

SK

SK

SK



KOMISIA EURÓPSKÝCH SPOLOČENSTIEV

Brusel, 3.7.2009
KOM(2009) 332 v konečnom znení

OZNÁMENIE KOMISIE

Zaisťovanie efektívnych, bezpečných a zdravých trhov s derivátmi

{SEK(2009) 905 v konečnom znení}
{SEK(2009) 914 v konečnom znení}

OZNÁMENIE KOMISIE

Zaisťovanie efektívnych, bezpečných a zdravých trhov s derivátmi

(Text s významom pre EHP)

1. Úvod

Prebiehajúca finančná kríza spôsobila, že deriváty sa dostali do popredia pozornosti regulačných orgánov. Hroziaci kolaps banky Bear Sterns v marci 2008, krach banky Lehman Brothers 15. septembra 2008 a nútená záchrana spoločnosti AIG 16. septembra podčiarkli významnú úlohu, ktorú deriváty zohrávajú vo všeobecných swapoch a najmä v swapoch na úverové zlyhanie (credit default swaps, CDS).

Ohľadom existencie výhod a rizík trhov s derivátmi, ako ich odhalila finančná kríza, panuje všeobecný konsenzus. Zo správy skupiny na vysokej úrovni, ktorej predsedal Jacques de Larosière, vyplynuli riziká súvisiace s prudkým nárastom používania úverových derivátov, pričom v správe bola zdôraznená potreba riešiť nedostatok transparentnosti na trhu. S týmto zámerom sa v správe odporúčalo prijať opatrenia na zjednodušenie a štandardizáciu mimoburzového obchodovania s derivátmi (OTC) a zaviesť zúčtovanie centrálnou protistranou (CCP). Výsledkom samitu G20 v Londýne v apríli bol záväzok podporovať štandardizáciu a odolnosť trhov s úverovými derivátmi, a to najmä prostredníctvom zriaďovania centrálnych zúčtovacích protistrán podliehajúcich účinnej regulácii a dohľadu. Zasadnutie Európskej rady 19. júna 2009 zároveň vyzvalo na dosahovanie ďalšieho pokroku s cieľom zabezpečiť transparentnosť a stabilitu trhov s derivátmi.

Komisia od októbra 2008 aktívne pracuje na hĺbkovom preskúmaní trhov s derivátmi. Ako bolo komunikované v oznámení „Stimuly na oživenie hospodárstva v Európe“, v tomto oznámení sa prezentujú zistenia tohto preskúmania a pripravuje sa pôda pre nadchádzajúce opatrenia, ktorými sa majú riešiť zistené problémy. Komisia bude zároveň pokračovať v konštruktívnej spolupráci s odvetvím, aby sa zabezpečilo, že jej záväzok zaviesť centrálny systém zúčtovania v EÚ do konca júla 2009 bude splnený. Komisia v plnej miere zohľadní opatrenia prijaté odvetvím pri návrhu následných krokov.

Toto oznámenie sprevádza pracovný dokument útvarov Komisie, ktorý obsahuje prehľad i) trhov s derivátmi, ii) mimoburzových segmentov trhov s derivátmi a iii) posúdenie účinnosti súčasných opatrení na znižovanie rizík, najmä pokiaľ ide o swapy na úverové zlyhanie (CDS).

Komisia víta spätnú väzbu zainteresovaných strán k smerovaniu predloženému v tomto oznámení a najmä k osobitným otázkam, ktoré sú podrobnejším spôsobom vytýčené v sprievodnom konzultačnom dokumente. Reakcie by sa Komisii mali zasielať do 31. augusta 2009.

2. DERIVÁTY A TRHY S DERIVÁTMI

V tejto kapitole je vysvetlené, čo sú deriváty, aké výhody z nich pre hospodárstvo plynú a riziká, ktoré s nimi môžu byť spojené. Posledne spomenuté riziká boli stredobodom finančnej krízy.

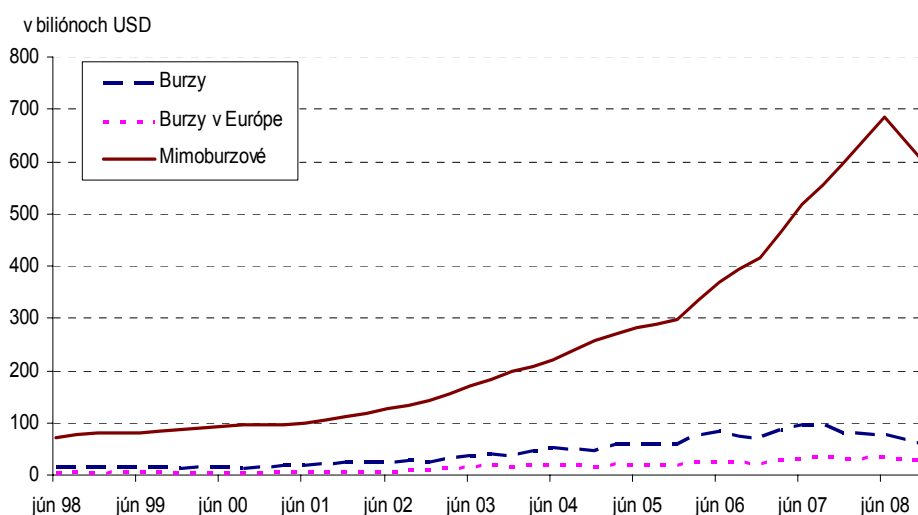
2.1. Čo sú deriváty?

