

**RO**

**RO**

**RO**



COMISIA COMUNITĂȚILOR EUROPENE

Bruxelles, 3.7.2009  
COM(2009) 332 final

**COMUNICARE A COMISIEI**

**Asigurarea unor piețe eficiente, sigure și solide ale instrumentelor financiare derivate**

{SEC(2009) 905 final}  
{SEC(2009) 914 final}

## COMUNICARE A COMISIEI

### Asigurarea unor piețe eficiente, sigure și solide ale instrumentelor financiare derivate

(Text cu relevanță pentru SEE)

#### 1. INTRODUCERE

Criza financiară actuală a adus instrumentele financiare derivate în atenția entităților preocupate de reglementare. Cvasi-colapsul companiei Bear Sterns în martie 2008, falimentul Lehman Brothers la 15 septembrie 2008 și salvarea AIG la 16 septembrie au scos în evidență rolul semnificativ al instrumentelor financiare derivate în general și al swap-urilor pe risc de credit (*Credit Default Swaps* -CDS) în special.

Avantajele și riscurile piețelor de instrumente derivate, puse în evidență de criza financiară, fac obiectul unui larg consens. Raportul grupului la nivel înalt prezidat de Jacques de Larosière a indicat riscurile asociate cu explozia utilizării instrumentelor derivate de credit și a subliniat nevoia de a remedia lipsa de transparență a pieței. În acest sens, raportul recomandă simplificarea și standardizarea instrumentelor derivate extrabursiere și introducerea compensării în contraparte centrală (CPC). Summitul G20 de la Londra din aprilie s-a angajat să promoveze standardizarea și reziliența piețelor instrumentelor derivate de credit, în special prin înființarea de contrapărți centrale pentru compensare supuse unei reglementări și supravegheri eficiente. De asemenea, la 19 iunie 2009 Consiliul European a cerut să se realizeze progrese pe linia asigurării transparenței și stabilității pieței instrumentelor financiare derivate.

Din octombrie 2008 Comisia a lucrat intens la o analiză detaliată a pieței instrumentelor derivate. După cum se anunța în comunicarea „Stimularea redresării economice europene”, prezenta comunicare prezintă rezultatele respectivei analize și pregătește terenul pentru viitoarele măsuri de răspuns la problemele identificate. În paralel, Comisia va continua să colaboreze în mod constructiv cu sectorul implicat pentru a asigura, conform angajamentului luat, introducerea până la sfârșitul lunii iulie 2009 a compensării în contraparte centrală cu contrapartea centrală situată în UE. Pentru acțiunile viitoare, Comisia va lua în considerare toate măsurile luate de acest sector.

Prezenta comunicare este însoțită de un Document de lucru al serviciilor Comisiei, care cuprinde o analiză (i) a piețelor de instrumente financiare derivate, (ii) a segmentelor pieței instrumentelor financiare derivate extrabursiere și (iii) o evaluare a eficienței măsurilor actuale de reducere a riscurilor, mai ales cu privire la swap-urile pe risc de credit (CDS).

Comisia așteaptă cu interes reacția părților interesate referitoare la orientările prezentate în această comunicare și, în special, observații legate de chestiunile detaliate în documentul de consultare care o însoțește. Răspunsurile trebuie trimise Comisiei până la 31 august 2009.

## 2. INSTRUMENTELE FINANCIARE DERIVATE ȘI PIAȚA INSTRUMENTELOR FINANCIARE DERIVATE

Acest capitol explică ce sunt instrumentele derivate, avantajele pe care le prezintă pentru economie, dar și riscurile pe care le implică, dat fiind faptul că acestea din urmă au fost în centrul crizei financiare.

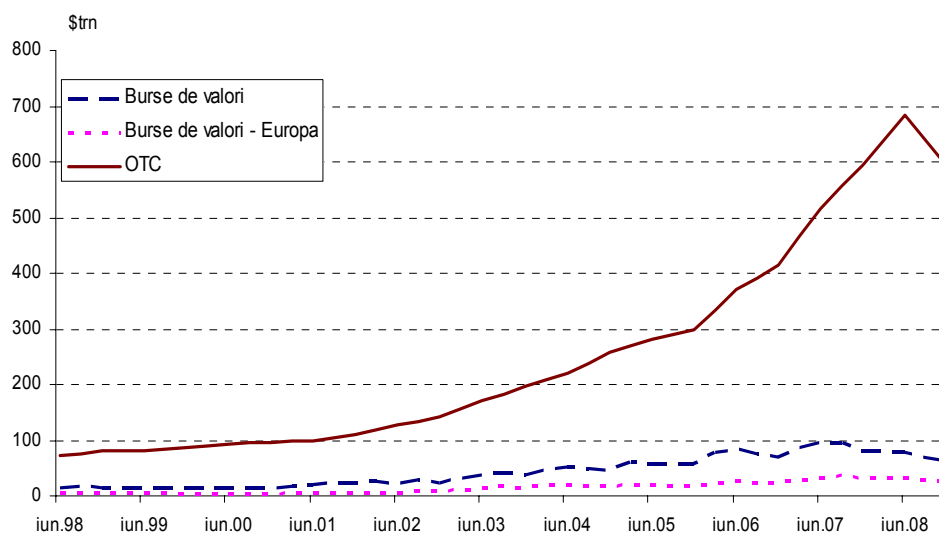
### 2.1. Ce sunt instrumentele financiare derivate?

