

**RO**

**RO**

**RO**



COMISIA COMUNITĂȚILOR EUROPENE

Bruxelles, 20.10.2009  
COM(2009) 563 final

**COMUNICARE A COMISIEI CĂTRE PARLAMETUL EUROPEAN, CONSILIU,  
COMITETUL ECONOMIC ȘI SOCIAL EUROPEAN, COMITETUL REGIUNILOR  
ȘI  
BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ**

**Asigurarea unor piețe eficiente, sigure și solide pentru instrumentele financiare  
derivate: acțiuni strategice viitoare**

**COMUNICARE A COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN, CONSILIU,  
COMITETUL ECONOMIC ȘI SOCIAL EUROPEAN, COMITETUL REGIUNILOR  
ȘI  
BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ**

**Asigurarea unor piețe eficiente, sigure și solide pentru instrumentele financiare  
derivate: acțiuni strategice viitoare**

**(Text cu relevanță pentru SEE)**

## **1. INTRODUCERE**

Instrumentele financiare derivate au un rol util în economie: ele pot fi utilizate pentru a transfera (în totalitate sau în parte) riscurile inerente activității economice de la agenții economici care nu sunt dispuși să le asume către cei care sunt dispuși să facă acest lucru. Acestea/ele au contribuit însă și la turbulențele financiare permițând creșterea efectului de levier și interconectarea participanților pe piață, fapt care a trecut neobservat din cauza lipsei de transparență a pieței datorată structurii predominant extrabursiere a acesteia. În luna iulie a acestui an Comisia identificase deja patru instrumente complementare de reducere a impactului negativ al piețelor extrabursiere ale instrumentelor derivate asupra stabilității financiare: (i) creșterea standardizării, (ii) utilizarea depozitelor de date referitoare la tranzacții, (iii) utilizarea mai intensivă a caselor de compensare în contraparte centrală (CPC) și, (iv) utilizarea pe scară mai largă a locurilor de tranzacționare organizate<sup>1</sup>. Instrumentele propuse au fost subiectul unei consultări a părților interesate și au fost dezbătute la o conferință la nivel înalt care a avut loc în 25 septembrie 2009<sup>2</sup>.

Prezenta comunicare examinează punct cu punct principalele deficiențe ale organizării actuale a pieței instrumentelor derivate și se referă atât la piața extrabursieră, cât și la instrumentele derivate tranzacționate în locuri de tranzacționare organizate. Ea subliniază acțiunile strategice pe care Comisia intenționează să le întreprindă în 2010 pentru a rezolva aceste probleme, răspunzând astfel nevoii de stabilitate și transparență mai mare pe aceste piețe, care a fost recunoscută în raportul De Larosière, în concluziile Consiliului European din iunie 2009 și de G20. Toate propunerile legislative și de altă natură care vizează punerea în aplicare a orientărilor strategice stabilite mai jos vor face obiectul unei analize de impact corespunzătoare.

## **2. ABORDARE GENERALĂ**

Comisia este de părere că trebuie să aibă loc o schimbare de paradigmă. Punctul de vedere tradițional, conform căruia instrumentele financiare derivate sunt instrumente financiare

---

<sup>1</sup> Comunicarea Comisiei „Asigurarea unor piețe eficiente, sigure și solide ale instrumentelor financiare derivate” - COM(2009) 332 final, documentul de lucru al serviciilor Comisiei SEC (2009) 905 și documentul de consultare SEC (2009) 914 .

<sup>2</sup> Răspunsurile primite la consultare, rezumatul punctelor de vedere ale părților interesate, precum și un rezumat al conferinței și al prezentărilor pot fi găsite pe pagina de internet a Comisiei: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/derivatives\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm).

destinate unei utilizări profesionale, care necesită doar o reglementare lejeră, trebuie înlocuit cu o abordare în care legislația permite pieței să stabilească în mod corespunzător prețul riscurilor. Măsurile propuse vor avea drept rezultat trecerea de la o piață de tranzacționare predominant extrabursieră și bilaterală a instrumentelor financiare derivate la o compensare și tranzacționare mai centralizate.