Deriváty sú finančné zmluvy, na základe ktorých sa obchoduje a prerozdeľujú riziká, ktoré vznikajú v reálnom hospodárstve, vzhľadom na čo sú pre hospodárske subjekty dôležitými nástrojmi na prenášanie rizika. Dajú sa použiť tak na zabezpečenie rizika, ako aj na nadobudnutie rizika s cieľom vytvoriť zisk. Derivátmi sa nazývajú preto, lebo ich hodnota je „derivovaná“ resp. odvodená od „podkladového“, napr. finančného nástroja, komodity, trhovej premennej alebo dokonca služby.

Existuje mnoho druhov derivátov. Niektoré (napr. zmluvy futures) sú štandardnými produktmi, zatiaľ čo iné nie, a to preto, lebo každá zmluva je šitá na mieru osobitným potrebám používateľa (napr. swapy). So štandardizovanými derivátmi sa zvyčajne obchoduje na organizovaných obchodných miestach, kde sú ceny verejne zobrazené (napr. derivátové burzy), kým s neštandardizovanými derivátmi sa obchoduje mimo búrz, vzhľadom na čo sa často nazývajú mimoburzové („over-the-counter“, OTC), kde sa informácie o cenách nezverejňujú.

Za ostatné desaťročie sa miera ich používania závratne zvýšila. Tento nárast sa premietol do mimoburzových transakcií, ako to ukazuje nižšie uvedený graf.

Veľkosť trhov s derivátmi: burzové a mimoburzové transakcie



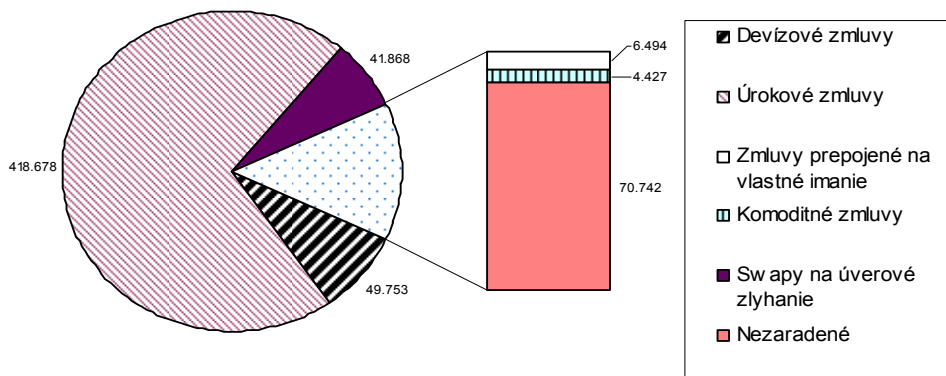
Poznámka: V grafe sú znázornené nominálne nesplatené sumy v burzových verus mimoburzových segmentoch trhu v biliónoch USD za roky 1998-2008. Trendy ukazujú nesplatené sumy celosvetovo, pričom podiel európskych búrz na trhu je znázornený oddelene (pre mimoburzové údaje podobné geografické rozdelenie neexistuje). Zdroj: BIS (Banka pre medzinárodné zúčtovanie).

Mimoburzové deriváty sa vo všeobecnosti rozdeľujú do piatich základných segmentov: devízové deriváty, úrokové deriváty, deriváty vlastného imania, komoditné deriváty a úverové deriváty, z ktorých najdôležitejšie sú swapy na úverové zlyhanie. Nižšie uvedený graf

znázorňuje relatívne váhy týchto segmentov. V kapitole 3 pracovného dokumentu útvarov Komisie sú tieto segmenty prezentované podrobnejšie, pričom sa opisujú rozličné vlastnosti a riziká spojené s jednotlivými druhmi mimoburzových derivátov.

Segmenty mimoburzového trhu s derivátmi

Nominálne nesplatené sumy, v biliónoch USD, december 2008



Zdroj: BIS (2009)

2.2. Deriváty sú výhodné pre hospodárstvo...

Ak nie je nikto ochotný podstupovať riziko, žiadne hospodárstvo nemôže prosperovať. Podnikateľ, ktorý zakladá firmu, podstupuje riziko, že táto firma skrachuje. Banka, ktorá tejto firme požičiava peniaze, riskuje, že svoju pôžičku nedostane plne splatenú späť. Bez toho, aby podnikateľ založil firmu, by však sporiteľ, ktorý si uložil svoje prostriedky do banky, mal o príležitosť menej, ako dosiahnuť obstojnú návratnosť svojich úspor. Sporiteľ vie, že čím väčšia návratnosť, tým rizikovejší je projekt, ktorý financuje. Financovanie investičných prostriedkov preto závisí od toho, či je niekto ochotný znášať súvisiace riziko. Nikto nemá rád, keď musí podstupovať prílišné riziko, vzhľadom na čo je výhodné, ako sa riziká dajú zdieľať.

Deriváty to dokážu zabezpečiť. Rozdeľujú resp. prerozdeľujú riziká a dajú sa použiť ako ochrana pred konkrétnym rizikom („zabezpečenie“), alebo ako nástroj na zaujatie špekulatívnych pozícií. Najmä komerčné subjekty, ako napr. letecké spoločnosti, výrobcovia apod. používajú deriváty na krytie rizika zvýšenia ceny základných materiálov, ktoré používajú na chod svojho podniku, a na lepšie plánovanie svojich budúcich potrieb.

2.3. ... môžu ho však vystaviť riziku...

Inštitúcie zúčastňujúce sa na trhoch s derivátmi môžu pomocou derivátov kryť, alebo „zabezpečiť“ riziká, ktorým čelia. Ak sú však riziká zabezpečované na mimoburzových trhoch, pri absencii spoľahlivých verejných informácií o týchto trhoch je pre účastníkov trhu a orgány dohľadu ťažké určiť, či boli tieto riziká účinne zabezpečené.

