino, kad kuo didesnė grąža, tuo didesnė jo finansuojamo projekto rizika. Todėl investicinių projektų finansavimas priklauso nuo to, ar kas nors prisiims su tuo susijusią riziką. Niekas nenori prisiimti per daug rizikos, todėl riziką naudinga pasidalyti.

Būtent tai įmanoma naudojant išvestines finansines priemones. Naudojant šias priemones rizika pasidalijama arba perskirstoma, jos taip pat gali būti naudojamos apsaugoti nuo tam tikros rizikos (apsidraudimas) arba kaip priemonė prisiimti spekuliacinę riziką. Komerciniai subjektai, kaip antai oro vežėjai, gamybos įmonės ir pan., išvestines finansines priemones visų pirma naudoja siekdami padengti pagrindinėje veikloje naudojamų žaliavų kainos padidėjimo riziką ir geriau suplanuoti būsimus poreikius.

2.3. Išvestinių finansinių priemonių rizika ekonomikai

Naudodamos išvestines finansines priemones išvestinių finansinių priemonių rinkose dalyvaujančios įstaigos gali apsidrausti nuo joms kylančios rizikos. Tačiau jei rizika apdraudžiama ne biržos rinkose, rinkos dalyviams ir priežiūros institucijoms sudėtinga nuspręsti, ar nuo tos rizikos veiksmingai apsidrausta, nes nėra patikimos viešos informacijos apie šias rinkas.

Kai išvestinėmis finansinėmis priemonėmis prekiauja ne rinkos formuotojai arba pagrindine pozicija nesuinteresuoti asmenys, sudaromos geresnės sąlygos spekuliuoti, nestabilumui ir rizikai didėti sistemoje. Tuomet išvestinės finansinės priemonės gali būti naudojamos kaip išvestinių finansinių priemonių rinkų dalyvių balanso finansinio svarto priemonė, nes taip

rinkos dalyviai gali prisiimti riziką turėdami mažiau kapitalo, negu reikalaujama investuojant pinigų rinkose.

Be to, jei sandorio šalis nevykdo įsipareigojimų, gali būti sudėtinga rasti kitas sandorio šalis apsidraudimo sandoriui pakeisti kitu. Jos gali pačios turėti sunkumų arba nenorėti sudaryti sandorio dėl didesnio neapibrėžtumo. Rinkose, kuriose dalyvių nedaug, ši problema paaštrėja.

Apskritai sudarant ne biržos sutartį sudėtinga *įvertinti* riziką, kad sandorio šalis gali nevykdyti įsipareigojimų. Norint tai įvertinti glaudžiai susijusiose finansų rinkose iš principo reikia, kad visi rinkos dalyviai turėtų pakankamai informacijos apie visus kitus rinkos dalyvius. Kadangi ne biržos rinkose viešos informacijos mažai, informacijos apie kitus rinkos dalyvius neužtenka.

Šiais atžvilgiais ypač rizikingi kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriai. Daugelis išvestinių finansinių priemonių priklauso nuo stebimų rinkos kainų (pvz., palūkanų normos arba valiutos keitimo kurso), bet kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriai kitokie. Jų apimama rizika (kredito rizika) nėra tiesiogiai stebima – tam reikia specifinės informacijos apie skolininką, kurią paprastai turėjo tik bankai. Tačiau per pastaruosius dešimtmečius tapo lengviau prekiauti kredito rizika, pvz., pakeičiant vertybiniais popieriais. Riziką įvertinti vis dar sudėtinga, dėl to gali susidaryti situacijos, kai rinkoje netikėtai atsitinka reikšmingas įsipareigojimų neįvykdymo įvykis. Be to, su kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriais susijusi rizika papildomai didėja dėl to, kad su jais susieti galimi įsipareigojimai yra išskirtinai dideli¹. Ši rizika nėra būdinga vien kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriams – ji būdinga visoms išvestinėms finansinėms priemonėms, tik mažesniu mastu.

