

**SK**

**SK**

**SK**



EURÓPSKA KOMISIA

Brusel, 15.9.2010  
SEK(2010) 1059

**PRACOVNÝ DOKUMENT ÚTVAROV KOMISIE**

**ZHRNUTIE POSÚDENIA VPLYVU**

**Sprievodný dokument**

**Návrh**

**NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY  
o mimoburzových derivátoch, centrálnych zmluvných stranách a archívoch obchodných  
údajov**

{KOM(2010) 484 v konečnom znení}  
{SEK(2010) 1058}

Deriváty sú dôležitým stavebným prvkom moderných financií. V podstate sú to finančné zmluvy, ktoré uľahčujú obchodovanie a prerozdelenie rizík. Za svoje meno vďaka tomu, že sa ich hodnota odvodzuje z takých podkladových finančných nástrojov ako cena finančného nástroja (napríklad podielu z verejne obchodovanej spoločnosti) alebo komodity (napríklad ropy). Vzhľadom na to, že derivátmi sa prerozdeľuje riziko, môžu sa použiť buď na poistenie (zabezpečenie) proti určitému riziku alebo naopak na riskovanie (investovanie alebo špekulácie). Môžu sa takisto použiť na arbitráž medzi rôznymi trhmi.

Deriváty môžu siahať od tých (napríklad termínované obchody – futures), ktoré majú plne štandardizované také parametre ako nominálna hodnota alebo dátum splatnosti až po tie (napríklad swapy), ktoré sú v plnej miere „šité na mieru“ špecifických potrieb konkrétneho používateľa. Z druhu derivátu obyčajne vyplýva aj to, ako sa s derivátom obchoduje: s plne štandardizovanými derivátmi sa obyčajne obchoduje na organizovaných obchodných miestach, t. j. v obchodoch s derivátmi, zatiaľ čo so zákaznicky prispôbenými (alebo individualizovanými) derivátmi sa obchoduje dvojstranne, t. j. mimo burzy alebo, ako sa bežne hovorí „cez pult“ (OTC).

Finančná kríza spôsobila, že sa trh mimoburzových derivátov dostal 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 deň nato poukázali na nedostatky v oblasti fungovania tohto trhu. V tomto kontexte regulačné orgány venovali osobitnú pozornosť úlohe, ktorú swapy na úverové zlyhanie (CDS) zohrávali počas krízy.

Od októbra 2008 Komisia aktívne pracuje na odstránení nedostatkov, ktoré vyšli najavo počas krízy. V krátkodobom horizonte sa Komisia zamerala na trh CDS a od najväčších obchodníkov na trhu získala sľub, že začnú robiť zúčtovanie európskych transakcií CDS na centrálnu zmluvnú stranu (CCP – central counterparty). V strednodobom horizonte sa Komisia zamerala na hĺbkové preskúmanie derivátových trhov, výsledkom čoho bolo uverejnenie 2 oznámení o derivátových trhoch, a to v júli a októbri 2009.

V prvom oznámení skúmala úlohu, ktorú deriváty zohrali počas finančnej krízy, venovala sa prínosom a rizikám súvisiacim s derivátovými trhmi a hodnotila, ako by sa zistené riziká mohli znížiť. V druhom oznámení sa uvádzajú budúce politické opatrenia, ktoré Komisia plánuje navrhnuť na zvýšenie transparentnosti derivátových trhov, zníženie úverového rizika zmluvnej strany a operačného rizika pri obchodovaní a na posilnenie integrity trhu a dohľadu nad ním.

Táto správa o posúdení vplyvu sprevádza časť návrhov, ktoré oznámila Komisia, konkrétne tie, ktoré sa venujú narastajúcej transparentnosti a klesajúcemu úverovému riziku zmluvnej strany a operačnému riziku prostredníctvom využívania trhovej infraštruktúry po uzavretí obchodu.

### *Transparentnosť*

Trh mimoburzových derivátov má nepriehľadnú povahu. Je to spôsobené tým, že mimoburzové deriváty sú súkromne dohodnuté zmluvy, a preto sú všetky informácie, ktoré sa týkajú ktorejkoľvek z týchto zmlúv, prístupné iba zmluvným stranám.