Ak obchodníci s derivátmi nie sú ani tvorcami trhu a ani nemajú žiadny záujem na podkladovom aktíve, uľahčujú špekulácie, volatilitu a hromadenie rizík v systéme. Deriváty sa tak dajú použiť ako prostriedok na vyvažovanie súvahy tých subjektov, ktoré sa zapájajú do trhov s derivátmi, pretože umožňujú účastníkom trhu zaujímať pozície s menším objemom kapitálu, než aký by bol treba pri investovaní na peňažných trhoch.

Ak navyše protistrana zlyhá, môže byť náročné nájsť iné protistrany, ktoré by nahradili zabezpečenie. Tieto protistrany môžu byť tiež samé v ťažkostiach, alebo vzhľadom na všeobecnú neistotu neochotné vstúpiť do obchodu. Na trhoch s malým počtom účastníkov sa tento problém zintenzívňuje.

Vo všeobecnosti je teda pri uzatváraní mimoburzovej zmluvy náročné *posúdiť* riziko, že protistrana zlyhá. Na vysoko prepojených finančných trhoch by na takéto posúdenie bolo v zásade potrebné, aby ktorýkoľvek účastník trhu disponoval dobrými znalosťami o všetkých ostatných účastníkoch trhu. Keďže o mimoburzových trhoch existuje málo verejných informácií, takéto znalosti nie sú úplné.

CDS sú vo všetkých týchto ohľadoch obzvlášť zraniteľné. Zatiaľ čo väčšina derivátom závisí od pozorovateľných trhových cien (napr. úrokovej miery alebo devízových kurzov), CDS sú iné. Riziko, ktoré sa nimi kryje – úverové riziko – nie je bezprostredne pozorovateľné, no vyžaduje si osobitné informácie o požičiavajúcom, ktorými obvykle disponovali iba banky. V ostatných desaťročiach sa však zvýšila obchodovateľnosť úverového rizika, napr. prostredníctvom sekuritizácie. Posúdenie rizika je i naďalej náročné, čo môže viesť k situáciám, keď trh z ničoho nič zaznamená významné zlyhanie. Riziká súvisiace s CDS navyše ďalej zintenzívňuje skutočnosť, že potenciálne povinnosti, ktoré sú na ne naviazané, sú krajne závažné¹. Tieto riziká sa neobmedzujú iba na CDS: vzťahujú sa na deriváty vo všeobecnosti, aj keď v menej dramatickej miere.

2.4. ... ako to ukázala finančná kríza.

Finančná kríza dokázala, že tieto riziká nie sú iba teoretickej povahy, ale že sú skutočné. Bear Sterns, Lehman Brothers a AIG boli významnými hráčmi na mimoburzovom trhu s derivátmi, a to buď ako dileri alebo ako používatelia mimoburzových derivátov, alebo oboje. Ťažkosti, ktorým čelili, mali pôvod mimo mimoburzových trhov s derivátmi, pričom na trh s derivátmi vstúpili cez CDS vypísané týmito tromi inštitúciami a vzhľadom na ústrednú úlohu týchto inštitúcií na všetkých mimoburzových trhoch s derivátmi sa rozšírili za hranice CDS a ovplyvnili svetové hospodárstvo. Neprehľadnosť trhu na jednej strane zabránila tomu, aby sa iní účastníci trhu presne dozvedeli, aká bola angažovanosť ich protistrán voči týmto trom subjektom, čo spôsobilo nedôveru a náhly nedostatok likvidity. Na druhej strane takisto zabránila regulačným orgánom v tom, aby dokázali včas identifikovať v systéme sa hromadiace riziká, mieru, do akej nastávala koncentrácia rizík a následne vplyvy, ktoré by ich zlyhanie malo na finančnú stabilitu. Nevýrazná pozornosť, ktorú regulačné orgány venovali trhu, tento problém zhoršila, pretože orgány dohľadu nemali dostatok informácií.

Výsledkom bolo, že kríza ukázala, ako deriváty vo všeobecnosti a konkrétne CDS vytvorili sieť vzájomnej závislosti, ktorá sa bezprostredne po zlyhaní trhu dala len ťažko pochopiť, rozmotat' a skrotiť. Kríza preto jasne dokázala, že vlastnosti mimoburzových trhov s derivátmi – súkromná povaha obchodovania pri obmedzenej miere verejne dostupných informácií, komplikovaná sieť vzájomne závislosti, ťažkosti pri chápaní povahy a úrovne rizík – zvyšujú v časoch otrasov na trhu mieru neistoty, a tým pádom predstavujú riziká finančnej nestability.

¹ Peňažné toky súvisiace s CDS sú „diskontinuálne“, t. j. zatiaľ čo za normálnych okolností predajca CDS získava nepretržitý prísun poplatkov, napriek tomu čelí riziku, že subjekt, na ktorý je CDS napísaný, zlyhá, čo ho prinúti vyplatiť celú sumu istiny zníženú o hodnotu zlyhanej povinnosti. Na základe toho niektorí zneužili CDS ako nástroje na financovanie.