2.4. Finansų krizės metu išryškėjusi išvestinių finansinių priemonių rizika

Finansų krizė parodė, kad ši rizika ne teorinė, bet reali. „Bear Sterns“, „Lehman Brothers“ ir AIG buvo svarbūs ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkos dalyviai, kurie šiomis finansinėmis priemonėmis prekiaavo, jas naudojo arba ir jomis prekiaavo, ir jas naudojo. Šių įstaigų sunkumai iš pradžių nebuvo susiję su ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkomis, tačiau šioms rinkoms tie sunkumai turėjo įtakos per šių trijų įstaigų sudarytus kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorius, o dėl šių įstaigų pagrindinio vaidmens visose ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose tas poveikis išplito už kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių ribų ir paveikė pasaulio ekonomiką. Viena vertus, dėl rinkos neskaidrumo kiti rinkos dalyviai negalėjo tiksliai žinoti, kokią poziciją jų sandorio šalys turėjo šioms trimis įstaigoms, todėl išaugo nepasitikėjimas ir staiga kilo likvidumo problemų. Kita vertus, dėl to priežiūros institucijos negalėjo anksti nustatyti sistemoje didėjančios rizikos, rizikos koncentracijos masto ir kartu poveikio, kurį jų įsipareigojimų neįvykdymas turėtų finansiniam stabilumui. Dėl nepakankamo šios rinkos reglamentavimo problema išaugo, nes priežiūros institucijos neturėjo pakankamai informacijos.

¹ Su kredito įsipareigojimų neįvykdymo sandoriu susiję pinigų srautai yra nutrūkstami, t. y. nors vykdant įprastinę veiklą tokio sandorio pardavėjui nuolat mokamos įmokos, tačiau jis patiria riziką, kad pagrindinis tokio sandorio subjektas neįvykdys įsipareigojimų, tokiu atveju jis būtų priverstas išmokėti visą pagrindinę sumą atmetus neįvykdyto įsipareigojimo vertę. Todėl kai kas piktnaudžiavo kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriais kaip finansavimo priemonėmis.

Taigi, krizė išryškino, kaip apskritai išvestinėmis finansinėmis priemonėmis ir konkrečiai kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriais sukurtas tarpusavio priklausomybės raizginys, kurį buvo sunku suprasti, išnarplioti ir valdyti iškart po įsipareigojimų neįvykdymo. Todėl krizė aiškiai parodė, kad dėl ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkų savybių (privaciai sudaromos sutartys teikiant ribotą viešą informaciją, sudėtingas tarpusavio priklausomybės raizginys, sunkiai suprantamas rizikos pobūdis ir dydis) didėja neapibrėžtumas atsiradus įtampai rinkoje ir dėl to kyla rizika finansiniam stabilumui.

3. SANDORIO ŠALIES RIZIKOS VALDYMAS

Šią riziką galima sumažinti keičiant prekybos ir ne prekybos lygmenų funkcijų struktūrą. Prekybos lygmeniu riziką galima sumažinti didinant veiklos veiksmingumą, pvz., sandorį vykdant, pripažįstant ir patvirtinant elektroniskai (angl. *execution, affirmation, confirmation*)². Tuomet prekyba ne biržoje būtų vykdoma panašiau į tai, kaip sandoriai vykdomi biržoje. Reguliavimo institucijos iki finansų krizės daugiausia dėmesio skyrė veiklos veiksmingumui didinti, tai padėjo užtikrinti, kad, pvz., kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriai šiuo metu vis dažniau būtų pripažįstami ir patvirtinami elektroniskai.

Veiklos veiksmingumas būtinas, bet vien jo nepakanka. Siekiant veiksmingai spręsti minėtos rizikos problemas, svarbu taip pat stiprinti ne prekybos lygmens funkcijas, visų pirma tarpuskaitą. Tarpuskaita yra minėtos rizikos mažinimo būdas. Todėl ji atlieka esminį vaidmenį veikiant išvestinių finansinių priemonių rinkoms. Tarpuskaita gali būti vykdoma dvišaliu pagrindu tarp dviejų tam tikro sandorio šalių arba centralizuotai rinkoje pasitelkus pagrindinę sandorio šalį. Biržoje tarpuskaita beveik išimtinai vykdoma per pagrindinę sandorio šalį. Ne biržoje vis dar įprasčiausia yra dvišalė tarpuskaita, nors kai kuriuose rinkos segmentuose taip pat taikoma pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita (visų pirma palūkanų normos apsikeitimo sandorių).