Finančná kríza poukázala na nedostatok informácií o pozíciách a expozíciách jednotlivých spoločností v oblasti mimoburzových derivátov. Tento nedostatok informácií na jednej strane bráni regulačným orgánom včas odhaliť riziká vznikajúce v jednotlivých inštitúciách a

systeme ako celku. Takisto im bráni presne posúdiť dôsledky zlyhania účastníka trhu, a teda aj primerane reagovať, ak dôjde k takémuto zlyhaniu (čoho jasným dôkazom bol prípad Lehman). Na druhej strane nedostatok informácií v čase krízy zvyšuje podozrenie a neistotu medzi účastníkmi trhu.

### *Úverové riziko zmluvnej strany*

Derivátové zmluvy viažu navzájom zmluvné strany počas trvania zmluvy o mimoburzových derivátoch. Počas doby trvania zmluvy zmluvné strany zhromažďujú proti sebe pohľadávky, pretože práva a povinnosti obsiahnuté v zmluve sa vyvíjajú s podkladom, od ktorého je zmluva odvodená. Tým vzniká úverové riziko zmluvnej strany, t. j. riziko, že zmluvná strana nemusí splniť svoje záväzky vyplývajúce zo zmluvy, keď nadobudnú platnosť. Zúčtovanie je funkcia, ktorou sa tieto riziká riadia v čase. Môže sa vykonávať centrálnou prostredníctvom centrálnej zmluvnej strany alebo dvojstranne. Hoci sa na trhu mimoburzových derivátov využívajú obidva druhy zúčtovania, častejšou formou je dvojstranné zúčtovanie.

Kríza poukázala na to, že úroveň úverového rizika zmluvnej strany vzhľadom na mimoburzové deriváty bola oveľa vyššia, než sa predtým domnievali účastníci trhu, ako aj regulačné orgány. Inak povedané, výška kolaterálu použitého na zmiernenie úverového rizika zmluvnej strany bola nedostatočná. Hlavným dôvodom je nedostatočná kolateralizácia v tej časti trhu, v ktorej sa vykonáva dvojstranné zúčtovanie, a to buď preto, že od niektorých účastníkov trhu sa nepožadovala záruka na zaistenie ich obchodu s mimoburzovými derivátmi, alebo z dôvodu problémov týkajúcich sa postupov riadenia rizík tých účastníkov trhu, ktorí kolaterál poskytujú.

### *Operačné riziko*

Obchod s mimoburzovými derivátmi prechádza od okamihu, keď sa dve strany dohodnú o obchode, do okamihu, keď sa transakcia potvrdí, niekoľkými krokmi spracovania. Počas doby platnosti zmluvy mimoburzových derivátov okrem toho treba riadiť niekoľko udalostí (napríklad správu kolaterálu a vyrovnanie hotovostných platieb), ktoré vyplývajú z práv a povinností zmluvy.

Vzhľadom na to, že trh mimoburzových derivátov umožňuje vysoký stupeň flexibility pri vymedzovaní hospodárskych a právnych podmienok derivátových zmlúv, existuje množstvo vysoko individualizovaných a zložitých zmlúv. Tieto zmluvy v mnohých fázach spracovania stále vyžadujú významné manuálne zásahy. Tým sa zvyšuje operačné riziko, čo môže viesť k právnemu riziku a obmedzeniu transparentnosti a dokonca až k zvýšeniu úverového rizika zmluvnej strany.