Instrumentele derivate sunt contracte financiare care tranzacționează și redistribuie riscurile generate în economia reală și, prin urmare, reprezintă pentru agenții economici instrumente importante de transfer al riscului. Acestea pot fi utilizate atât pentru acoperirea riscurilor, cât și pentru achiziționarea de riscuri în scopul realizării de profituri. Se numesc instrumente derivate deoarece valoarea lor „derivă” dintr-un „suport”, de exemplu un instrument financiar, o materie primă, o variabilă a pieței sau chiar un serviciu.

Există numeroase tipuri de instrumente financiare derivate. Unele sunt produse standard (de exemplu contractele futures), în timp ce altele nu, având în vedere că fiecare contract se adaptează nevoilor specifice ale utilizatorului (de exemplu swap-urile). Instrumentele derivate standardizate sunt în mod normal tranzacționate în locuri de tranzacționare unde prețurile sunt afișate public (de exemplu bursele instrumentelor derivate), în timp ce instrumentele derivate nestandardizate sunt tranzacționate în afara bursei sau extrabursier (OTC), iar prețurile rămân private.

Utilizarea acestora a crescut spectaculos în ultimul deceniu. Această creștere s-a materializat în tranzacții pe piața OTC, așa cum arată graficul de mai jos.

#### Dimensiunea piețelor bursiere și extrabursiere a instrumentelor financiare derivate



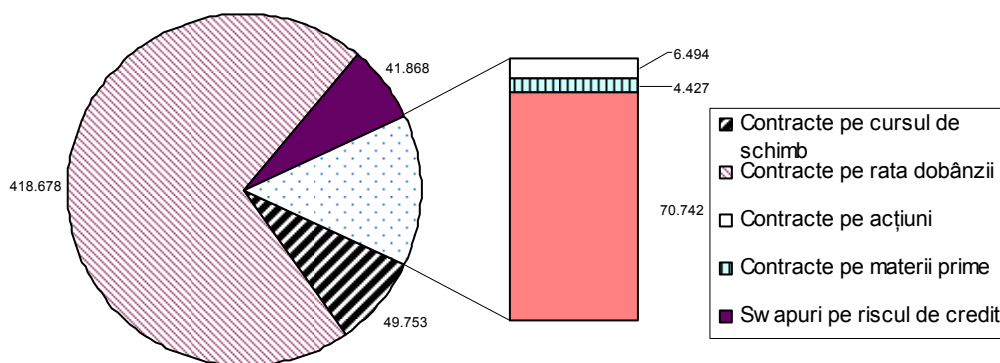
Notă: Graficul arată valorile noționale existente pe segmentele de piață bursiere comparativ cu piețele extrabursiere în trilioane USD în perioada 1998-2008. Trendurile prezintă valorile noționale existente la nivel mondial, unde cota de piață a burselor europene este prezentată separat (nu există o defalcare geografică similară pentru informațiile de pe piața OTC). Sursă: Banca Reglementelor Internaționale (BIS).

Instrumentele derivate OTC sunt în general împărțite în cinci mari segmente: instrumente derivate pe cursul de schimb, instrumente derivate pe rata dobânzii, instrumente derivate pe

acțiuni, instrumente derivate pe mărfuri și instrumente derivate de credit, dintre care swapurile pe riscul de credit sunt cele mai importante. Graficul de mai jos prezintă ponderea relativă a acestor segmente. Capitolul 3 din documentul de lucru al serviciilor Comisiei prezintă în detaliu aceste segmente și descrie diferitele caracteristici și riscuri ale diverselor instrumente derivate extrabursiere.

## Segmentele pieței extrabursiere a instrumentelor derivate

Valori noționale existente, trilioane USD, decembrie 2008



Sursa: BIS (2009)

### 2.2. Instrumentele derivate prezintă avantaje pentru economie...

Nicio economie nu se poate dezvolta dacă nimeni nu vrea să își asume riscuri. Un întreprinzător care pornește o afacere își asumă riscul că afacerea nu va merge. O bancă care împrumută bani pentru această afacere riscă să nu îi fie rambursată întreaga sumă împrumutată. Dacă întreprinzătorul nu pornește afacerea, deponentul care și-a depozitat fondurile la bancă va avea cu o posibilitate mai puțin de a obține un profit decent din economiile sale. Deponentul știe că, cu cât profitul său este mai mare, cu atât este mai mare riscul proiectului pe care îl finanțează. Prin urmare, finanțarea proiectelor de investiții depinde de existența unei persoane care este de acord să își asume riscurile asociate acestora. Nimănui nu îi place să își asume riscuri prea mari și, prin urmare, partajarea riscurilor este benefică.

Acest lucru poate fi realizat cu ajutorul instrumentelor financiare derivate. Instrumentele derivate partajează sau redistribuie riscurile și pot fi utilizate ca protecție împotriva unui anumit risc („acoperire”) sau ca instrument pentru a deține poziții speculative. În special, entitățile comerciale, precum companiile aeriene, producătorii etc., le utilizează pentru a acoperi riscul creșterii prețului materialelor de bază pe care le utilizează în activitățile lor și pentru a-și planifica mai bine nevoile viitoare.