Diferitele segmente ale pieței instrumentelor derivate au caracteristici diferite în ceea ce privește riscul, modul de funcționare și participanții pe piață. În principiu, Comisa estimează că, pentru a evita exploatarea de către participanții pe piață a diferențelor dintre reglementările referitoare la instrumentele derivate, mai precis arbitrajul de reglementare, este necesară o politică globală în acest sector. Propunerile de politică vor ține însă seama pe deplin, atunci când acest lucru este justificat, de particularitățile claselor de active și ale contractelor implicate, precum și de particularitățile participanților pe piață, găsind de asemenea echilibrul just între instituțiile financiare și cele nefinanciare. În același timp Comisia va ține seama de particularitățile anumitor piețe de materii prime, de exemplu piețele de electricitate și gaz, care au o structură fizică de bază specială. Ținând cont de caracteristicile de risc ale diverselor segmente de piață, eforturile Comisiei s-au concentrat, de exemplu, într-o primă fază asupra swap-urilor pe riscul de credit (*credit default swaps*)<sup>3</sup>.

## 2.1. Cooperare internațională

Piața instrumentelor derivate este o piață globală, iar arbitrajul de reglementare trebuie exclus. Pentru a asigura instituirea unui cadru de reglementare internațional solid și convergent, propunerile de mai jos sunt conforme obiectivului reuniunii G20 din 25 septembrie 2009, care cere ameliorarea piețelor extrabursiere ale instrumentelor financiare derivate<sup>4</sup>. Pentru a asigura implementarea consecventă a acestor politici la nivel mondial, Comisia intenționează să precizeze detaliile tehnice în cooperare cu partenerii săi din G20, Consiliul pentru Stabilitate Financiară și, în special, cu SUA, care este în plin proces de elaborarea a unei noi abordări pentru piețele instrumentelor financiare derivate.

## 2.2. Instituții nefinanciare

Sarcina sistemului financiar este de a canaliza fondurile de la deponenți spre proiecte de investiții și prin repartizarea mai largă a riscurilor. Prin urmare stabilitatea financiară este de o importanță vitală pentru instituțiile nefinanciare. În măsura în care firmele nefinanciare au cumpărat protecție de la o firmă financiară, transferând astfel riscurile lor în sistemul financiar, în perioada de dinainte de criză ele au beneficiat în general de o subevaluare a riscului. Prin declinul sever al activității economice, ele au devenit, la rândul lor, victime ale crizei financiare. Instituțiile nefinanciare fac, așadar, parte din rețeaua de interdependențe

---

<sup>3</sup> Comunicatul de presă al Comisiei „*Major step towards financial stability: European market for credit default swaps becomes safer*”(Un pas important spre stabilitatea financiară: piața europeană a swap-urilor pe riscul de credit devine mai sigură), IP/09/1215, 31 iulie 2009.

<sup>4</sup> „Până cel târziu la sfârșitul anului 2012 toate contractele extrabursiere standardizate pe instrumente financiare derivate trebuie tranzacționate la bursă sau, după caz, pe platforme electronice de tranzacționare și compensate prin contrapărți centrale. Contractele extrabursiere pe instrumente derivate trebuie raportate depozitelor de date. Contractele care nu sunt compensate la nivel central sunt supuse unor cerințe mai mari de capital. Solicităm Consiliului pentru Stabilitate Financiară și membrilor săi să evalueze în mod regulat implementarea și să determine dacă aceste măsuri se dovedesc suficiente pentru a îmbunătăți transparența pe piața instrumentelor financiare derivate, a atenua riscurile sistemice și pentru a asigura protecție împotriva abuzurilor de piață.”

creată de contractele pe instrumente derivate și, ca atare, ar beneficia de pe urma politicilor descrise mai jos vizând reducerea riscului de contraparte și creșterea transparenței.

Comisia recunoaște rolul esențial al instrumentelor financiare derivate în acoperirea riscurilor care rezultă din activitatea normală a întreprinderilor. În timp ce majoritatea acoperirilor împotriva riscurilor trebuie în principiu să se realizeze prin instrumente derivate nepersonalizate/standard, instrumentele financiare derivate personalizate vor fi încă necesare. În consecință, Comisia nu dorește să limiteze termenii economici ai contractelor pe instrumente derivate, nici să interzică utilizarea contractelor personalizate și nici ca acestea să devină excesiv de scumpe pentru instituțiile nefinanciare. Funcția prețurilor de alocare a resurselor trebuie însă restabilită: prețul instrumentelor derivate trebuie stabilit în funcție de riscurile sistemice pe care le implică, pentru a evita ca aceste riscuri să fie în cele din urmă transferate contribuabililor. Consolidând stabilitatea financiară în acest mod, devine mai mică probabilitatea apariției în viitor a unor crize financiare atât de severe, iar Europa se înscrie pe o traiectorie de creștere mai sustenabilă.