3. RIADENIE RIZÍK PROTISTRANY

Tieto riziká sa dajú zmierňovať na základe toho, ako sú činnosti obchodovania a po obchodovaní štruktúrované. Na úrovni obchodovania je možné riziká znižovať zlepšovaním prevádzkovej efektivity, t. j. zabezpečením elektronického výkonu, zaistovania a potvrdzovania obchodovania². Dosiahlo by sa tým, že výkon mimoburzového obchodovania by bol podobný spôsobu, akým sa uskutočňujú transakcie na burzách. Zlepšovanie prevádzkovej efektivity bolo stredobodom regulačnej pozornosti už pred finančnou krízou a prispelo napr. k zabezpečeniu toho, že CDS sa dnes v stále väčšej miere zaistujú a potvrdzujú elektronicky.

Aj keď prevádzková efektivita je nevyhnutná, sama osebe však nepostačuje. Aby sa účinne vyriešili riziká uvedené vyššie, je dôležité posilniť i činnosti prebiehajúce po samotnom obchodovaní, a to najmä zúčtovanie. Zúčtovanie je spôsob, akým sa zmierňujú uvedené riziká. Na trhu s derivátmi teda zohráva nevyhnutnú úlohu. Zúčtovanie sa môže uskutočňovať buď bilaterálne medzi dvoma protistranami určitého obchodu, alebo na centrálnej trhovej úrovni, prostredníctvom centrálnej protistrany (CCP). Na burzovom trhu sa zúčtovanie deje takmer výlučne prostredníctvom CCP. Na mimoburzovom trhu ostáva normou bilaterálne zúčtovanie, aj keď niektoré segmenty trhu majú takisto zúčtovanie prostredníctvom CCP (najmä úrokové swapy).

- **Bilaterálne zúčtovanie:** dve protistrany majú zvyčajne uzavreté dohody o zábezpeke, na základe ktorých je možné pravidelné monitorovanie vývoja hodnoty zmluvy, aby si mohli riadiť svoje úverové expozície voči sebe navzájom. Ak by sa hodnota vyvinula tak, že jednej strane sa vytvorila pohľadávka voči protistrane, táto strana má nárok požadovať zábezpeku. Aj keď pri zmierňovaní úverového rizika je zábezpeka dôležitá, je pri nej nutné riadenie zúčtovacích vzťahov s mnohými protistranami. Vzhľadom na samotnú povahu tejto komplikovanej bilaterálnej siete je pre inštitúciu ťažké čo i len pochopiť svoje vlastné vystavenie rizikám vzhľadom na vzájomné riziká svojich protistrán, nie to ešte posúdiť kaskádované následky zlyhania protistrany.
- **Zúčtovanie pomocou centrálnej protistrany (CCP):** CCP vstupuje do každého obchodu ako protistrana pre každú zo strán transakcie. Povinnosti každého z dvoch obchodujúcich partnerov sú tak voči CCP, takže vystavenie každej strany riziku na tomto trhu je teraz voči jednej a tej istej strane. Použitie CCP má množstvo výhod. CCP je v skutočnosti vzájomným systémom poistenia so vzájomnými ochranami. Vďaka nemu je riadenie zábezpek jednoduchšie, pretože práve CCP je subjektom, ktorý zhromažďuje a riadi zábezpeky. Systém je zároveň bezpečnejší, pretože CCP je centrálnym ručiteľom a inštitúciou, ktorej výhradným cieľom je riadenie rizík pomocou niekoľkých vrstiev ochrany. Toto výhradné zameranie na riadenie rizík robí z CCP neutrálnu stranu. Keďže sa nachádza uprostred pomyselných schém, pre CCP je ľahšie pochopiť a riadiť riziká. Navyše centrálna informácia, ktorými CCP disponuje, zároveň regulátorom uľahčujú dohliadať na riziká. Vzhľadom na systémovú úlohu CCP je nevyhnutné, aby fungovala profesionálnym spôsobom, disponovala dostatočným kapitálom a aby bola dobre regulovaná s cieľom dosiahnuť jej bezpečnosť a spoľahlivosť³.

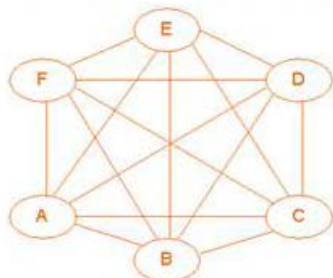
² Podrobnejší opis týchto koncepcií sa nachádza v sprievodnom pracovnom dokumente útvarov Komisie, oddiel 2.2.

³ Podrobnejší opis zúčtovania prostredníctvom CCP sa nachádza v sprievodnom pracovnom dokumente útvarov Komisie, oddiel 2.4.2.

Bilaterálne zúčtovanie vs. zúčtovanie prostredníctvom CCP

Bilaterálne zúčtovanie

- Sieť vystavenia riziku protistrany
- Komplikované pohyby zábezpek
- Potenciálny domino efekt zlyhania jedného dйлera



Zúčtovanie centrálnou protistranou

- Hviezdicovitá štruktúra s centrálnym ručiteľom
- Všetky zábezpeky pochádzajú od centrálnej protistrany a končia v nej
- Centrálna protistrana má dostatočný kapitál na to, aby vydržala zlyhanie dйлera



Pri existencii týchto výhod je zarážajúce, prečo účastníci trhu nepoužívajú zúčtovanie pomocou CCP častejšie. Prvým, najzjavnejším dôvodom je, že na zabezpečenie musia jeho účastníci vynakladať prostriedky, pretože musia prispievať k jednotlivým úrovniam ochrany CCP. Po druhé, CCP zlepšuje transparentnosť, čím sa prerozdeľujú informačné výhody medzi účastníkmi trhu v neprospech tých, ktorí práve informačnou výhodou disponujú (t. j. hlavní dйлeri mimoburzových derivátov). Zároveň je však pravda, že nie vždy je možné používať CCP. Existuje niekoľko podmienok, ktoré zoširoka súvisia s likviditou a štandardizáciou a ktoré musia byť splnené pre tým, ako možno použiť CCP. V tejto súvislosti keďže nie všetky mimoburzové deriváty spĺňajú nevyhnutné vlastnosti na to, aby sa zúčtovali prostredníctvom CCP, Komisia bude pracovať aj na tom, aby sa posilnilo riadenie rizika protistrany pri bilaterálnych obchodoch.