### 2.3. ... pot reprezenta însă și un risc ...

Instituțiile care participă pe piața instrumentelor derivate pot să își acopere riscurile prin utilizarea instrumentelor derivate. Dacă riscurile sunt însă acoperite pe piețele OTC, în lipsa unor informații publice de încredere referitoare la respectivele piețe este greu ca participanți pe piață și organismele de supraveghere să stabilească dacă riscurile respective au fost într-adevăr acoperite.

În cazul în care traderii de instrumente derivate nu sunt nici market maker și nu au nicio participare în activele suport, ei favorizează speculația, volatilitatea și acumularea riscurilor în sistem. Instrumentele financiare derivate pot fi utilizate ca levier pentru bilanțul celor care

activează pe piețele instrumentelor derivate, deoarece permit participanților pe piață să obțină poziții cu capital mai mic decât cel necesar în cazul investițiilor pe piețele cash.

Mai mult, dacă o contraparte nu își respectă obligațiile, găsirea altor parteneri care să asigure acoperirea riscului se poate dovedi dificilă. Aceștia pot fi la rândul lor în dificultate sau nedoritori să se implice într-o tranzacție cu un grad mai mare de incertitudine. Această problemă se amplifică pe piețele cu participanți puțini.

În concluzie, la încheierea unui contract pe piața extrabursieră, este dificil să se *evalueze* riscul ca contraparta să nu își onoreze obligațiile. Pe piețele financiare cu un grad mare de interconectare, o asemenea evaluare ar presupune în principiu ca fiecare participant pe piață să cunoască bine toți ceilalți participanți. Având în vedere că piețele extrabursiere fac publice puține informații, aceste cunoștințe sunt incomplete.

CDS sunt deosebit de vulnerabile în acest sens. În timp ce majoritatea instrumentelor derivate depind de prețurile observabile pe piață (de exemplu ratele dobânzii sau cursurile de schimb), în cazul CDS lucrurile stau diferit. Riscul pe care îl acoperă – riscul de credit – nu este imediat observabil, ci necesită informații specifice despre debitor, pe care în mod tradițional le au doar băncile. În ultimele decenii riscul de credit a devenit însă mai tranzacționabil, de exemplu prin securitizare. Evaluarea riscurilor rămâne o sarcină dificilă care poate conduce la situații în care piața este pusă dintr-o dată în fața unei situații grave de nerespectare a obligațiilor. Mai mult, riscurile asociate CDS sunt amplificate de faptul că obligațiile potențiale care le sunt asociate sunt extreme<sup>1</sup>. Aceste riscuri nu sunt specifice doar CDS-urilor: ele se aplică instrumentelor financiare derivate în general, deși într-o măsură mult mai mică.

#### **2.4. ... după cum a arătat criza financiară**

Criza financiară a demonstrat că aceste riscuri nu sunt teoretice, ci reale. Bear Sterns, Lehman Brothers și AIG erau actori importanți pe piața extrabursieră a instrumentelor derivate, atât în calitate de dealeri sau utilizatori ai instrumentelor derivate OTC, cât și în ambele calități. Problemele cu care s-au confruntat și-au avut originea în afara pieței extrabursiere a instrumentelor derivate, au intrat pe piața instrumentelor derivate prin CDS-urile subscrise de aceste trei instituții și, datorită rolului central pe care le dețineau pe toate piețele extrabursiere de instrumente derivate, s-au extins în tot sistemul și au afectat economia mondială. Pe de o parte, opacitatea pieței a împiedicat ceilalți participanți pe piață să cunoască exact gradul de expunere al partenerilor lor la aceste trei entități, având drept rezultat neîncrederea și pierderea bruscă a lichidității. Pe de altă parte, acest lucru nu a permis autorităților de reglementare să identifice din timp riscurile care se acumulasă în sistem, măsura în care riscurile se concentrasă și, prin urmare, consecințele pe care falimentul acestor entități l-ar fi avut pentru stabilitatea financiară. Slaba reglementare a pieței a exacerbă această problemă deoarece organismele de supraveghere nu dețineau informații suficiente.

În concluzie, criza a pus în evidență modul în care instrumentele financiare derivate în general și CDS-urile în special au creat o rețea de interdependențe reciproce dificil de înțeles,

---

<sup>1</sup> Fluxurile de trezorerie legate de CDS sunt „discontinue”, mai precis în timp ce în vremuri normale vânzătorul unui CDS câștigă o sumă constantă, acesta este supus totuși riscului ca entitatea pe care s-a încheiat CDS-ul să nu își respecte obligațiile, ceea ce îl va forța să plătească valoarea întregului principal minus valoarea obligației nerespectate. Acest lucru a determinat anumite persoane să utilizeze în mod greșit CDS-urile ca instrumente de finanțare.

clarificat și controlat în perioada imediat următoare unui faliment. Prin urmare, criza a demonstrat în mod clar că caracteristicile pieței extrabursiere a instrumentelor derivate – natura privată a contractării cu informații publice foarte puține, rețeaua complexă de interdependențe, dificultatea de a înțelege natura și nivelul riscurilor – sporesc incertitudinea în condiții de tensiune pe piață și, în consecință, prezintă riscuri pentru stabilitatea financiară.