Costul consolidării infrastructurii pieței extrabursiere a instrumentelor derivate nu trebuie să fie suportat de către contribuabili, ci de către cei care beneficiază în mod direct de pe urma utilizării instrumentelor derivate. Cea mai mare parte a acestui cost va fi suportată de societățile financiare, dar s-ar putea ca o parte a acestuia să revină instituțiilor nefinanciare. Costurile acestea ar trebui însă să scadă progresiv: cu cât se utilizează mai mult infrastructurile pieței centrale, cu atât va fi mai mic costul pe utilizator datorită efectului de rețea. În plus, este foarte probabil ca sectorul societăților nefinanciare să devină principalul beneficiar al propunerii referitoare la transparență din secțiunea 5.

Înainte de finalizarea propunerilor sale Comisia va efectua evaluări ale impactului. Acestea vor ține seama de toate elementele prezentate de către părțile interesate referitoare la costurile și beneficiile orientărilor strategice descrise mai jos, pentru a fi proporționale cu riscurile contribuabililor, deoarece majoritatea instituțiilor nefinanciare nu prezintă o importanță sistemică.

În vederea promovării competitivității și creșterii industriei europene, Comisia va depune eforturi pentru a garanta că toate opțiunile strategice viitoare vor permite instituțiilor nefinanciare gestionarea riscurilor inerente activităților lor.

Obiectivul general de garantare a unor piețe mai sigure a instrumentelor financiare derivate nu trebuie însă să fie compromis de existența lacunelor.

### **3. RISCUL DE CONTRAPARTE**

Criza a demonstrat, printre altele, că participanții pe piață nu stabilesc în mod corect riscul de contraparte. Acest risc se atenuează prin compensare. Compensarea poate avea loc bilateral, între două părți, sau pe o piață centrală, prin intermediul unei contrapărți centrale (CPC), ceea ce implică și garanții corespunzătoare. Prin urmare, propunerile de mai jos vizează consolidarea compensării instrumentelor derivate atât la nivel central, cât și la nivel bilateral.

#### **3.1. Compensare centrală: securitate și soliditate**

Comisia a identificat compensarea CPC drept instrumentul principal de gestionare a riscului de contraparte, opinie împărtășită și de G20. În momentul de față CPC oferă servicii la nivel european însă sunt reglementate la nivel național, deoarece nu există legislație comunitară în

acest sens<sup>5</sup>. Deși recomandările SEBC-CESR<sup>6</sup> au permis inițierea unui proces de convergență a abordărilor naționale, ele nu sunt obligatorii. Având în vedere importanța sistemică a CPC, Comisia intenționează să propună acte legislative care să reglementeze activitatea lor pentru a elimina diferențele dintre legislațiile naționale și a asigura securitatea, soliditatea și guvernanta corespunzătoare a acestora. În comunicarea sa din 3 iulie 2009, Comisia a subliniat, de asemenea, faptul că există motive întemeiate, rezultând din preocupări referitoare la reglementare, supraveghere și politică monetară, pentru a localiza compensarea CPC în Europa. În ziua de azi în Europa există numeroase CPC, însă crearea unui cadru de reglementare și supraveghere clar va contribui în mod semnificativ la creșterea numărului lor.

CPC-urile oferă servicii pentru mai multe categorii de active, cum ar fi acțiunile, obligațiunile sau instrumentele derivate (cotate la bursă sau extrabursiere). Prin urmare, elaborarea unei legislații care să reglementeze activitatea acestora referitoare doar la o singură clasă de active nu ar fi judicioasă. Viitoarea propunere legislativă referitoare la CPC-uri va acoperi aceeași gamă de instrumente financiare ca și directiva MiFID, pentru a asigura coerența de-a lungul lanțului valoric și a evita lacunele. Prin urmare, Comisia va propune o legislație de reglementare a activității CPC care să acopere următoarele aspecte principale:

- (1) **Desfășurarea activității și guvernanță** (de exemplu măsuri în materie de conflicte de interese, acces, transparența riscurilor și procedurilor, continuitatea activității și nivelurile minime de expertiză).
- (2) Reguli care să garanteze că CPC-urile nu utilizează **standarde de gestionare a riscului** prea laxiste. În acest sens, ar putea să fie necesar ca Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (ESMA) să elaboreze norme tehnice de aplicare a regulilor din actul legislativ de bază pentru a garanta că participanții la CPC vor beneficia de cea mai mică cerință de capital posibilă pentru riscul de contraparte la contractele compensate central, conform regimului în curs de finalizare al Comitetului de la Basel. Având în vedere rolul cheie pe care îl joacă în gestionarea riscurilor, CPC-urile trebuie să fie supuse unor cerințe adecvate de capital.
- (3) **Protecția juridică a garanțiilor și pozițiilor** furnizate de clienții membrilor CPC pentru a încuraja utilizarea compensării centrale de către o gamă cât mai largă de participanți pe piață. Normele trebuie să asigure separarea activelor și transferabilitatea activelor și pozițiilor clienților.
- (4) **Autorizația** acordată în temeiul acestei propuneri va permite CPC-urilor să își presteze serviciile în toate statele membre. Pentru a evita dubla verificare și a consolida încrederea reciprocă între autorități, Comisia este de părere că Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (ESMA) trebuie să acorde CPC-urilor autorizația de a funcționa în UE. În vederea asigurării unei supravegheri continue adecvate la nivel european, Comisia dorește împărțirea corespunzătoare a