### *Ciele*

Cieľom tohto posúdenia vplyvu je preskúmať možnosti riešenia uvedených problémov na úrovni Spoločenstva. Všeobecným cieľom je znížiť systémové riziko, a tým zvýšiť bezpečnosť a efektívnosť trhu mimoburzových derivátov. Ako už bolo uvedené, dosiahnutie tohto všeobecného cieľa vyžaduje uskutočnenie troch špecifických politických cieľov, a to i) zvýšenie transparentnosti, ii) zníženie úverového rizika zmluvnej strany a iii) zníženie operačného rizika súvisiaceho s mimoburzovými derivátmi. Pretože tieto ciele sú stále pomerne široké, je potrebné vymedziť operatívnejšie ciele:

1. získať úplné a komplexné informácie o pozíciách mimoburzových derivátov;

2. zvýšiť využívanie zúčtovania centrálnej zmluvnej strany;
3. zlepšiť postupy dvojstranného zúčtovania;
4. zvýšiť štandardizáciu zmlúv mimoburzových derivátov.

#### *Uprednostňovaná(é) politická(é) možnosť(ti) a politický(é) nástroj(e)*

V posúdení vplyvu sa ďalej analyzujú vplyvy každej prípadnej politickej možnosti súvisiacej s uvedenými operačnými cieľmi a s cieľom určiť najvhodnejší postup sa tieto možnosti porovnávajú so základným scenárom. Na základe tejto analýzy sa v posúdení vplyvu dospelo k záveru, že najväčšie čisté prínosy by sa dosiahli prijatím opatrení, ktoré by:

1. vyžadovali, aby účastníci trhu poskytovali všetky potrebné informácie o svojich portfóliách mimoburzových derivátov archívu obchodných údajov alebo ak by to nebolo možné, priamo regulačným orgánom; vyžadovali zverejňovanie súhrnných informácií o pozíciách;
2. vyžadovali využívanie zúčtovania centrálnej zmluvnej strany v prípade mimoburzových derivátov, ktoré spĺňajú vopred vymedzené kritériá oprávnenosti;
3. stanovili špecifické ciele dvojstranného zúčtovania transakcií mimoburzových derivátov; ako aj
4. stanovili špecifické ciele právnej štandardizácie a štandardizácie postupov.

Vzhľadom na uprednostňované možnosti a potrebu zaistiť, aby sa právny rámec uplatňoval v celej EÚ s úplne rovnakým rozsahom pôsobnosti, a to bez akýchkoľvek ďalších požiadaviek a bez ponechania akýchkoľvek právomocí vnútroštátnym právnym orgánom, sa za najvhodnejší politický nástroj na dosiahnutie požadovaných cieľov považuje nariadenie.

#### *Poobchodná trhová infraštruktúra*

Rozhodnutím požadovať využívanie centrálnych zmluvných strán a archívov obchodných údajov sa ďalej zvýši systémová dôležitosť centrálnych zmluvných strán a archívom obchodných údajov sa poskytne systémová úloha (pokiaľ ju ešte nemajú). Tým vzniká povinnosť zaistiť, aby táto infraštruktúra bola bezpečná a zdravá, aby sa zabránilo situácii, v ktorej by sa jej využívaním namiesto zníženia systémové riziko vlastne zvýšilo. V posúdení vplyvu sa uznáva, že na dosiahnutie tohto cieľa sa treba zaoberať nevyriešenými otázkami, ktoré sa zistili v súvislosti s fungovaním centrálnych zmluvných strán a archívov obchodných údajov.

#### *Centrálne zmluvné strany*

Centrálne zmluvná strana je vymedzená ako subjekt, ktorý sa zákonne včlení medzi zmluvné strany zmlúv obchodovaných v rámci jedného alebo viacerých finančných trhov a vystupuje ako kupujúci voči všetkým predávajúcim a predávajúci voči všetkým kupujúcim. Vďaka svojej centrálnej úlohe na trhu nenesie centrálna zmluvná strana obyčajne nijaké trhové riziko (to stále znášajú pôvodné zmluvné strany). Ako zmluvná strana každej pozície však centrálna zmluvná strana nesie riziko v prípade, že jedna z jej zmluvných strán zlyhá. Podobne aj zmluvné strany centrálnej zmluvnej strany znášajú úverové riziko, že by mohla zlyhať centrálna zmluvná strana. Centrálna zmluvná strana zmierňuje expozíciu svojich zmluvných

strán úverovému riziku množstvom posilňujúcich mechanizmov, obyčajne vrátane obmedzenia prístupu, nástrojov riadenia rizík (ako je kolateralizácia) a vzájomného rozloženia strát. Tieto mechanizmy sú spoločne známe ako „vodopád rizík“ centrálnej zmluvnej strany.