### 3. GESTIONAREA RISCURILOR DE CONTRAPARTE

Aceste riscuri pot fi diminuate prin modul în care sunt structurate funcțiile de tranzacționare și post-tranzacționare. La nivelul tranzacționării, riscurile pot fi reduse prin îmbunătățirea eficienței operaționale, de exemplu prin realizarea, afirmarea și confirmarea electronică a tranzacțiilor<sup>2</sup>. Acest fapt ar avea drept rezultat executarea tranzacțiilor extrabursiere într-un mod similar celui utilizat pe piețele bursiere. Îmbunătățirea eficienței operaționale a fost în centrul atenției autorităților de reglementare înaintea crizei financiare și a contribuit, de exemplu, la asigurarea afirmării și confirmării electronice din ce în ce mai frecvente a CDS-urilor în momentul de față.

Cu toate acestea, deși eficiența operațională este necesară, ea nu este suficientă în sine. Pentru a răspunde în mod eficace riscurilor subliniate anterior, este importantă și îmbunătățirea funcțiilor post-tranzacționare, în special compensarea. Compensarea este modalitatea prin care riscurile menționate anterior sunt reduse. Prin urmare, ea joacă un rol esențial pe piața instrumentelor financiare derivate. Compensarea poate avea loc bilateral, între cele două părți la o tranzacție dată, sau la nivelul pieței centrale, prin intermediul unei contrapărți centrale (CPC). La bursă, compensarea se realizează în mod aproape exclusiv de CPC. Pe piața extrabursieră, ca regulă generală se utilizează compensarea bilaterală, deși unele segmente de piață au și compensare CPC (mai precis swap-urile pe rata dobânzii).

- **Compensarea bilaterală:** în cele mai multe cazuri cele două părți au încheiat contracte de colateral care asigură monitorizarea regulată a evoluției contractului, astfel încât părțile să își gestioneze expunerile la risc una față de cealaltă. În cazul în care valoarea evoluează de așa manieră încât una dintre părți trebuie să ceară plata celeilalte părți, aceasta are dreptul să ceară colateralul. Deși colateralul este important pentru diminuarea riscului de credit, el impune gestionarea relațiilor de decontare cu numeroase părți. Însăși natura acestei rețele bilaterale complexe face dificilă pentru o instituție înțelegerea propriei sale expuneri la credit ținând seama de expunerile reciproce ale contrapărților sale, fără a mai pune la socoteală evaluarea implicațiilor în cascadă a nerespectării obligațiilor de către una din părți.
- **Compensarea CPC:** CPC se interpune în fiecare tranzacție acționând în calitate de contraparte pentru fiecare dintre participanții la o tranzacție. Obligațiile fiecăruia dintre cei doi parteneri la tranzacție sunt acum față de CPC, prin urmare expunerea fiecărei părți pe această piață se rezumă la una și aceeași parte. Utilizarea CPC prezintă numeroase avantaje. O CPC reprezintă o asigurare mutuală cu protecții mutuale. Gestionarea colateralului devine mai simplă, deoarece CPC îl colectează și gestionează. Aceasta este și mai sigură, deoarece CPC este garantul central și este o instituție focalizată doar pe gestionarea riscurilor cu diferite niveluri de protecție. Această concentrare doar pe

---

<sup>2</sup> Pentru o descriere detaliată a acestor concepte a se vedea documentul de lucru al serviciilor Comisiei care însoțește prezenta comunicare, secțiunea 2.2.

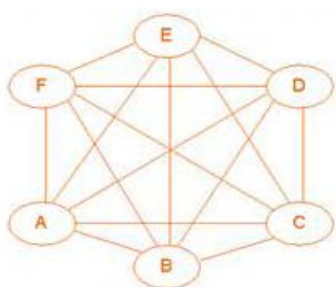


gestionarea riscurilor transformă CPC într-o parte neutră. Fiind în centru, înțelegerea și gestionarea riscurilor devine ușoară pentru CPC. Mai mult, informațiile centrale deținute de CPC facilitează supravegherea riscurilor de către autoritățile de reglementare. Având în vedere rolul sistemic al CPC, este esențial ca aceasta să fie condusă în mod profesionist, suficient capitalizată și bine reglementată astfel încât să fie o instituție sigură<sup>3</sup>.

### Compensare bilaterală versus compensare CPC

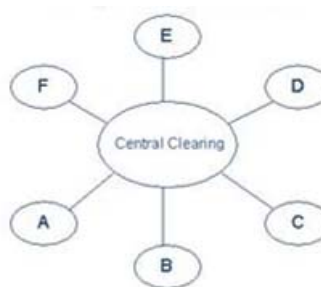
#### Compensare bilaterală

- Rețea de expuneri la contrapărți
- Mișcări complexe ale colateralului
- Efect potențial de domino în cazul nerespectării obligațiilor de către un dealer



#### Compensare CPC

- Sistem centralizat cu garant central
- Întregul colateral se mișcă înspre/dinspre CPC
- CPC capitalizată pentru a face față nerespectării obligațiilor de către dealer



Având în vedere aceste avantaje, se pune întrebarea de ce nu s-a generalizat printre participanții pe piață utilizarea compensării CPC. Primul și cel mai evident motiv este că siguranța are un cost pentru participanți, deoarece aceștia trebuie să contribuie la nivelurile de protecție ale CPC. Al doilea este că o CPC mărește transparența, ceea ce duce la redistribuirea avantajelor informaționale între participanții pe piață, în dezavantajul celor care beneficiază în momentul de față de un astfel de avantaj (mai precis principalii dealeri de instrumente derivate pe piața extrabursieră). Este însă, de asemenea, adevărat că o CPC nu poate fi utilizată în toate circumstanțele. Pentru realizarea unei compensări CPC există un număr de condiții preliminare indispensabile, strâns legate de lichiditate și standardizare, care trebuie îndeplinite înainte de a putea utiliza o compensare CPC. În acest sens, având în vedere că nu toate instrumentele derivate extrabursiere îndeplinesc condițiile necesare pentru a fi compensate printr-o CPC, Comisia va acționa și în sensul îmbunătățirii gestionării riscului de contraparte în tranzacțiile bilaterale.