---

<sup>5</sup> Până în prezent singurul act legislativ comunitar care se referă la securitatea și soliditatea contrapărților centrale este Directiva privind caracterul definitiv al decontării. Deși prezintă o importanță deosebită, deoarece se referă la evitarea efectelor pe care problemele unui participant la o CPC le-ar putea avea asupra celorlalți participanți, directiva nu este un instrument general care să acopere toate aspectele activității CPC-urilor, ci un instrument de gestionare a crizei și, prin urmare, este insuficientă pentru a garanta securitatea și soliditatea acestora.

<sup>6</sup> Sistemul european al băncilor centrale și Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare.

responsabilităților între ESMA și autoritățile naționale de supraveghere. Având în vedere natura specifică și, în special, activitatea pan-europeană a CPC-urilor, acest lucru ar putea implica și acordarea de competențe directe de supraveghere Autorității europene pentru valori mobiliare și piețe. Ținând seama de responsabilitățile potențiale sau contingente care ar putea apărea, alternativa ar fi încredințarea, în cadrul ESMA, a supravegherii continue unui colegiu de supraveghetori din statele membre cele mai direct afectate.

- (5) ESMA trebuie, de asemenea, să ajute Comisia în elaborarea deciziilor de **recunoaștere a CPC-urilor din țări terțe** care sunt supuse unei supravegheri și reglementări comparabile și la fel de cuprinzătoare, analizând cererile de acces pe piață ale furnizorilor din țări terțe pe baza preocupărilor legate de prudențialitate.

### 3.2. Garanțiile în compensarea bilaterală

Dacă într-o lume ideală toate instrumentele financiare derivate ar fi compensate central, în realitate nu toate aceste instrumente sunt adaptate unei asemenea compensări. Unele produse pot fi prea personalizate, în timp ce altele s-ar putea să nu fie destul de lichide pentru a fi compensate central. Asemenea contracte vor continua să fie compensate bilateral, părțile schimbând garanții pentru a-și acoperi expunerea. Nivelul actual al garanțiilor este însă foarte scăzut și nu reflectă riscul pe care tranzacțiile cu instrumentele derivate compensate bilateral îl prezintă pentru sistemul financiar în momentul în care ating o anumită masă critică. Societățile financiare trebuie să dețină garanții mai mari pentru a-și acoperi riscul de credit.

Comisia va propune o legislație care să impună societăților financiare (de exemplu instituțiilor de credit, firmelor de investiții, societăților de gestionare a investițiilor) furnizarea unei marje inițiale (în funcție de caracteristicile contrapărții) și a unei marje de variație (schimbarea valorii contractului). Aceste cerințe ar reprezenta și un stimulent pentru utilizarea compensării centrale deoarece ar reduce avantajul economic al furnizării unei garanții mult prea mici comparativ cu cerințele stricte în materie de garanții ale CPC.

Cu excepția cazului de neîndeplinire a obligațiilor, schimbul de garanții nu afectează venitul net al unei entități. S-ar putea însă ca societățile nefinanciare care utilizează instrumente derivate să nu fie dispuse să furnizeze garanții în numerar pentru marja de variație, deoarece acest lucru ar avea un efect negativ asupra lichidităților lor. În acest caz, contrapartea financiară ar fi expusă la riscul de credit, pe care va trebui să îl gestioneze cu clientul său. Cerința de marjă de variație, în cazul în care este necesară pentru societățile nefinanciare, trebuie concepută în așa fel încât să nu compromită capacitatea societăților de a utiliza pentru transferul riscurilor instrumentele derivate, în special în cazul societăților în care utilizarea instrumentelor derivate se situează sub un anumit prag. Pe de altă parte, acordarea unui tratament special societăților nefinanciare ar putea crea lacune care ar permite societăților financiare realizarea unui arbitraj de reglementare. Orice eventuală exceptare trebuie concepută în așa fel încât să nu permită niciun abuz.