Dá sa konštatovať, že riziká súvisiace s derivátmi sa líšia v závislosti od štruktúry trhu. Mimoburzové trhy disponujú vo všeobecnosti väčšou mierou rizika ako regulované obchodné miesta, pretože prvé uvedené sú neprehľadnejšie a vzťahy medzi stranami zložitejšie. Účinnosť nástrojov na zmiernovanie bilaterálnych rizík protistrany je preto na nízkej úrovni a spôsob, ktorým sa riziko protistrán zmiernuje, potrebuje zásadné vylepšenie.

4. OPATRENIA, KTORÉ KOMISIA UŽ PRIJALA NA ZLEPŠENIE FINANČNEJ STABILITY NA TRHOCH S DERIVÁTMÍ

Zatiaľ čo deriváty nie sú vyňaté z regulácie finančných služieb v EÚ, zásadný nárast mimoburzových trhov s derivátmi, zvýšený objem špekulatívnych pozícií vybudovaných prostredníctvom derivátov a vyššia účasť neregulovaných subjektov na trhoch s derivátmi sú záležitosti, vzhľadom na ktoré je nutné uskutočniť revíziu nášho regulačného rámca. Komisia od vypuknutia finančnej krízy konala pohotovo a prijala opatrenia na riešenie niekoľkých najnaliehavejších a akútnych rizík súvisiacich s derivátmi.

Po prvé, pokiaľ ide o CDS, komisár McCreevy vyzval v októbri 2008 na i) systémové preskúmanie trhov s derivátmi v následnosti na poučenia získané z finančnej krízy a ii) predloženie konkrétnych návrhov ohľadom spôsobu, akým je možné zmierniť riziká

z úverových derivátov⁴. V dôsledku toho sa díleri CDS zaviazali začať zúčtovať oprávnené CDS európskych referenčných subjektov a indexov týchto subjektov prostredníctvom jednej alebo viacerých európskych CCP do 31. júla 2009⁵.

Po druhé, niektoré z problémov súvisiacich so sekuritizáciou a nadmerným prenášaním rizík a nesprávnym oceňovaním rizík boli predmetom preskúmania smernice o kapitálových požiadavkách (SKP)⁶. V tomto návrhu sa najmä uvádza, že spoločnosti (označované ako „pôvodcovia“), ktoré transformujú úvery na obchodovateľné cenné papiere, si budú musieť ponechať časť rizikovej angažovanosti v súvislosti s týmito cennými papiermi, kým spoločnosti, ktoré do týchto cenných papierov investujú, budú môcť prijať rozhodnutie až po vykonaní hĺbkovej analýzy. V opačnom prípade im budú hroziť vysoké kapitálové sankcie.

Po tretie, pokiaľ ide o systémové riziko spojené so špekulatívnym obchodovaním, Komisia čoskoro prijme návrh o kapitálových požiadavkách uplatňovaných na obchodnú knihu finančných inštitúcií a na sekuritizačné a resekuritizačné pozície. Zvýšenými úrovňami kapitálu, s ktorými sa počíta v návrhu, sa veľmi pravdepodobne predíde nadmernému krátkodobému riskovaniu zo strany finančných inštitúcií.

Po štvrté, Komisia v súčasnosti reviduje svoj prístup v oblasti dohľadu nad finančnými trhmi. Návrhom na vytvorenie európskeho orgánu makrofinančného dohľadu si Európa vytvorí kapacitu na identifikáciu nadmerných rizík hromadiacich sa v systéme, ako aj kapacitu konať a obmedzovať tieto riziká. Európsky výbor pre systémové riziká bude zohrávať kľúčovú rolu pri predchádzaní situácii, v ktorej by riziká súvisiace s trhmi s derivátmi predstavovali problém pre celý finančný a hospodársky systém.

Po piate, keďže ratingové agentúry (RA) nedokázali adekvátne posúdiť riziká vyplývajúce zo zložitých nástrojov, a to najmä kvôli konfliktu záujmov vyplývajúceho z modelu „emitent platí“, začalo byť zjavné, že nemôžu naďalej ostať neregulované. Rada a Európsky parlament schválili v apríli 2009 Komisiou navrhnuté nariadenie, v súlade s ktorým budú RA musieť spĺňať prísne štandardy v oblasti bezúhonnosti, kvality a transparentnosti a zároveň budú podliehať priebežnému dohľadu verejných orgánov⁷.

No a nakoniec Európska komisia navrhla smernicu o správcoch zabezpečovacích a iných alternatívnych investičných fondov (AIFM), ktorou sa vytvorí komplexný a účinný rámec pre reguláciu a dohľad na európskej úrovni. Navrhovaná smernica umožní členským štátom zlepšiť makroprudenciálny dozor nad odvetvím a dohľad na mikroúrovni, zaviesť obmedzenia

⁴ McCreevy, C. (2008). „Je načase, aby regulačné orgány získali lepší prehľad o derivátoch“, 17. október 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Dňa 17. februára 2009 sa deväť globálni díleri (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) zaviazali používať v Európskej únii jednu alebo viaceré centrálné protistrany (CCP), keď sa zriadia, ako systémy na základe smernice o konečnom zúčtovaní (98/26/ES) na i) zúčtovanie swapov na zlyhanie protistrany (CDS) oprávnených na zúčtovanie prostredníctvom CCP európskych referenčných subjektov a indexov založených na týchto subjektoch a ii) odsunúť oprávnené nezaplatené zmluvy na neskôr. Tento záväzok následne odsúhlasil ešte jeden díler (Nomura) a podporu tejto iniciatívy preukázala Európska banková federácia (European Banking Federation), Európska rada pre verejné banky (European Public Banks Board) a iné európske bankové združenia.