Vďaka úlohe pri zmierňovaní rizika, ktorú zohrávajú, sú centrálné zmluvné strany kľúčovým prvkom trhu, ktorému slúžia. Ich zlyhanie je preto potenciálnou systémovou udalosťou. Vzhľadom na svoju systémovo významnú úlohu centrálné zmluvné strany podliehajú prísnej regulácii. V rámci EÚ sú centrálné zmluvné strany regulované na vnútroštátnej úrovni. Pretože pravidlá regulácie centrálnych zmluvných strán sa v jednotlivých členských štátoch odlišujú, v dôsledku výsledných rôznych podmienok je cezhraničné poskytovanie služieb centrálnej zmluvnej strany nákladnejšie a potenciálne menej bezpečné, ako by bolo žiaduce, a predstavuje prekážku integrácie finančného trhu EÚ.

Vzhľadom na túto skutočnosť Komisia v roku 2006 uvažovala o možnosti zavedenia právnych predpisov EÚ pre centrálné zmluvné strany, zamietla ju však a namiesto toho zvolila kombináciu sebaregulácie príslušného odvetvia (vyzvala odvetvie, aby sa dohodlo na kódexe správania) a spolupráce členských štátov (vyzvala na plnenie odporúčaní ESCB-CESR pre centrálné zmluvné strany), aby sa zaistilo bezpečnejšie a účinnejšie poskytovanie služieb centrálnych zmluvných strán v rámci EÚ.

Odvtedy sa ukázalo, že prístup, ktorý zvolila Komisia, nebude stačiť na odstránenie problémov súvisiacich s centrálnymi zmluvnými stranami, čiastočne kvôli nedostatkom tohto prístupu a čiastočne kvôli vzniku nových problémov. Nedostatky tohto prístupu sa týkajú hlavne toho, že v oblasti harmonizácie nariadenia sa odporúčaniami nemôžu dosiahnuť rovnaké výsledky ako právnymi predpismi na úrovni EÚ. Nové problémy zahŕňajú prekážky pri vytváraní väzieb, vznik nebezpečenstva rizikovej hospodárskej súťaže medzi centrálnymi zmluvnými stranami a problém prenosnosti kolaterálu v prostredí centrálnych zmluvných strán.

Vzhľadom na uvedené problémy sa v posúdení vplyvu skúmajú možné cesty zvyšovania bezpečnosti a účinnosti infraštruktúry a ochrany investorov v EÚ po uzavretí obchodu. S týmto zámerom sa stanovujú štyri špecifické ciele, a to i) zvýšiť bezpečnosť centrálnych zmluvných strán, ii) vytvoriť rovnaké podmienky poskytovania služieb centrálnych zmluvných strán, iii) uľahčiť vytváranie väzieb medzi centrálnymi zmluvnými stranami a iv) poskytnúť ďalšie záruky pre účastníkov trhu, ktorí majú k centrálnym zmluvným stranám nepriamy prístup. Vymenované špecifické ciele vyžadujú dosiahnutie týchto operačných cieľov:

1. odstrániť prekážky cezhraničného poskytovania služieb centrálnych zmluvných strán;
2. odstrániť prekážky pri vytváraní väzieb medzi centrálnymi zmluvnými stranami;
3. zabrániť centrálnym zmluvným stranám v rizikovom súťažení; ako aj
4. uľahčiť prenosnosť zákazníckych pozícií a súvisiacich marží.