- **Dvišalė tarpuskaita:** dažniausiai dvi sandorio šalys sudaro užtikrinimo priemonės susitarimus, kuriuose numatoma nuolat stebėti, kaip kinta sutarties vertė, siekiant valdyti atitinkamas kredito pozicijas viena kitai. Jei vertė pasikeičia taip, kad susidaro vienos šalies pretenzija kitai sandorio šaliai, tai pirmoji įgyja teisę prašyti užtikrinimo priemonės. Užtikrinimo priemonė svarbi mažinant kredito riziką, bet tam reikia valdyti tarpuskaitos santykius su keliomis sandorio šalimis. Pats šio sudėtingo dvišalio tinklo pobūdis lemia tai, kad įstaigai sudėtinga suprasti savo pačios kredito poziciją atsižvelgiant į savo sandorio šalių pozicijas viena kitai ir dar sudėtingiau įvertinti vienos sandorio šalies įsipareigojimų nevykdymo domino efektą.
- **Pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita:** pagrindinė sandorio šalis kiekviename sandoryje dalyvauja kaip kiekvienos to sandorio šalies sandorio šalis. Tuomet abiejų sandorį sudarančių partnerių įsipareigojimai kyla pagrindinei sandorio šaliai, todėl kiekvienos šalies pozicija šioje rinkoje susidaro vienai ir tai pačiai šaliai. Pagrindinės sandorio šalies naudojimas turi daug privalumų. Pagrindinė sandorio šalis iš esmės yra abipusis draudimas su abipuse apsauga. Taip lengviau valdyti užtikrinimo priemonę, nes ją paima ir valdo pagrindinė sandorio šalis. Taip saugiau vykdyti veiklą, nes pagrindinė sandorio šalis – pagrindinis garantas ir įstaiga, išimtinai skirta rizikai valdyti pasinaudojant keliais apsaugos sluoksniais. Dėl to, kad pagrindinė sandorio šalis vien valdo riziką, ji yra

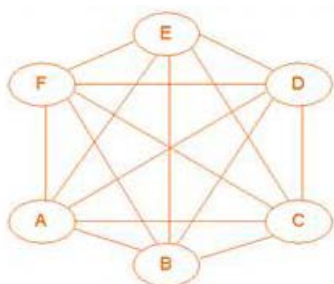
² Išsamesnis šių sąvokų aprašymas pateiktas pridėto tarnybų darbinio dokumento 2.2 skirsnyje.

neutrali šalis. Būdamas centre, pagrindinė sandorio šalis gali lengviau suprasti ir valdyti riziką. Be to, pagrindinei sandorio šaliai turint pagrindinę informaciją, priežiūros institucijoms taip pat lengviau prižiūrėti riziką. Kadangi pagrindinė sandorio šalis yra svarbi sistemai, tam, kad ji būtų saugi ir patikima, labai svarbu, kad ji būtų valdoma profesionaliai, turėtų pakankamai kapitalo ir jos veikla būtų tinkamai reglamentuota³.

Dvišalė ir pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita

Dvišalė tarpuskaita

- Sandorio šalies rizikos raizginys
- Sudėtingas užtikrinimo priemonės judėjimas
- Vienos sandorio šalies įsipareigojimų nevykdymo domino efektas



Pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita

- Spindulinė sistema su pagrindiniu garantu centre
- Užtikrinimo priemonės judėjimas tik pagrindinės sandorio šalies kryptimi arba priešingai
- Pagrindinė sandorio šalis turi pakankamai kapitalo, jei sandorio šalis nevykdytų įsipareigojimų



Turint omenyje šiuos privalumus, gali atrodyti keista, kodėl visi rinkos dalyviai nesinaudoja pagrindinės šalies tarpuskaita. Pirma ir akivaizdi priežastis ta, kad saugumas dalyviams kainuoja, nes jie turi iš dalies finansuoti pagrindinės sandorio šalies apsaugos sluoksnius. Antra, pasitelkus pagrindinę sandorio šalį didėja skaidrumas, nes naudinga informacija perskirstoma tarp rinkos dalyvių, dėl to nukenčiant tiems dalyviams, kurie šiuo metu ją turi (t. y. pagrindiniai prekyautojai ne biržos išvestinėmis finansinėmis priemonėmis). Vis dėlto pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita galima pasinaudoti ne visada. Tam, kad būtų galima pasitelkti pagrindinę sandorio šalį, reikia atitikti tam tikras sąlygas, daugiausia susijusias su likvidumu ir standartizavimu. Todėl atsižvelgdama į tai, kad ne visos ne biržos išvestinės finansinės priemonės turi savybes, kurių reikalaujama norint atlikti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą, Komisija taip pat stengsis stiprinti sandorio šalies rizikos valdymą dvišaliuose sandoriuose.