⁶ KOM/2008/0602 v konečnom znení – COD 2008/0191, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokiaľ ide o banky pridružené k ústredným inštitúciám, niektoré položky vlastných zdrojov, veľkú majetkovú angažovanosť, mechanizmy dohľadu a krízové riadenie.

⁷ Európska komisia (2008), „Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o ratingových agentúrach“, KOM(2008) 704, ako ho 23. apríla 2009 schválili Európsky parlament a Rada.

týkajúce sa úrovně pákového efektu u týchto subjektov a prijať koordinované opatrenia potrebné na zabezpečenie správneho fungovania finančných trhov⁸.

5. CESTA VPRED: NOVÉ INICIATÍVY NA ZLEPŠENIE FINANČNEJ STABILITY

Vďaka súčasnej kríze sa zdôraznila potreba zaoberať sa problematikou mimoburzových trhov s derivátmi, aby sa im umožnilo plniť si hospodársku úlohu spôsobom, ktorý neohrozuje stabilitu systému. V tejto súvislosti sa Komisia domnieva, že by sa mali prijať opatrenia s cieľom: a) umožniť regulátorom a orgánom dohľadu, aby disponovali úplnými znalosťami o transakciách, ktoré sa uskutočňujú na mimoburzových trhoch s derivátmi, ako aj o pozíciách, ktoré sa na týchto trhoch vytvárajú, b) zvýšiť transparentnosť mimoburzových trhov s derivátmi s ohľadom na ich používateľov; k dispozícii by malo byť najmä viac a lepších informácií o cenách a objemoch; c) posilniť prevádzkovú efektívnosť trhov s derivátmi, aby sa zabezpečilo, že mimoburzové deriváty neškodžia finančnej stabilite a d) zmierniť riziká protistrany a podporiť centralizované štruktúry. Hlavnými nástrojmi na dosiahnutie týchto cieľov sú i) podpora ďalšej štandardizácie, ii) používanie centrálnych úložísk údajov, iii) prechod na zúčtovanie prostredníctvom CCP a iv) presunutie obchodovania na verejnejšie obchodovacie miesta⁹. V tomto oddiele sú tieto nástroje rozanalyzované a navrhuje sa smerovanie budúcej práce.

5.1. Štandardizácia

Pri mimoburzových derivátoch, ktorých zúčtovanie prostredníctvom CCP je oprávnené, je pre ostatné nižšie uvedené nástroje nevyhnutnou podmienkou štandardizácia. Pri mimoburzových derivátoch, ktorých zúčtovanie prostredníctvom CCP nie je oprávnené, by sa mala posilniť prevádzková efektívnosť a znížiť prevádzkové riziká, a to ďalšou štandardizáciou, napr. podporovaním rozsiahlejšieho používania štandardných zmlúv a elektronických služieb zaistenia a potvrdzovania, podporovaním centrálného uschovávania, automatizácie platieb a procesov riadenia zábezpeky. Keďže štandardizácia je nevyhnutnou podmienkou pre ďalšie opatrenia, bude predstavovať základný stavebný kameň v snahách Komisie zefektívniť trhy s derivátmi a zaviesť na ne bezpečnosť a zdravé postupy.

Štandardizácia si však vyžaduje investície. Komisia má v úmysle pokračovať v tomto smere s cieľom stimulovať nepretržité snahy odvetvia o tieto investície, aby tým podporila štandardizáciu v oblastiach všetkých mimoburzových derivátov, ktorých oprávnenosť na zúčtovanie prostredníctvom CCP je nepravdepodobná a ktoré sú nevhodné pre obchodovanie na burzách.

5.2. Centrálné úložisko údajov

V centrálnom úložisku údajov sa zhromažďujú údaje – ako napr. počet transakcií, veľkosť nezaplatených pozícií – pre všetky obchody (tak s oprávnením na CCP alebo aj bez neho)

⁸ Európska komisia (2009), „Návrh smernice Európskeho parlamentu a Rady o správcoch alternatívnych investičných fondov“, KOM(2009) 207.

⁹ Uplatniteľnosť týchto nástrojov sa do istej miery líši v závislosti od daného segmentu trhu. Existuje zásadný rozdiel v zložitosti implementácie týchto nástrojov. Podrobnejšia analýza účinnosti súčasných metód zmiernovania rizík a súvisiacej potreby dodatočných opatrení v každom segmente mimoburzového trhu sa nachádza v sprievodnom pracovnom dokumente útvarov Komisie, kapitola 4.

s cieľom zvýšiť transparentnosť a rozsah znalostí¹⁰. Nie len že sa tým prispieva k transparentnosti, ale zároveň sa tým aj zlepšuje prevádzková efektívnosť trhu. Úložisko by mohlo poskytovať aj iné služby (napr. sprostredkovať návody na vyrovnania a platby).