În concluzie, riscurile asociate instrumentelor financiare derivate variază în funcție de structura pieței. În general, piețele extrabursiere prezintă riscuri mai mari decât locurile de tranzacționare reglementate, deoarece primele sunt mai opace iar relațiile dintre părți mai complexe. Prin urmare, eficiența instrumentelor de diminuare bilaterală a riscurilor lasă mult de dorit, iar modul în care se limitează riscul de contraparte trebuie îmbunătățit substanțial.

<sup>3</sup> Pentru o descriere detaliată a compensării CPC a se vedea documentul de lucru al serviciilor Comisiei care însoțește prezenta comunicare, secțiunea 2.4.2.

#### 4. ACȚIUNI ÎNTREPRINSE DEJA DE COMISIE PENTRU ÎMBUNĂTĂȚIREA STABILITĂȚII FINANCIARE PE PIEȚELE INSTRUMENTELOR DERIVATE

În timp ce instrumentele financiare derivate nu au rămas în afara reglementării europene privind serviciile financiare, creșterea spectaculoasă a piețelor instrumentelor derivate OTC, volumul crescut al pozițiilor speculative acumulat pe piața instrumentelor derivate și participarea mai importantă pe această piață a entităților nereglementate sunt probleme care justifică revizuirea cadrului de reglementare. De la izbucnirea crizei financiare, Comisia a acționat rapid și a luat măsuri pentru a răspunde unora dintre cele mai urgente și acute riscuri asociate instrumentelor derivate.

În primul rând, în ceea ce privește CDS, în octombrie 2008 comisarul McCreevy a cerut (i) să se acorde sistematic atenție pieței instrumentelor derivate în urma învățămintelor trase din criza financiară și (ii) propuneri concrete de diminuare a riscurilor legate de instrumentele derivate de credit<sup>4</sup>. Drept rezultat, dealerii CDS s-au angajat să înceapă până la 31 iulie 2009 compensarea CDS-urilor eligibile pe entități europene de referință și pe indici ai acestor entități prin una sau mai multe CPC europene<sup>5</sup>.

În al doilea rând, unele dintre problemele legate de securitizare, transferul excesiv de risc și evaluarea greșită a riscurilor au fost tratate în revizuirea directivei privind cerințele de capital (CRD)<sup>6</sup>. Această propunere stabilește că societățile care reambalează împrumuturile transformându-le în titluri de valoare comercializabile (cunoscute drept „inițiatori”) vor trebui să rețină o anumită expunere la risc pentru aceste titluri, în timp ce societățile care investesc în titluri vor avea dreptul să ia decizii doar după luarea unor importante măsuri de precauție. Dacă nu respectă această prevedere ele vor suferi grele penalizări de capital.

În al treilea rând, în privința riscului sistemic legat de tranzacțiile speculative, Comisia va adopta în scurt timp o propunere referitoare la cerințele de capital aplicate portofoliului de tranzacționare al instituțiilor financiare și pozițiile din securitizare și resecuritizare. Este foarte probabil ca nivelurile crescute de capital prevăzute în respectiva propunere să împiedice asumarea de riscuri excesive pe termen scurt de către instituțiile financiare.

În al patrulea rând, Comisia reexaminează în momentul de față abordarea sa referitoare la supravegherea piețelor financiare. Propunând crearea unui organism european de supraveghere macro-financiară, Europa va fi capabilă să identifice acumularea excesivă de riscuri în sistem și să acționeze pentru a limita aceste riscuri. Comitetul european pentru riscuri sistemice va contribui la efortul de a împiedica riscurile asociate piețelor de

---

<sup>4</sup> McCreevy, C. (2008). „*Time for regulators to get a better view of derivatives*”, 17 octombrie 2008, SPEECH/08/538.

<sup>5</sup> La 17 februarie 2009, nouă dealeri globali (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) s-au angajat să „utilizeze una sau mai multe contrapărți centrale (CPC) din Uniunea Europeană de îndată ce sunt înființate ca sisteme în temeiul directivei privind caracterul definitiv al decontării (98/26/CE) pentru (i) compensarea swap-urilor pe riscul de credit (CDS) pe entități europene de referință și pe indici ai acestor entități, eligibile pentru CPC și (ii) reportarea contractelor eligibile în curs”. Angajamentul a fost semnat de încă un dealer (Nomura), iar sprijin pentru această inițiativă a fost acordat de Federația Bancară Europeană, Consiliul european al băncilor de stat și de alte asociații bancare europene.