### 3.3. Cerințele de capital în compensarea bilaterală

În comunicarea sa din luna iulie Comisia a analizat posibilitatea supunerii contractelor care nu sunt compensate la nivel central unor cerințe mai mari de capital. În urma reuniunii G20 de la Pittsburgh, acesta a devenit un principiu acceptat la nivel mondial. Cerințele mai mari de capital ar reflecta riscul mai mare pe care asemenea contracte îl reprezintă pentru sistemul financiar. Deoarece aceste cerințe de capital se aplică după schimbul bilateral de garanții și

compensarea expunerilor, această abordare ar reprezenta un stimulent suplimentar pentru ca participanții pe piață să tranzacționeze o gamă mai mare de produse prin compensare centrală. Comisia se va asigura așadar că normele vor face o distincție clară între riscul de contraparte mai scăzut al contractelor compensate de o CPC și riscul de contraparte mai ridicat al contractelor compensate bilateral, . Principala măsură care poate fi luată în acest sens este mărirea diferenței dintre cerințele de capital pentru contractele compensate central și cele compensate bilateral din directiva privind cerințele de capital<sup>7</sup>.

Schimbările trebuie să fie consecvente cu abordarea definită de Comitetul de supraveghere bancară de la Basel, forumul global în materie de norme internaționale de capital pentru bănci, pentru a nu denatura concurența și a limita posibilitățile de utilizare a arbitrajului de reglementare. Comisia va coopera cu partenerii săi pentru a asigura obținerea unui acord și va face tot posibilul pentru a propune în cursul anului 2010 modificarea directivei privind cerințele de capital conform principiilor enunțate mai sus.

### **3.4. Obligativitatea compensării centrale**

În afară de cerințele de capital pentru produsele care nu sunt compensate central, Comisia intenționează să propună obligativitatea compensării prin CPC a instrumentelor derivate standardizate, în conformitate cu declarația G20. În vederea elaborării propunerilor detaliate Comisia va coopera cu partenerii săi din G20, în special cu SUA, pentru a găsi soluții ambițioase la problemele practice legate de aplicarea acestei cerințe. Este vorba în special de determinarea contractelor care pot fi considerate standardizate în vederea compensării centrale. În timp ce contractele standardizate trebuie să devină o regulă, contractele nestandardizate trebuie, de asemenea, supuse unei supravegheri mai atente.

## **4. RISCUL OPERAȚIONAL**

Riscul operațional se referă la pierderile rezultate din procese interne inadecvate sau disfuncționale sau din evenimente externe și include un risc juridic. Piața a depus eforturi în vederea reducerii riscului operațional. De exemplu, practicile de pe piață au dus la elaborarea unei documentații juridice standard pentru o parte importantă a pieței instrumentelor financiare derivate. Mai mult, participanții pe piață au trecut treptat la procesarea electronică a tranzacțiilor. Este foarte probabil ca aceste eforturi să fie accentuate prin utilizarea obligatorie a depozitelor de date și utilizarea tot mai largă a compensării centrale. Rezultatul va fi o mai mare standardizare a contractelor în ceea ce privește procesarea electronică și clauzele juridice standard (fără ca acest fapt să afecteze termenii economici ai contractului), ceea ce va facilita compensarea centrală.

Comisia consideră însă că eforturile sectorului îndreptate spre reducerea riscurilor operaționale trebuie înmulțite. În acest sens Comisia intenționează să evalueze dacă este necesară revizuirea abordării în materie de risc operațional din directiva privind cerințele de capital în vederea încurajării standardizării contractelor și a procesării electronice.

În plus, se simte nevoia mai multor acțiuni colective ale participanților pe piață. Prin urmare, Comisia, bazându-se pe succesul grupului de lucru pentru instrumente financiare derivate, va stabili obiective europene ambițioase, cu termene stricte, pentru standardizarea legală și

---

<sup>7</sup> Directiva 2006/48/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 14 iunie 2006 privind inițierea și exercitarea activității instituțiilor de credit (JO L 177, 30.6.2006, p. 1).



operațională, asigurându-se, în același timp, că eforturile globale iau în considerare particularitățile europene astfel încât beneficiile acestora să se facă resimțite în întregime și în Europa.