Komisia vidí výhody centrálnych úložísk údajov v oblasti zvýšenej transparentnosti a rozsahu znalostí, ktoré tieto úložiská môžu priniesť orgánom dohľadu. Obzvlášť relevantné je to vzhľadom na skutočnosť, že zúčtovanie prostredníctvom CCP sa nemôže ľahkým spôsobom uplatňovať na všetky deriváty, pretože nevyhnutné podmienky nie sú vždy splnené a nie sú ľahko uplatniteľné. Z dôvodov právnej ochrany, dohľadu a nepretržitosti obchodných činností prešuduje užitočnosť takejto inštitúcie Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov (CESR). Komisia preto, vzhľadom na nadchádzajúcu správu CESR, prijme náležité kroky týmto smerom.

5.3. Zúčtovanie pomocou centrálnej protistrany (CCP)

Zo štyroch zvažovaných nástrojov bolo doposiaľ predmetom najväčšej pozornosti práve zúčtovanie prostredníctvom centrálnej protistrany (CCP). CCP preukázali svoj osov počas finančnej krízy, čoho dôkazom bola ich úloha pri riadení následkov zlyhania banky Lehman Brothers. Komisia už vyvíjala na odvetvie nátlak, aby začalo vo väčšej miere používať zúčtovanie prostredníctvom CCP, pričom má v úmysle implementovať príslušné odporúčanie de Larosièrovej skupiny ako záležitosť najvyššej priority.

Pre umiestnenie zúčtovania prostredníctvom CCP v Európe existujú pádne dôvody, ktoré sa týkajú obáv v oblasti regulačnej, dohľadovej a menovej politiky. Ak je CCP umiestnené v Európe, podlieha európskym pravidlám a dohľadu. Orgány dohľadu teda majú nesporný a neobmedzený prístup k informáciám, ktorými disponujú CCP. Pre európske orgány je zároveň ľahšie zasiahnuť v prípade problému v európskej CCP. Napríklad, centrálné banky neposkytujú priamy prístup ku svojim likviditným nástrojom finančným inštitúciám, ktoré sídlia mimo ich menovej oblasti¹¹.

V oblasti CDS podpísali hlavní dileri derivátov záväzok s Európskou komisiou, že zúčtovanie európskych CDS do 31. júla 2009 presunú na jednu alebo viaceré európske CCP, pričom v súčasnosti pracujú na nevyhnutnej štandardizácii európskych zmlúv CDS, aby zúčtovanie prostredníctvom CCP bolo možné. Očakáva sa, že do 31. júla 2009 budú pripravené ponúknuť svoje služby dve európske CCP, tretia sa očakáva v decembri 2009 a štvrtá ešte neohlásila pevný dátum. Celkovo Komisia víta úsilie odvetvia v snahe dodržať termín uvedený v ich záväzku. Treba podotknúť, že iniciatívy odvetvia, pokiaľ ide o štandardizáciu CDS, sa doposiaľ na oboch stranách Atlantiku ukazujú ako účinné. Implementácia riešení pre určité technické aspekty, ako napr. aspekty týkajúce sa reštrukturalizačnej úverovej udalosti, však ešte nebola ukončená. Ak preto odvetvie nedokáže

¹⁰ Takéto skladisko údajov existuje pre CDS v podobe skladiska obchodných informácií (Trade Information Warehouse), ktoré prevádzkuje americká US Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

¹¹ Dohody o menových swapoch môžu existovať medzi centrálnymi bankami, avšak z dôvodu absencie priameho prístupu k likviditným nástrojom vyjadřila ECB silnú preferenciu, aby CCP bola umiestnená v eurozóne, ako to dokazuje stanovisko jej Rady guvernèrov z 18. decembra 2008, v ktorom sa potvrdilo, že „existovala potreba minimálne jednej európskej centrálnej protistrany pre úverové deriváty a aby, vzhľadom na potenciálnu systémovú dôležitosť systémov zúčtovania a vyrovnávania cenných papierov, táto infraštruktúra bola umiestnená v rámci eurozóny“. ECB (2008), rozhodnutia prijaté Radou guvernèrov, 18. December 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

splniť svoj záväzok, Komisia bude musieť zvážiť iné spôsoby, ako sa uvádza ďalej v texte. Komisia víta iniciatívy odvetvia a v plnej miere zohľadní ich plnenie a vykonávanie pri zvažovaní toho, či sú na to, aby sa zabezpečilo čo najširšie používanie zúčtovania prostredníctvom CCP, potrebné ďalšie iniciatívy.

Stimuly na používanie CCP už existujú. Účastníci trhu majú prirodzený stimul na používanie zúčtovania prostredníctvom CCP, pretože sa tým znižuje ich úverové riziko protistrany a umožňujú úspory na regulačnom kapitále. Tieto stimuly však neboli dostatočné na to, aby sa prekonal komerčné stimuly uprednostňujúce bilaterálne zúčtovanie. Komisia preto zvažuje spôsoby, ako výrazným spôsobom posilniť stimuly na používanie zúčtovania prostredníctvom CCP, aby sa v čo najväčšom počte prípadov odstránilo komerčné váhanie nad prebratím zúčtovania prostredníctvom CCP. Dosiahnuť by sa to mohlo i) zmenou a doplnením pravidiel o regulačnom kapitále v SKP a ii) poskytnutím ďalších regulačných a dohľadových záruk, že CCP sú bezpečné a zdravé, a to prostredníctvom budúcich európskych právnych predpisov v oprávnených prípadoch a potenciálne spoločným dohľadom¹². Táto ďalšia práca prirodzene žiadnym spôsobom neovplyvňuje termín v súvislosti s prebiehajúcim úsilím presunúť zúčtovanie európskych CDS do jedného alebo viacerých európskych CCP, t. j. 31. júl 2009.