Taigi, su išvestinėmis finansinėmis priemonėmis susijusi rizika keičiasi atsižvelgiant į rinkos struktūrą. Apskritai ne biržos rinkos yra kur kas rizikingesnės negu reguliuojamos prekybos vietos, nes pirmųjų skaidrumas yra mažesnis, o sandorio šalių santykiai sudėtingesni. Todėl dvišalio sandorio šalies rizikos mažinimo priemonių veiksmingumą ir sandorio šalies rizikos mažinimo sistemą dar reikia gerokai patobulinti.

4. LIGŠIOLINIAI KOMISIJOS VEIKSMAI FINANSINIAM IŠVESTINIŲ FINANSINIŲ PRIEMONIŲ RINKŲ STABILUMUI DIDINTI

Išvestinės finansinės priemonės yra tam tikru mastu reglamentuotos ES finansinių paslaugų teisės aktuose, bet ES reglamentavimo sistemą reikėtų peržiūrėti, nes ne biržos išvestinių

³ Išsamesnis pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitos aprašymas pateiktas pridėto tarnybų darbinio dokumento 2.4.2 skirsnyje.

finansinių priemonių rinkos nepaprastai išaugo, padidėjo spekuliacinių pozicijų, kurios sudarytos remiantis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, apimtis ir išvestinių finansinių priemonių rinkose dažniau dalyvauja neregamentuoti subjektai. Nuo finansų krizės pradžios Komisija greitai reagavo ir ėmėsi veiksmų tam tikrai labiausiai neatidėliotinai ir didžiausiai su išvestinėmis finansinėmis priemonėmis susijusiai rizikai mažinti.

Pirma, kiek tai susiję su kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandoriais, 2008 m. spalio mėn. Komisijos narys C. McCreevy paragino: i) sistemingai peržiūrėti išvestinių finansinių priemonių rinkas atsižvelgiant į finansų krizės metu įgytą patirtį ir ii) priimti konkrečius pasiūlymus, kaip sumažinti kredito išvestinių finansinių priemonių riziką⁴. Todėl kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių tarpininkai įsipareigojo nuo 2009 m. liepos 31 d. pradėti tinkamų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių, susijusių su Europos referentiniais subjektais ir šių subjektų indeksais, tarpuskaitą per vieną ar daugiau Europos pagrindinių sandorio šalių⁵.

Antra, tam tikros problemos, susijusios su pakeitimu vertybiniais popieriais, pernelyg didelės rizikos perkėlimu ir neteisingu rizikos įvertinimu, sprendžiamos Kapitalo poreikių direktyvos peržiūroje⁶. Šiame pasiūlyme visų pirma nustatyta, kad įmonės (iniciatorės), kurios paskolas paverčia parduodamais vertybiniais popieriais, privalės pasilikti tam tikrą riziką dėl šių vertybinių popierių, o investuojančioms į vertybinius popierius įmonėms bus leista pačioms priimti sprendimus tik atlikus išsamų deramą patikrinimą. To nepadariusioms įmonėms bus taikomos griežtos sankcijos.

Trečia, kiek tai susiję su sisteminė spekuliacinės prekybos rizika, Komisija greitai priims kapitalo reikalavimų, taikomų finansų įstaigų prekybos knygai ir pakeitimo vertybiniais popieriais bei pakartotinio pakeitimo vertybiniais popieriais pozicijoms, pasiūlymą. Padidinus kapitalą, kaip numatoma šiame pasiūlyme, greičiausiai bus išvengta situacijų, kai finansų įstaigos prisiima pernelyg didelę trumpalaikę riziką.

Ketvirta, Komisija šiuo metu peržiūri savo požiūrį į finansų rinkų priežiūrą. Siūlant sukurti Europos makrolygio finansų priežiūros instituciją, Europai suteikiama galimybė nustatyti sistemoje susidarančią pernelyg didelę riziką ir imtis veiksmų šiai rizikai apriboti. Europos sisteminės rizikos valdyba padės išvengti, kad su išvestinių finansinių priemonių rinkomis susijusi rizika nebūtų problema visai finansų ir ekonomikos sistemai.