## **5. TRANSPARENTĂ**

Piața extrabursieră a instrumentelor financiare derivate a suferit în mod evident de lipsa de transparență a prețurilor, tranzacțiilor și pozițiilor. Lipsa de transparență față de autoritățile de reglementare și față de piață a variat în timp și în funcție de produse, însă, la modul general, a împiedicat supravegherea eficientă de către aceste organisme a pieței instrumentelor derivate în materie de riscuri sistemice și abuzuri de piață. Pentru participanții pe piață a făcut dificil accesul la prețuri fiabile, evaluarea riscului, estimarea pozițiilor și verificarea executării optime.

### **5.1. Depozitele de date referitoare la tranzacții**

Organismele de reglementare a riscurilor sistemice și a sistemului financiar trebuie să aibă o privire de ansamblu completă asupra pieței instrumentelor financiare derivate. Prin urmare, trebuie să devină obligatorie raportarea tuturor tranzacțiilor către depozitele de date. Informațiile privind tranzacțiile realizate la bursele de valori sau compensate prin CPC pot fi furnizate organismelor de reglementare direct de către aceste entități. Comisia va propune acte legislative care să reglementeze depozitele de date, precum și noi obligații de raportare pentru participanții pe piață.

Depozitele de date vor avea un rol principal în noua structură de piață. Prin urmare, ele trebuie reglementate pentru a garanta funcționarea sigură, robustă și eficientă a acestora. Legislația trebuie să asigure un cadru juridic comun pentru funcționarea depozitelor de date referitoare la tranzacții și trebuie să acopere, printre altele, cerințele de autorizare și de înregistrare, accesul și participarea la un depozit de date, comunicarea de informații, calitatea și actualitatea informațiilor, accesul la informații, protejarea acestora, securitatea juridică a contractelor înregistrate, guvernanta și fiabilitatea operațională<sup>8</sup>.

Comisia consideră că ESMA trebuie să fie responsabilă cu autorizarea și supravegherea depozitelor de date referitoare la tranzacții deoarece aceste depozite își oferă serviciile la nivel european sau chiar mondial. Tot ESMA trebuie să fie responsabilă și cu autorizarea funcționării în UE a depozitelor de date din țări terțe în temeiul unei decizii a Comisiei privind echivalența cadrelor de reglementare, ținând seama de preocupările legate de prudențialitate. ESMA trebuie să garanteze că, pe bază de reciprocitate, organismele europene de reglementare au acces neîngrădit la informații internaționale complete. În absența acestui acces, Comisia va încuraja crearea și funcționarea în Europa a depozitelor de date referitoare la tranzacții. Prin urmare, ESMA va acționa în calitate de intermediar pentru difuzarea informațiilor referitoare la instrumentele derivate către organismele de reglementare, precum și către organismele de reglementare sectoriale<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> O inițiativă vizând atingerea acestor obiective a fost lansată de Forumul organismelor de reglementare a instrumentelor derivate extrabursiere.

<sup>9</sup> Pe unele piețe de instrumente derivate pe materii prime (de exemplu pe electricitate și gaz) interdependențele dintre piețele la vedere și piețele instrumentelor derivate necesită o atenție deosebită. Funcția ESMA de intermediar va garanta că depozitele de date vor avea un organism de reglementare principal, lucru important din punct de vedere al eficienței. Astfel, se va asigura și un punct practic de acces la informații pentru organismele de reglementare sectoriale. Deoarece principalul obiectiv urmărit

## 5.2. Tranzacționarea pe piețe organizate

Conform concluziilor G20, „toate contractele extrabursiere standardizate pe instrumente financiare derivate trebuie tranzacționate la bursă sau, după caz, pe platforme electronice de tranzacționare”. În UE acest lucru presupune ca tranzacțiile eligibile pentru a fi efectuate la bursă să aibă loc în locuri de tranzacționare organizate, conform definiției din MiFID<sup>10</sup>. Aproape toate bursele pentru instrumente derivate utilizează o contraparte centrală. Completarea compensării centrale cu tranzacționarea la bursă ar elimina caracterul bilateral al încheierii tranzacțiilor, ameliorând în mod clar vizibilitatea prețurilor, volumelor și a pozițiilor deschise și facilitând accesul pe piață.

## 5.3. Transparența ante și post-tranzacționare

Tranzacționarea în locuri organizate va trebui să fie însoțită de înăsprirea dispozițiilor aplicabile acestor locuri, în special în ceea ce privește transparența tranzacțiilor. Armonizarea cerințelor de transparență ante și post-tranzacționare referitoare la publicarea tranzacțiilor, a prețurilor asociate acestora și a volumelor pentru diferitele locuri de tranzacționare trebuie analizată cu atenție, inclusiv în cazul piețelor extrabursiere. Va fi esențială evitarea lacunelor în cadrul aplicabil locurilor de tranzacționare și garantarea faptului că instrumentele derivate sunt acoperite în întregime. Aceste aspecte vor fi analizate cu ocazia revizuirii din 2010 a directivei MiFID.