V posúdení vplyvu sa ďalej analyzujú vplyvy každej prípadnej politickej možnosti súvisiacej s uvedenými operačnými cieľmi a s cieľom určiť najvhodnejší postup sa tieto možnosti porovnávajú so základným scenárom. Na základe tejto analýzy sa v posúdení vplyvu dospelo k záveru, že najväčšie čisté prínosy by sa dosiahli prijatím opatrení, ktorými by:

1. sa na služby centrálnych zmluvných strán zaviedol pas, ktorý by vychádzal z vnútroštátneho povolenia centrálnych zmluvných strán a dohľadu nad nimi, s posilnenou úlohou kolégia orgánov dohľadu;
2. sa zaviedli spoločné požiadavky a postupy týkajúce sa ustanovenia práva na interoperabilitu pre centrálné zmluvné strany, a to za predpokladu, že sa riešia riziká a že prepojenie schvália príslušné orgány ;
3. sa pre centrálné zmluvné strany zaviedli spoločné prísne normy v oblasti rizík a
4. sa požadovalo, aby centrálné zmluvné strany poskytli nepriamym účastníkom možnosť uložiť si marže na oddelené (súhrnné alebo nominálne) účty a zároveň umožnili nepriamym účastníkom, aby sa rozhodli, či ponuku využijú alebo nie.

Aj v tomto prípade sa za najvhodnejší politický nástroj na dosiahnutie požadovaných cieľov považuje nariadenie.

#### *Archívy obchodných údajov*

Archív obchodných údajov je centralizovaný register, ktorý spravuje elektronickú databázu verejných záznamov transakcií s mimoburzovými derivátmi (zmlúv). Okrem tejto základnej činnosti sa archív obchodných údajov môže takisto zaoberať inými službami, napríklad riadením zmluvných udalostí a službami spracovania obchodu. Ide o najnovší prírastok do rodiny trhových infraštruktúr (prvý archív bol zavedený koncom roku 2006) a až donedávna nebol regulovaný. Prvoradým verejnopolitickým prínosom archívu obchodných údajov je zvýšená transparentnosť, ktorú umožňuje jeho funkcia vedenia záznamov a integrita uložených informácií.

Hlavný problém, ktorý vznikol počas krízy, sa týkal rýchlosti, s akou regulačné orgány mohli pristupovať k informáciám uloženým v archíve obchodných údajov o úverových derivátoch (jedinom archíve obchodných údajov, ktorý vtedy existoval). So systémovou úlohou, ktorú archívy obchodných údajov získajú z dôvodu požiadavky na ohlasovanie, sa otázka prístupu regulačných orgánov k informáciám stane ešte dôležitejšou. Z dôvodu požiadavky na ohlasovanie bude okrem toho treba riešiť niekoľko ďalších aspektov činnosti archívu obchodných údajov.

V posúdení vplyvu sa skúmajú spôsoby, ako dosiahnuť bezpečné, zdravé a účinné archívy obchodných údajov, ktoré budú poskytovať potrebnú podporu požiadavke na ohlasovanie, a ako zaistiť, aby príslušné orgány mali informácie potrebné na plnenie svojich povinností. S cieľom dosiahnuť tento všeobecný cieľ sa v posúdení vplyvu uvádzajú tri špecifickejšie politické ciele, a to i) zaistiť bezpečnosť a integritu údajov uložených v archíve obchodných údajov; ii) vytvoriť rovnaké podmienky poskytovania služieb archívov obchodných údajov a iii) zaistiť, aby príslušné orgány mali neobmedzený prístup k informáciám uloženým v archívoch obchodných údajov. V posúdení vplyvu sa potom špecifikuje jediný operačný cieľ, a to zavedenie spoločných pravidiel upravujúcich činnosti archívov obchodných údajov.

V posúdení vplyvu sa ďalej analyzujú vplyvy každej prípadnej politickej možnosti súvisiacej s uvedenými operačnými cieľmi a s cieľom určiť najvhodnejší postup sa tieto možnosti porovnávajú so základným scenárom. Na základe tejto analýzy sa v posúdení vplyvu dospelo k záveru, že najväčšie čisté prínosy by sa dosiahli prijatím právnych predpisov upravujúcich

činnosti archívov obchodných údajov s registráciou a dohľadom, ktorý by na úrovni EÚ vykonával Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA).

Aj v tomto prípade sa za najvhodnejší politický nástroj na dosiahnutie požadovaných cieľov považuje nariadenie.