Penkta, kredito reitingų agentūros tinkamai neįvertino sudėtingų finansinių priemonių keliamos rizikos (visų pirma dėl veiklos modeliui „emitentas moka“ būdingų interesų

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

⁵ 2009 m. vasario 17 d. devyni pasauliniai prekyautojai („Barclays Capital“, „Citigroup“, „Credit Suisse“, „Deutsche Bank“, „Goldman Sachs“, HSBC, „JP Morgan Chase“, „Morgan Stanley“, UBS) įsipareigojo pasitelkdami vieną ar daugiau Europos Sąjungos pagrindinių sandorio šalių (kai tik jos bus įsteigtos kaip sistemos pagal Atsiskaitymų baigtinumo direktyvą 98/26/EB): i) vykdyti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti tinkamų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių, susijusių su Europos referentiniais subjektais ir su šiais subjektais pagrįstais indeksais, tarpuskaitą ir ii) atidėti vykdomas tinkamas sutartis. Šį įsipareigojimą patvirtino dar vienas prekyautojas („Nomura“), o paramą šiai iniciatyvai išreiškė Europos bankų federacija, *European Public Banks Board* ir kitos Europos bankų asociacijos.

⁶ COM/2008/0602 galutinis (COD 2008/0191) – Direktyva, iš dalies keičianti direktyvų 2006/48/EB ir 2006/49/EB nuostatas dėl centrinių įstaigų kontroliuojamų bankų, tam tikrų nuosavų lėšų straipsnių, didelių pozicijų, priežiūros priemonių ir krizių valdymo.

konfliktų), todėl tapo aišku, kad jų veiklą reikės reglamentuoti. 2009 m. balandžio mėn. Taryba ir Europos Parlamentas priėmė Komisijos pasiūlytą reglamentą, pagal kurį kredito reitingų agentūros turės laikytis griežtų sąžiningumo, kokybės ir skaidrumo standartų, o jų veiklą turės nuolat prižiūrėti viešosios institucijos⁷.

Galiausiai Europos Komisija pasiūlė direktyvą dėl rizikos draudimo fondų ir kitų alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria bus sukurta visapusiška ir veiksminga Europos lygmens reglamentavimo ir priežiūros sistema. Siūloma direktyva valstybėms narėms bus sudarytos sąlygos tobulinti makrolygio rizikos ribojimo kontrolę šiame sektoriuje ir mikrolygio priežiūrą, nustatyti šių subjektų finansinio svėro dydžio ribas ir imtis darnių veiksmų, būtinų siekiant užtikrinti tinkamą finansų rinkų veikimą⁸.

5. TOLESNĖS VEIKLOS KRYPTIS. NAUJOS INICIATYVOS FINANSINIAM STABILUMUI DIDINTI

Dabartinė krizė išryškino būtinybę tvarkyti ne biržos finansinių išvestinių priemonių rinkas, kad jos galėtų atlikti savo ekonominį vaidmenį nekeldamos pavojaus sistemos stabilumui. Todėl Komisija mano, kad reikėtų imtis veiksmų siekiant: a) sudaryti sąlygas reguliavimo ir priežiūros institucijoms turėti visą informaciją apie ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose vykdomus sandorius ir šiose rinkose susidarančias pozicijas; b) didinti ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkų skaidrumą jų naudotojams, visų pirma reikėtų suteikti daugiau ir geresnės informacijos apie kainas ir apimtį; c) didinti išvestinių finansinių priemonių rinkų veiklos veiksmingumą užtikrinant, kad ne biržos išvestinės finansinės priemonės nepažeistų finansinio stabilumo; d) mažinti sandorio šalies riziką ir skatinti centralizuotas struktūras. Pagrindinės priemonės šiems tikslams pasiekti: i) skatinti tolesnį standartizavimą, ii) naudoti centrinės duomenų saugyklas, iii) pradėti taikyti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą, iv) sandorius pradėti vykdyti atviresnėse prekybos vietose⁹. Šiame skirsnyje analizuojamos šios priemonės ir siūlomos būsimo darbo gairės.

5.1. Standartizavimas

Siekiant taikyti kitas toliau išdėstytas priemones, ne biržos išvestines finansines priemones, kurios tinkamos pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti, būtina standartizuoti. Ne biržos išvestines finansines priemones, kurios netinkamos pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti, toliau standartizuojant (pvz., skatinant plačiau naudoti standartines sutartis ir elektroninio pripažinimo ir patvirtinimo paslaugas, centrinio duomenų saugojimo sistemą, mokėjimų ir užtikrinimo priemonės valdymo procesų automatizavimą) būtų padidintas veiklos veiksmingumas ir sumažinta operacinė rizika. Kadangi standartizavimas yra tolesnių veiksmų prielaida, jis bus esminis Komisijos pastangų, kad išvestinių finansinių priemonių rinkos būtų veiksmingos, saugios ir patikimos, pagrindas.

⁷ Europos Komisijos pasiūlymas (2008 m.), Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas dėl kredito reitingų agentūrų, COM(2008) 704, kurį Europos Parlamentas ir Taryba patvirtino 2009 m. balandžio 23 d.