Obligațiile înăsprițe de transparență vor trebui să fie măsurate pentru a atenua efectele colaterale excesive asupra lichidității și costurile administrative disproporționate.

În plus, liderii G20 au căzut de acord la Pittsburgh „să îmbunătățească reglementarea, funcționarea și transparența piețelor financiare și de materii prime pentru a rezolva problema volatilității excesive a prețului materiilor prime”. Regulamentele financiare vor fi modificate ca parte a efortului de a garanta că piețele instrumentelor derivate pe agricultură ale UE își mențin funcția inițială de descoperire a prețului și acoperire împotriva riscului ca instrumente de gestionare a volatilității prețurilor<sup>11</sup>. Aceste măsuri vor fi introduse în același timp cu cerințele de transparență pentru toate piețele instrumentelor financiare derivate (și probabil și pentru alte piețe, diferite de piețele acțiunilor), cu ocazia revizuirii directivei MiFID.

În ceea ce privește piețele de electricitate și gaz ale UE, în 2010, ca parte a unui ansamblu complet de măsuri în favoarea integrității pieței, Comisia va face propuneri vizând asigurarea publicării tranzacțiilor en gros, inclusiv de pe piața la vedere, pentru a îmbunătăți procesul de descoperire a prețurilor, accesul pe piață și încrederea generală a publicului<sup>12</sup>.

---

prin introducerea obligativității utilizării depozitelor de date referitoare la tranzacții este stabilitatea financiară, s-ar putea ca supravegherea piețelor la vedere pe materii prime să fie structurată în mod diferit.

<sup>10</sup> Piețe reglementate, sisteme multilaterale de tranzacționare sau internalizatori sistematici.

<sup>11</sup> Comisia intenționează să dezvolte aceste aspecte în viitoarea comunicare privind o mai bună funcționare a lanțului de aprovizionare cu produse alimentare în Europa.

<sup>12</sup> În ianuarie 2009 Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (CESR) și Grupul european de reglementare în domeniul energiei electrice și al gazelor (ERGEG), ca parte a eforturilor de îmbunătățire a accesului pe piață și a procesului de descoperire a prețurilor, au recomandat Comisiei elaborarea de măsuri specifice vizând transparența pentru tranzacțiile cu electricitate și gaz.

## 6. INTEGRITATEA ȘI SUPRAVEGHEREA PIEȚEI

În conformitate cu concluziile G20, în UE au fost lansate deja numeroase măsuri vizând îmbunătățirea integrității pieței instrumentelor derivate.

Revizuirea în 2010 a directivei privind abuzul de piață va extinde domeniul de aplicare al dispozițiilor relevante pentru a acoperi într-o manieră completă și piața instrumentelor financiare derivate. Autoritățile europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare prognozează în privința cerinței de a raporta tranzacțiile de pe piața extrabursieră a instrumentelor derivate. În contextul eforturilor de aliniere a normelor aplicabile piețelor fizice și financiare ale energiei, se prevede elaborarea unei propuneri adaptate privind supravegherea la nivelul UE a piețelor la vedere de electricitate și gaz vizând asigurarea transparenței și integrității pieței. În mod similar, până la sfârșitul anului 2010, Comisia trebuie să verifice dacă piața cotelor de emisie este suficient protejată de utilizările abuzive ale informațiilor confidențiale și de manipulările pieței și, după caz, să prezinte propuneri care să asigure protecția necesară<sup>13</sup>. În plus, în domeniul agriculturii se prevede introducerea unei raportări mai complete a tranzacțiilor și pozițiilor către organismele de reglementare a tranzacțiilor cu instrumente derivate.

Revizuirea MiFID va permite finalizarea lucrărilor privind exceptările anumitor categorii de societăți comerciale care efectuează tranzacții cu instrumentele financiare derivate pe materii prime. Dispozițiile MiFID referitoare la autorizare și condițiile de exercitare a activității, raportare și norme de conduită nu se aplică acestor societăți. La elaborarea concluziilor vor fi luate în considerare rezultatele diverselor consultări<sup>14</sup> și evenimentele recente care pledează în favoarea reglementării piețelor financiare pentru a acoperi toți participanții importanți.

În cele din urmă, Comisia intenționează să propună norme care să dea organismelor de reglementare posibilitatea de a stabili limite ale pozițiilor pentru a contracara mișcările disproporționate ale prețurilor sau concentrarea pozițiilor speculative<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Articolul 12 alineatul (1a) din Directiva 2003/87/CE, astfel cum a fost modificată.