<sup>6</sup> COM/2008/0602 final - COD 2008/0191 de modificare a Directivelor 2006/48/CE și 2006/49/CE în ceea ce privește băncile afiliate instituțiilor centrale, anumite elemente ale fondurilor proprii, expunerile mari, dispozițiile de supraveghere și gestionarea crizelor.

instrumente financiare derivate să reprezinte o problemă pentru ansamblul sistemului economic și financiar.

În al cincilea rând, având în vedere că agențiile de rating au eșuat în misiunea lor de evaluare corectă a riscurilor pe care le prezentau instrumentele complexe, în special datorită conflictelor de interese inerente modelului „emitentul plătește” (*issuer pays*), a devenit evident faptul că acestea nu pot rămâne în afara cadrului de reglementare. În aprilie 2009, Consiliul și Parlamentul European au aprobat un regulament propus de Comisie conform căruia agențiile de rating vor trebuie să respecte standarde stricte de integritate, calitate și transparență și să facă obiectul unei supravegheri continue din partea autorităților publice<sup>7</sup>.

În cele din urmă, Comisia Europeană a propus o directivă privind administratorii fondurilor speculative și ai altor fonduri de investiții alternative (AFIA), care va duce la crearea unui cadru cuprinzător și eficient de reglementare și supraveghere la nivel european. Directiva propusă va permite statelor membre să îmbunătățească supravegherea macro și micro-prudențială a sectorului, să impună limite nivelului de leverage a acestor entități și să întreprindă acțiunile coordonate necesare pentru a asigura funcționarea corespunzătoare a piețelor financiare<sup>8</sup>.

## 5. CALEA DE URMAT: NOI INIȚIATIVE DE ÎMBUNĂTĂȚIRE A STABILITĂȚII FINANCIARE

Criza actuală a evidențiat nevoia de a lua măsuri în domeniul piețelor de instrumente financiare derivate OTC pentru a permite acestora să își îndeplinească rolul economic de o manieră care să nu pună în pericol stabilitatea sistemului. În acest sens, Comisia este de părere că trebuie luate măsuri pentru: a) a permite autorităților de reglementare și organismelor de supraveghere o cunoaștere amănunțită a tranzacțiilor care au loc pe piața extrabursieră a instrumentelor derivate, precum și pozițiile care apar pe aceste piețe; b) a crește transparența instrumentelor derivate extrabursiere față de utilizatorii lor; ar trebui să fie disponibile în special informații mai multe și de mai bună calitate referitoare la prețuri și volume; c) a îmbunătăți eficiența operațională a piețelor instrumentelor derivate pentru a garanta că instrumentele derivate extrabursiere nu amenință stabilitatea financiară și d) a diminua riscurile de contraparte și a promova structurile centralizate. Principalele instrumente care pot fi utilizate pentru atingerea acestor obiective sunt (i) promovarea continuării standardizării, (ii) utilizarea unor servicii de stocare centrală a datelor, (iii) trecerea la compensarea CPC și (iv) transferarea tranzacțiilor spre locuri mai publice și mai organizate<sup>9</sup>. Prezenta secțiune analizează aceste instrumente și sugerează orientări pentru lucrările viitoare.

---

<sup>7</sup> Comisia Europeană (2008) „Propunere de regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind agențiile de rating al creditorilor”, COM(2008)704, aprobată de Parlamentul European și Consiliu la 23 aprilie 2009.

<sup>8</sup> Comisia Europeană (2009) „Propunere de directivă al Parlamentului European și a Consiliului privind administratorii fondurilor de investiții alternative”, COM(2009)207.

<sup>9</sup> Aplicabilitatea acestor instrumente variază în funcție de segmentul de piață. Gradul de complexitate al implementării acestora este foarte diferit. O analiză mai detaliată a eficienței metodelor actuale de diminuare a riscurilor și a nevoii de măsuri suplimentare pentru fiecare segment al pieței extrabursiere sunt prezentate în documentul de lucru al serviciilor Comisiei care însoțește prezenta comunicare, capitolul 4.

## 5.1. Standardizare

În cazul instrumentelor derivate extrabursiere eligibile pentru CPC, standardizarea este o condiție prealabilă pentru utilizarea celorlalte instrumente descrise mai jos. Pentru instrumentele derivate extrabursiere neeligibile pentru CPC, standardizarea suplimentară ar duce la îmbunătățirea eficienței operaționale și reducerea riscurilor operaționale, de exemplu prin încurajarea subscrierii mai substanțiale de contracte standard și a serviciilor de afirmare și confirmare electronică, a stocării centrale, a proceselor de gestionare a colateralului și a automatizării plăților. Deoarece standardizarea este o condiție prealabilă pentru luarea altor măsuri, aceasta va reprezenta elementul central al acțiunii Comisiei de a transforma piețele instrumentelor financiare derivate în piețe eficiente, sigure și solide.

Standardizarea implică însă realizarea unor investiții. Comisia intenționează să ia măsuri pentru a stimula eforturile actuale ale sectorului de a realiza aceste investiții pentru a promova standardizarea în domeniul tuturor instrumentelor derivate OTC care este puțin probabil să fie eligibile pentru compensarea CPC sau negociate la bursă.

## 5.2. Serviciul central de stocare a datelor

Un serviciu central de stocare a datelor colectează informații – cum ar fi numărul tranzacțiilor, mărimea pozițiilor deschise pentru toate tranzacțiile (eligibile sau nu pentru CPC) în scopul creșterii transparenței și al volumului de informații<sup>10</sup>. Acest fapt contribuie atât la sporirea transparenței, cât și la îmbunătățirea eficienței operaționale a pieței. Un serviciu de stocare ar putea furniza și alte servicii (de exemplu, facilitarea decontării și instrucțiuni de plată).