⁸ Europos Komisijos pasiūlymas (2009 m.), Europos Parlamento ir Tarybos direktyva dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, COM(2009) 207.

⁹ Šių priemonių pritaikomumas šiek tiek skiriasi atsižvelgiant į rinkos segmentą. Šių priemonių įgyvendinimo sudėtingumas labai skiriasi. Išsamesnė dabartinių rizikos mažinimo metodų veiksmingumo ir susijusio papildomų priemonių poreikio kiekviename ne biržos rinkos segmente analizė pateikta pridėto tarnybų darbinio dokumento 4 skyriuje.

Tačiau standartizavimui užtikrinti reikalingos investicijos. Komisija ketina iš tikrųjų paremti sektoriaus dedamas pastangas padaryti šias investicijas, kad paskatintų visų ne biržos išvestinių finansinių priemonių, kurios negali būti tinkamos pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti ir kurios netinka prekiauti biržoje, sričių standartizavimą.

5.2. Centrinė duomenų saugykla

Centrinėje duomenų saugykloje renkami visų sandorių (tiek tinkamų pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti, tiek jai netinkamų) duomenys, kaip antai sandorių skaičius, esamų pozicijų dydis, siekiant didinti skaidrumą ir informacijos kiekį¹⁰. Taip didinamas ne tik skaidrumas, bet ir rinkos veiklos veiksmingumas. Duomenų saugykla galėtų teikti ir kitas paslaugas (pvz., palengvinti atsiskaitymus ir mokėjimus).

Komisija mato privalumus (didesnis skaidrumas ir daugiau informacijos), kuriuos centrinės duomenų saugyklos suteikia priežiūros institucijoms. Tai ypač svarbu turint omenyje, kad pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitos negalima lengvai taikyti visoms išvestinėms finansinėms priemonėms, nes būtinos prielaidos ne visuomet tenkinamos ir nėra lengvai pritaikomos. Dėl teisinės apsaugos, priežiūros ir veiklos tęstinumo priežasčių tokios priemonės naudingumą išnagrinės Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetas (angl. CESR). Todėl Komisija, atsižvelgdama į būsimą CESR ataskaitą, imsis atitinkamų veiksmų.

5.3. Pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita

Iš aptariamų keturių priemonių daugiausia dėmesio iki šiol skirta pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai. Finansų krizė atskleidė pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitos vertingumą, kaip parodė jos vaidmuo valdant „Lehman Brothers“ bankroto pasekmes. Komisija jau skatino sektorių dažniau naudoti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą ir ketina prioritetine tvarka įgyvendinti svarbią de Larosière'o darbo grupės rekomendaciją.

Dėl svarbių priežasčių, susijusių su reglamentavimu, priežiūros ir pinigų politikos klausimais, pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita turėtų būti vykdoma Europoje. Jei pagrindinė sandorio šalis yra Europoje, jai taikomi Europos teisės aktai ir priežiūra. Kartu priežiūros institucijos turi neginčijamą ir nevaržomą teisę gauti informaciją, kurią turi pagrindinės sandorio šalys. Europos institucijoms taip pat lengviau imtis veiksmų, jei Europos pagrindinė sandorio šalis patirtų sunkumų. Pvz., centriniai bankai finansų įstaigoms, įsteigtoms ne jiems priklausančios valiutos teritorijoje, neleidžia tiesiogiai naudotis savo likvidumo priemonėmis¹¹.

Pagrindiniai prekyautojai išvestinėmis finansinėmis priemonėmis su Europos Komisija pasirašė įsipareigojimą nuo 2009 m. liepos 31 d. pradėti Europos kredito įsipareigojimų

¹⁰ Tokia kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsigkeitimo sandorių duomenų bazė egzistuoja JAV – *Trade Information Warehouse*, kurią tvarko JAV institucija *Depository Trust and Clearing Corporation* (DTCC).