<sup>14</sup> A se vedea, de exemplu, avizul Comitetului european al inspectorilor bancari și al Comitetului autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) și cel al grupului european de experți în piețele valorilor mobiliare ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/commodity\\_derivatives\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf))

<sup>15</sup> Acest lucru este deosebit de important pentru piețele de materii prime. A se vedea, de exemplu, nota de subsol numărul 11.

## 7. REZUMAT

Comisia este de părere că aceste acțiuni vor duce la o schimbare de paradigmă. Punctul de vedere tradițional, conform căruia instrumentele financiare derivate sunt instrumente financiare destinate unei utilizări profesionale, care necesită doar o reglementare lejeră, va fi înlocuit cu o abordare în care prețul riscurilor este stabilit în mod corespunzător. Abordarea generală va limita apariția lacunelor și a arbitrajului de reglementare.

Tabelul de mai jos rezumă acțiunile strategice concrete descrise anterior. Comisia va începe acum procesul de elaborare a legislației, în special prin lansarea analizelor de impact, pentru a putea prezenta în 2010 o propunere legislativă ambițioasă de reglementare a instrumentelor financiare derivate. La finalizarea acestor propuneri Comisia va coopera îndeaproape cu toate părțile interesate din UE, precum și cu partenerii săi internaționali. Doar acționând împreună putem pune fundațiile unei piețe a instrumentelor financiare derivate cu adevărat eficientă, sigură și solidă.

### Acțiuni strategice viitoare pentru asigurarea unor piețe eficiente, sigure și solide pentru instrumentele financiare derivate

Obiectiv	Acțiuni propuse	Termen
Reducerea riscului de contraparte – intensificarea utilizării compensării	(1) Propunerea unei legislații referitoare la compensarea CPC care să reglementeze: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) normele de siguranță (de ex. desfășurarea activității, guvernanta, gestionarea riscului, protecția juridică a garanției și a pozițiilor)</li> <li>(b) Autorizarea/retragerea autorizației și supravegherea CPC</li> <li>(c) Obligativitatea compensării CPC pentru instrumentele financiare derivate standardizate</li> </ul>	Mijlocul anului 2010
	(2) Modificarea directivei privind cerințele de capital vizând: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) Obligativitatea deținerii de către firmele financiare a unei marje inițiale și a unei marje de variație;</li> <li>(b) Diferențierea netă în directivă a cerințelor de capital pentru contractele compensate CPC și cele compensate în afara CPC</li> </ul>	Sfârșitul anului 2010
Reducerea riscurilor operaționale - standardizare	(3) Analizarea oportunității unei revizui a abordării în materie de risc operațional în directiva privind cerințele de capital în vederea încurajării standardizării contractelor și a procesării electronice.	Sfârșitul anului 2010
	(4) Colaborarea cu sectorul pentru creșterea gradului de standardizare a regimurilor juridice și a proceselor.	În curs
Creșterea transparenței – depozite de date referitoare la tranzacții	(5) Propunerea unei legislații referitoare la depozitele de date vizând:	Mijlocul anului 2010
	(a) Reglementarea depozitelor de	

	<p>date referitoare la tranzacții</p> <p>(b) Obligatoritatea raportării tranzacțiilor extrabursiere cu instrumentele financiare derivate către depozitele de date.</p>	
Creșterea transparenței – tranzacționare	<p>(6) Modificarea MiFID vizând introducerea obligativității raportării tranzacțiilor și pozițiilor în paralel cu CPC-urile și depozitele de date referitoare la tranzacții.</p> <p>(7) Garantarea tranzacționării contractelor standardizate în locuri organizate de tranzacționare, în conformitate cu MiFID</p> <p>(8) Îmbunătățirea, în dispozițiile directivei MiFID, a transparenței tranzacțiilor și prețurilor în locurile de tranzacționare și pe piețele extrabursiere, după caz.</p> <p>(9) Finalizarea revizuirii exceptărilor de la directiva MiFID a firmelor efectuează tranzacții cu materii prime</p>	Sfârșitul anului 2010
Îmbunătățirea integrității pieței	<p>(10) Extinderea domeniului de aplicare al directivei privind abuzurile de piață la instrumentele derivate extrabursiere</p> <p>(11) Noi dispoziții în directiva MiFID care să acorde autorităților de reglementare competențe suplimentare pentru a putea stabili limite ale pozițiilor</p>	Sfârșitul anului 2010