5.4. Uskutočňovanie obchodovania

Ďalším logickým krokom pre štandardizované deriváty zúčtované v CCP by v zásade bolo, keby sa obchodovanie s týmito zmluvami uskutočňovalo na organizovanom obchodovacom mieste, kde sú ceny a iné informácie súvisiace s obchodom verejne zobrazované, akým je napr. regulovaný trh (t. j. burza derivátov) alebo multilaterálne obchodovacie zariadenie (MTF) podliehajúce požiadavkám na transparentnosť. Zlepšila by sa tým cenová transparentnosť a posilnilo by sa riadenie rizík.

Avšak druh štandardizovaných zmlúv, s ktorými sa obvykle obchoduje na verejných miestach, nemusí zahŕňať kompletný rozsah potrieb na riadenie rizík používateľov týchto derivátov. Väčšina účastníkov trhu komerčne uprednostňuje mimoburzové obchodovanie. Dôležitosť existencie transparentných a prevádzkovo efektívnych trhov pre finančnú stabilitu však musí byť hlavným faktorom úvah. V spoločnosti existuje tendencia preferovať transparentné obchodovacie miesta, ktoré sú čo najverejnejšie a čo najštandardizovanejšie, a to kvôli posudzovaniu miery rizika a určovaniu ceny.

Systém založený na hospodárskej súťaži medzi obchodovacími miestami (mimoburzové, burzy a MTF) je takisto výhodný z hľadiska trhovej efektivity, pokiaľ vyžaduje, aby všetky obchodovacie miesta boli primerane transparentné a aby boli zavedené organizačné podmienky, ktoré zabezpečujú férovú hospodársku súťaž. Táto voľba transparentného a organizovaného obchodovania je niečo, čo na iných finančných trhoch nie je neznáme. Smernicou o trhoch s finančnými nástrojmi (STFN) sa zrušilo pravidlo, podľa ktorého by sa obchody mali uskutočňovať na regulovaných trhoch (tzv. „pravidlo koncentrácie“), avšak na ostatné obchodovacie miesta (MTF, systematickí internalizátori) sa začali uplatňovať primerané podmienky transparentnosti. V tejto súvislosti sa pre peňažné vlastné imania hospodárska súťaž medzi obchodovacími miestami uskutočňuje pod zastrešením spoločných transparentnostných a organizačných pravidiel. Režim transparentnosti STFN sa však v súčasnosti nevzťahuje na deriváty a nahlasovanie transakcií sa neuplatňuje pri finančných nástrojoch, ktoré nie sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu.

¹² Európska komisia (2009). Oznámenie Európskej komisie, *Európsky finančný dohľad*, KOM(2009) 252.

Komisia pri zohľadnení prispôsobivej a flexibilnej povahy mimoburzových trhov s derivátmi a režimu uplatniteľného na peňažné majetkové nástroje preskúma, akým spôsobom sa dá dopracovať k transparentnejšiemu a efektívnejšiemu procesu obchodovania s mimoburzovými derivátmi. V tomto ohľade Komisia ďalej posúdi i) smerovanie ďalšieho toku obchodov cez transparentné a efektívne obchodovacie miesta a ii) náležitú úroveň transparentnosti (cenovej, transakčnej, pozičnej) na rôznych obchodovacích miestach na trhu s derivátmi.

6. ZÁVER

Deriváty zohrávajú v hospodárstve dôležitú úlohu, ale súvisia s nimi i určité riziká. Kríza preukázala, že tieto riziká sa v mimoburzovej časti trhu dostatočne nezmiernujú, najmä pokiaľ ide o CDS. Od začiatku finančnej krízy Komisia pracuje na riešení najnaliehavejších rizík z tejto oblasti.

Nad rámec uvedeného však Komisia zváži ďalšie opatrenia, aby sa dosiahol pokrok smerom k zvýšenej štandardizácii a transparentnosti transakcií, skonsolidoval prechod k zúčtovávaniu prostredníctvom CCP a zabezpečilo, že sa stane normou pre mimoburzový trh s derivátmi ako celok, a aby sa ďalší tok obchodov smeroval cez transparentné a efektívne obchodovacie miesta všade, kde je to možné.

Po verejnej konzultácii, ktorá sa týmto oznámením spúšťa, zorganizuje Komisia 25. septembra 2009 verejné prerokovanie. Názory a dôkazy, ktoré predložia zainteresované strany, sa použijú na vypracovanie podrobného posúdenia vplyvu, ktoré Komisii pomôže navrhnúť jej postup. Po zohľadnení výsledku konzultácie Komisia vyvodí operatívne závery pred koncom jej súčasného funkčného obdobia a pred koncom roka predloží príslušné iniciatívy vrátane legislatívnych príslušných návrhov.

Komisia v plnej miere zohľadní úsilie odvetvia, ako aj vývoj v oblasti kľúčových partnerov EÚ a najmä komplexný regulačný rámec pre mimoburzové deriváty, ktorý ohlásilo ministerstvo financií USA. Vyplýva z toho najmä povinnosť zúčtovať všetky štandardizované mimoburzové derivátové zmluvy prostredníctvom CCP, ako aj povzbudenie uskutočňovať obchodovanie na „regulovaných burzách a prostredníctvom regulovaných transparentných elektronických obchodovacích systémov pre mimoburzové deriváty“¹³. Komisia bude naďalej pracovať na týchto záležitostiach s americkými orgánmi, okrem iného v kontexte regulačného dialógu o finančných službách, s cieľom zabezpečiť globálnu konzistentnosť politických postupov a predísť riziku regulačnej arbitráže.

¹³ Pozri reformu finančnej regulácie ministerstva financií USA, 17. jún 2009.