¹¹ Valiutų apsigkeitimo sandorių susitarimus centriniai bankai gali būti sudarę, bet kadangi nėra tiesioginės galimybės pasinaudoti likvidumo priemonėmis, ECB išreiškė tvirtą pritarimą, kad pagrindinė sandorio šalis veiktų euro zonoje, žr. ECB valdančiosios tarybos 2008 m. gruodžio 18 d. pareiškimą, kuriame ji patvirtino, kad „kredito išvestinių finansinių priemonių atveju reikalinga bent viena Europos pagrindinė sandorio šalis ir, atsižvelgiant į galimą vertybinių popierių tarpuskaitos ir atsiskaitymo sistemų svarbą sistemai, ši infrastruktūra turėtų būti euro zonoje“. ECB (2008 m.), Valdančiosios tarybos sprendimai, 2008 m. gruodžio 18 d., <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>.

neįvykdymo apsigkeitimo sandorių tarpuskaitą per vieną ar daugiau Europos pagrindinių sandorio šalių ir šiuo metu stengiasi būtinu mastu standartizuoti Europos kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsigkeitimo sandorių sutartis, kad būtų įmanoma vykdyti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą. Tikimasi, kad iki 2009 m. liepos 31 d. siūlyti savo paslaugas bus pasirengusios dvi Europos pagrindinės sandorio šalys, trečioji būtų pasirengusi 2009 m. gruodžio mėn., o ketvirtoji nėra nurodžiusi konkrečios datos. Apskritai Komisija džiaugiasi sektoriaus pastangomis laikytis prisiimant įsipareigojimus nurodyto termino. Iš tiesų sektoriaus iniciatyvos, susijusios su kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsigkeitimo sandorių standartizavimu, iki šiol buvo veiksmingos abiejose Atlanto pusėse. Tačiau tam tikrų techninių aspektų sprendimų (pvz., susijusių su restruktūrizavimo kredito įvykiu) įgyvendinimas dar nebaigtas. Todėl jei sektorius negali vykdyti prisiimto įsipareigojimo, Komisija turės ieškoti kitų būdų, kaip nurodyta toliau. Komisija pritaria sektoriaus iniciatyvoms ir visiškai atsižvelgs į jų rezultatus sprendžama, ar būtinos papildomos iniciatyvos siekiant užtikrinti, kad pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita būtų naudojama kuo plačiau.

Paskatų naudoti pagrindines sandorio šalis jau yra. Rinkos dalyviai turi natūralią paskatą naudotis pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita, nes taip sumažinama jų sandorio šalies kredito rizika ir reikia mažiau reguliuojamo kapitalo. Tačiau šios paskatos nebuvo pakankamos, palyginti su komercinio pobūdžio paskatomis rinktis dvišalę tarpuskaitą. Todėl Komisija svarsto būdus reikšmingai padidinti paskatas naudoti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą, kad dingtų visos komercinio pobūdžio abejonės ir pagrindinės sandorio šalies tarpuskaita būtų naudojama, kai tik įmanoma. Paskatas padidinti būtų galima taip: i) iš dalies keičiant Kapitalo poreikių direktyvoje nustatytas reguliuojamo kapitalo taisykles ir ii) suteikiant papildomas reglamentavimo ir priežiūros garantijas, kad pagrindinės sandorio šalys yra saugios ir patikimos, ateityje pagrįstais atvejais priimant Europos teisės aktus ir galbūt taikant bendrą priežiūros sistemą¹². Žinoma, šis papildomas darbas jokių būdu nedaro poveikio terminui pradėti vykdyti Europos kredito įsipareigojimų neįvykdymo sandorių tarpuskaitą per vieną ar daugiau Europos pagrindinių sandorio šalių, t. y. 2009 m. liepos 31 d.

5.4. Prekyba

Atlikus standartizuotų išvestinių finansinių priemonių pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą, iš principo kitas logiškas etapas būtų šiomis sutartimis prekiauti organizuotos prekybos vietoje, kurioje kainos ir kita su prekyba susijusi informacija skelbiama viešai, pvz., reguliuojamoje rinkoje (t. y. išvestinių finansinių priemonių biržoje) arba daugiašalėje prekybos sistemoje (DPS), kuriai taikomi skaidrumo reikalavimai. Taip padidėtų kainų skaidrumas ir sustiprėtų rizikos valdymas.

Tačiau standartizuotų sutarčių, kuriomis paprastai prekiaujama viešose prekybos vietose, rūšis gali atitikti ne visus išvestinių finansinių priemonių naudotojų rizikos valdymo poreikius. Daugelis rinkos dalyvių dėl komercinių priežasčių renkasi prekiauti ne biržoje. Tačiau pirmiausia turi būti atsižvelgiama į skaidrių ir pagal veiklą veiksmingų rinkų svarbą finansiniam stabilumui. Visuomeniniu požiūriu reikalingos skaidrios, kuo atviresnės ir kiek įmanoma standartizuotos prekybos vietos, kad būtų galima įvertinti riziką ir nustatyti kainą.