Comisia vede avantajele acestui sistem în termeni de transparență sporită și cunoștințe pe care sistemele de stocare a datelor le pot oferi organismelor de supraveghere. Acest lucru este cu atât mai important cu cât compensarea CPC nu se poate aplica ușor tuturor instrumentelor derivate, deoarece condițiile prealabile nu sunt întotdeauna îndeplinite sau nu pot fi ușor aplicate. Din motive de protecție juridică, supraveghere și continuitate a activității, Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (CESR) va analiza utilitatea unei asemenea facilități. Prin urmare, în lumina viitorului raport al CESR, Comisia va lua măsurile necesare în acest sens.

## 5.3. Compensarea CPC

Dintre cele patru instrumente analizate, cel căruia i s-a acordat cea mai multă atenție până în momentul de față este compensarea CPC. CPC-urile și-au demonstrat valoarea în timpul crizei financiare, așa cum o ilustrează și rolul lor în gestionarea consecințelor falimentului Lehman Brothers. Comisia a încurajat deja sectorul vizat să extindă utilizarea compensării CPC și intenționează să implementeze cu prioritate recomandarea în acest sens a grupului de Larosière.

Există motive serioase legate reglementare, supraveghere și politică monetară pentru localizarea compensării CPC în Europa. Dacă o CPC se află în Europa, este supusă reglementărilor și supravegherii europene. Organismele de supraveghere au acces liber și incontestabil la informațiile deținute de CPC-uri. De asemenea, autoritățile europene pot interveni mai ușor în cazul apariției unor probleme la o CPC europeană. De exemplu, băncile

---

<sup>10</sup> Un astfel de sistem de stocare a datelor există pentru CDS, este vorba despre *Trade Information Warehouse* gestionată de *US Depository Trust and Clearing Corporation* (DTCC).

centrale nu acordă instituțiilor financiare situate în afara zonei lor monetare acces direct la facilitățile de trezorerie<sup>11</sup>.

În domeniul CDS, principalii dealeri de instrumente derivate au semnat un angajament față de Comisia Europeană pentru a transfera până la 31 iulie 2009 compensarea CDS-urilor europene la una sau mai multe CPC și lucrează în momentul de față la standardizarea necesară a contractelor CDS europene, astfel încât compensarea CPC să devină posibilă. Se așteaptă ca până la 31 iulie 2009 să existe două CPC europene care să își ofere serviciile pentru CDS, o treia va fi operațională în decembrie 2009, iar o a patra nu a precizat încă o dată fixă. Per ansamblu, Comisia salută eforturile sectorului de a respecta termenele stabilite în angajamentul luat. Într-adevăr, până acum inițiativele sectorului din domeniul standardizării CDS s-au dovedit eficiente pe ambele maluri ale Atlanticului. Implementarea anumitor aspecte tehnice ale soluțiilor, cum ar fi cele legate de *restructuring credit event*, nu s-a finalizat încă. Prin urmare, dacă industria nu poate să își respecte angajamentele, Comisia va fi obligată să utilizeze alte mijloace, după cum se arată în cele ce urmează. Comisia salută inițiativele sectorului în cauză și va ține cont în totalitate de finalizarea și implementarea acestora atunci când va analiza dacă sunt necesare inițiative suplimentare pentru a asigura o utilizare cât mai larg posibilă a compensării CPC.

Stimulente pentru a utiliza CPC-urile există deja. Participanții pe piață au stimulente naturale pentru a utiliza compensarea CPC, având în vedere că aceasta reduce riscul de contraparte și permite realizarea de economii în privința capitalului propriu, conform reglementărilor. Aceste stimulente nu au fost însă de ajuns pentru a surclasa stimulentele comerciale care favorizează compensarea bilaterală. Prin urmare, Comisia analizează modalitățile de a da mai multă greutate stimulentele pentru utilizarea compensării CPC astfel încât să dispară orice ezitare comercială de a utiliza compensarea CPC ori de câte ori este posibil. Acest lucru poate fi realizat prin (i) modificarea normelor privind capitalul propriu obligatoriu din directiva privind cerințele de capital și (ii) prin acordarea de garanții de reglementare și de supraveghere suplimentare privind fiabilitatea CPC prin intermediul unei viitoare legislații europene și a unei posibile supravegheri comune<sup>12</sup>. Bineînțeles aceste lucrări nu afectează în nici un fel termenul limită asociat eforturilor actuale de a transfera compensarea CDS-urilor europene către una sau mai multe CPC-uri, mai precis 31 iulie 2009.

#### **5.4. Executarea tranzacțiilor**

În principiu, pentru instrumentele derivate standardizate compensate de o CPC, următorul pas logic ar fi ca tranzacționarea acestor contracte să se facă într-un loc de tranzacționare organizat unde prețurile și alte informații legate de acestea sunt disponibile publicului, precum piețele reglementate (cum ar fi bursa instrumentelor derivate) sau un sistem multilateral de tranzacționare (MTF) supus unor cerințe de transparență. Acest lucru ar îmbunătăți transparența prețurilor și managementul riscurilor.