Sistema, pagrįsta skirtingų prekybos vietų (ne biržos, biržos ir DPS) konkurencija, taip pat turi privalumų pagal rinkos veiksmingumą, jei visoms prekybos vietoms taikomi tinkami

¹² Europos Komisija (2009 m.). Europos Komisijos komunikatas *Europos finansų priežiūra*, COM(2009)252.

skaidrumo ir organizavimo reikalavimai sąžiningai konkurencijai užtikrinti. Šie prekybos skaidrumo ir organizavimo reikalavimai taikomi ir kitose finansų rinkose. Finansinių priemonių rinkų direktyvoje taisyklė, pagal kurią sandoriai turėtų būti vykdomi tik reguliuojamoje rinkoje (vadinamoji koncentracijos taisyklė), panaikinta, bet kitoms prekybos vietoms (DPS, finansų tarpininkams) taikomi tinkami skaidrumo reikalavimai. Taip pat įprastinių akcijų prekybos vietų konkurencija vyksta taikant bendrąsias skaidrumo ir organizavimo taisykles. Vis dėlto Finansinių priemonių rinkų direktyvoje nustatytas skaidrumo režimas šiuo metu netaikomas išvestinėms finansinėms priemonėms, o pranešimo apie sandorius tvarka netaikoma finansinėms priemonėms, kuriomis neprekiaujama reguliuojamoje rinkoje.

Komisija, atsižvelgdama į specifinį ir lankstų ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkų pobūdį ir įprastinėms akcijoms taikomą režimą, išnagrinės, kaip užtikrinti skaidresnę ir veiksmingesnę prekybą ne biržos išvestinėmis finansinėmis priemonėmis. Šiuo požiūriu Komisija toliau vertins: i) galimybes į skaidrias ir veiksmingas prekybos vietas nukreipti didesnę prekybos srautą ir ii) tinkamo lygio skaidrumą (kaina, sandoris, pozicija) įvairiose išvestinių finansinių priemonių rinkų prekybos vietose.

6. IŠVADA

Išvestinės finansinės priemonės yra svarbios ekonomikai, bet kartu kelia tam tikrą riziką. Krizė išryškino, kad ši rizika nėra pakankamai sumažinama ne biržos rinkos dalyje, visų pirma kiek tai susiję su kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikaitimo sandoriais. Nuo finansų krizės pradžios Komisija stengėsi spręsti labiausiai neatidėliotinas tokios rizikos problemas.

Be to, Komisija svarstys papildomas priemones skatinti sandorių standartizavimą ir skaidrumą, sutvirtinti perėjimą prie pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitos ir užtikrinti, kad šios rūšies tarpuskaita taptų įprasta visose ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose, taip pat, kai tik įmanoma, didesnę prekybos srautą nukreipti į skaidrias ir veiksmingas prekybos vietas.

Pasibaigus viešajai šiuo komunikatu pradedamai konsultacijai, 2009 m. rugsėjo 25 d. Komisija surengs viešąjį posėdį. Suinteresuotųjų šalių nuomonės ir nurodyti faktai bus panaudoti išsamiaje poveikio vertinime, kuris padės Komisijai suformuoti savo požiūrį. Atsižvelgdama į konsultacijos rezultatus, Komisija iki savo dabartinių įgaliojimų pabaigos padarys veiklos išvadas ir iki metų pabaigos pateiks tinkamas iniciatyvas (prireikus ir teisės aktų pasiūlymus).

Komisija visiškai atsižvelgs į sektoriaus pastangas ir pokyčius ES pagrindinių partnerių rinkose, visų pirma JAV izdo departamento paskelbtą visapusišką ne biržos išvestinių finansinių priemonių reglamentavimo sistemą. Tai visų pirma yra įpareigojimas visoms standartizuotoms ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutartims taikyti pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitą ir skatinti vykdyti ne biržos išvestinių finansinių priemonių sandorius „reguliuojamose rinkose ir naudojantis reguliuojamomis skaidriomis elektroninėmis prekybos sistemomis“¹³. Komisija šiais klausimais ir toliau bendradarbiaus su JAV institucijomis, *inter alia*, per finansinių paslaugų reguliavimo dialogą, siekdama, kad politikos

¹³ Žr. JAV izdo departamento finansų reglamentavimo reformą, 2009 m. birželio 17 d.

požiūris derėtų su pasaulio praktika ir kad dingtų bet kokia galimybės rinktis palankesnes reglamentavimo sąlygas rizika.