---

<sup>11</sup> Pot exista acorduri de schimb de devize între bănci, însă, din cauza lipsei accesului direct la facilitățile de lichiditate, BCE a indicat în mod clar că ar dori ca CPC să fie situate în zona euro, după cum se arată și în declarația din 18 decembrie 2008 a Consiliului guvernatorilor, care a confirmat că „era nevoie de cel puțin o CPC europeană pentru instrumentele derivate de credit și că, având în vedere potențiala importanță sistemică a unui sistem de compensare și plată a titlurilor de valoare, această infrastructură ar trebui să fie situată în zona euro”. BCE (2008), Decizii luate de Consiliul Guvernatorilor, 18 decembrie 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

<sup>12</sup> Comisia Europeană (2009). Comunicarea Comisiei *Supravegherea financiară europeană*, COM(2009)252.

S-ar putea însă ca tipurile de contracte standardizate care sunt tranzacționate în mod obișnuit în locuri publice să nu răspundă întregii game de nevoi legate de administrarea riscurilor utilizatorilor de instrumente derivate. Majoritatea participanților pe piață au o preferință comercială pentru tranzacțiile extrabursiere. Principalul factor de luat în considerare trebuie să fie însă importanța stabilității financiare pentru existența unor piețe transparente și eficiente din punct de vedere operațional. Există o preferință a societății pentru locurile de tranzacționare transparente, pe cât de publice și de standardizate posibil, în scopul evaluării riscurilor și determinării prețurilor.

Un sistem bazat pe concurența dintre diferitele locuri de tranzacționare (OTC, burse și MTF) prezintă avantaje și pentru eficiența pieței atâta timp cât toate locurile de tranzacționare sunt supuse unor cerințe organizaționale și de transparență adecvate care să garanteze o concurență loială. Alte piețe financiare au ales tranzacționarea transparentă și organizată. Directiva privind piețele instrumentelor financiare (MiFID) a eliminat cerința conform căreia tranzacțiile trebuie să se efectueze pe piețe reglementate (așa-numita „cerință de concentrare”), dar a impus alte locuri de tranzacționare (MTF, internalizatori independenți) unor cerințe adecvate de transparență. În consecință, pentru titlurile în numerar, concurența între locurile de tranzacționare are loc sub acoperirea unor norme organizaționale și de transparență comune. Regimul de transparență al MiFID nu acoperă însă în momentul de față instrumentele derivate, iar raportarea tranzacțiilor nu se aplică instrumentelor financiare care nu sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată.

Luând în considerare natura specială și flexibilă a pieței instrumentelor derivate OTC și regimul aplicabil instrumentelor în numerar, Comisia va examina modalitățile de a se ajunge la un proces de tranzacționare mai transparent și mai eficient al instrumentelor financiare derivate extrabursiere. În acest sens, Comisia va evalua: (i) canalizarea tranzacțiilor viitoare spre locuri de tranzacționare transparente și eficiente și (ii) gradul corespunzător de transparență (preț, tranzacții, poziții) pentru totalitatea tipurilor de piețele de tranzacționare a instrumentelor derivate.

## 6. CONCLUZIE

Instrumentele financiare derivate au un rol important în economie, dar sunt asociate cu anumite riscuri. Criza a pus în evidență faptul că riscurile nu sunt suficient limitate în partea extrabursieră a pieței, în special în privința CDS-urilor. De la începutul crizei financiare Comisia lucrează pentru a răspunde celor mai urgente dintre aceste riscuri.

În plus, Comisia are în vedere măsuri suplimentare pentru accentuarea standardizării și transparenței, consolidarea transferului către compensarea CPC și garantarea faptului că utilizarea acesteia devine o regulă pentru întreaga piață a instrumentelor financiare derivate, precum și pentru canalizarea ori de câte ori este posibil a tranzacțiilor viitoare spre piețe de tranzacționare transparente și eficiente.

În urma consultării publice lansate prin prezenta comunicare, în 25 septembrie 2009 Comisia va organiza o audiere publică. Punctele de vedere și elementele prezentate de părțile interesate vor alimenta o analiză de impact detaliată care va ajuta Comisia să își contureze poziția. Ținând seama de rezultatele consultării, înainte de sfârșitul mandatului său Comisia va trage concluzii operaționale și va prezenta propuneri corespunzătoare, inclusiv propuneri legislative, înainte de sfârșitul anului.

Comisia va ține seama în totalitate de eforturile sectorului în cauză, precum și de progresele realizate de partenerii-cheie ai UE, în special de cadrul exhaustiv de reglementare al instrumentelor financiare derivate extrabursiere anunțat de către Trezoreria SUA. Acest lucru se traduce în special prin obligația de a compensa cu CPC toate contractele standardizate pe instrumente derivate OTC și ar reprezenta o încurajare pentru executarea tranzacțiilor pe „piețe bursiere reglementate și cu sisteme electronice reglementate de executare a tranzacțiilor cu instrumente derivate OTC<sup>13</sup>”. Comisia va continua colaborarea cu autoritățile americane pe aceste probleme, printre altele în contextul dialogului privind reglementarea piețelor financiare pentru a garanta coerența globală a abordărilor strategice și a evita riscurile de arbitraj de reglementare.

---

<sup>13</sup> A se vedea reforma reglementărilor financiare a Trezoreriei SUA, 17 iunie 2009.