

Mnenje Evropskega ekonomsko-socialnega odbora o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov

(COM(2010) 484 konč. - 2010/0250 (COD))

(2011/C 54/14)

Glavni poročevalec: **g. IOZIA**

Svet in Evropski parlament sta – prvi 13. oktobra 2010 in drugi 7. oktobra 2010 – sklenila, da v skladu s členom 114 Pogodbe o delovanju Evropske unije Evropski ekonomsko-socialni odbor zaprosita za mnenje o naslednjem dokumentu:

Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov

COM(2010) 484 konč. - 2010/0250 (COD).

Predsedstvo Evropskega ekonomsko-socialnega odbora je 20. oktobra 2010 strokovno skupino za enotni trg, proizvodnjo in potrošnjo zadolžilo za pripravo dela Odbora na tem področju.

Zaradi nujnosti postopka je Evropski ekonomsko-socialni odbor na 467. plenarnem zasedanju 8. in 9. decembra (seja z dne 8. decembra) za glavnega poročevalca imenoval g. IOZIO ter mnenje sprejel s 144 glasovi za, 4 glasovi proti in 6 vzdržanimi glasovi.

1. Ugotovitve in priporočila

1.1 Po ugotovitvah Banke za mednarodne poravnave je bila hipotetična vrednost izvedenih finančnih instrumentov konec leta 2009 približno 615 bilijonov ameriških dolarjev (615 000 000 000 000), kar je več kot desetkratni znesek svetovnega BDP. Prihodki, ki jih bodo imele banke v letu 2010 iz teh izvedenih finančnih instrumentov, naj bi znašali 150 milijard dolarjev. 40 % tega prometa predstavljajo prosti trgi (*over-the-counter* – OTC). Po ugotovitvah nedavne študije velike svetovne bančne skupine bodo reforme teh OTC, ki bodo sprejete v Evropi in Ameriki, povzročile zmanjšanje prihodkov za najmanj 15 milijard dolarjev.

1.2 Evropski ekonomsko-socialni odbor (EESO) pozdravlja predlog uredbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov in se strinja z izjavo komisarja Barniera: „Noben finančni trg si ne sme privoščiti podrejanja zakonom džungle. Izvedeni finančni instrumenti OTC imajo velik vpliv na realno gospodarstvo, ki zajema vse od hipotekarnih posojil do cen živil. Odsotnost pravnega okvira za izvedene finančne instrumente OTC je prispevala k finančni krizi in njenim dramatičnim posledicam, ki jih vsi občutimo.“

1.3 Odločitev za uredbo, ki bi uredila to področje, je ustrezna in izpolnjuje zahtevo po splošnih in enotnih obveznostih za vse, ki delujejo v tem sektorju.

1.4 EESO se strinja s predlogom Komisije, da se standardne izvedene finančne instrumente obravnava s pomočjo centralnih nasprotnih strank (*central counterparties* – CCP) in da se zagotovi, da bodo za CCP, ki bodo prevzemale vse večja tveganja, veljali enotni bonitetni standardi. Ta ideja je izražena že v predhodnem mnenju EESO: „Izvenborzni prosti trgi (OTC) ne bi smeli biti na voljo

za dvostranske transakcije, temveč bi morali delovati izključno s centralno nasprotno stranko, ki s spremljanjem ravni celotnega tveganja lahko omeji dostop do transakcij preveč izpostavljenim strankam. Poleg tega bi morale transakcije potekati na enotni platformi ali kvečjemu na opredeljenem številu platform, da bi tako izboljšali transparentnost trgov.“

1.5 EESO pozdravlja odločitev, da se nacionalnim oblastem ter evropskemu organu za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju: organ ESMA) naloži skupna odgovornost za nadzor trgov izvedenih finančnih instrumentov OTC (s katerimi se trguje na prostem trgu), za prepoznavanje različnih vrst izvedenih finančnih instrumentov, ki jih je treba obravnavati centralno, za dajanje, odvzemanje ali spreminjanje dovoljenj CCP ter za podobno ravnanje v primeru repozitorijev sklenjenih poslov.

1.6 EESO meni, da je nujno okrepiti sodelovanje med organom ESMA in nacionalnimi oblastmi, ki bodo gotovo pozvane, naj prispevajo svoje izkušnje in poznavanje lokalnih trgov ter lajšajo postopen proces vse večje interoperabilnosti CCP z ocenjevanjem njihove ravni kompetence, notranje organiziranosti in sposobnosti obvladovanja tveganj. EESO meni, da je trenutno prav, da se interoperabilnost omeji na gotovinske finančne instrumente.

1.7 Predlog uredbe dejansko udejanja priporočila odbora za finančno stabilnost (*Financial Stability Board*), naj se storitve CCP razširijo na standardizirane izvedene finančne instrumente OTC; skupina G-20 je sklenila, da je treba do konca leta 2012 s temi pogodbami poslovati na borzah ali elektronskih tržnih platformah in da morajo njihov kliring izvajati centralne nasprotno stranke (CCP). Poleg tega je pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih OTC treba registrirati v repozitorijih sklenjenih poslov (*trade repositories*).

1.8 Na mednarodni ravni je skupna delovna skupina CPSS-IOSCO februarja 2010 začela celovito revizijo standardov tržne infrastrukture: plačilnih sistemov, sistemov poravnave vrednostnih papirjev in CCP. Njen cilj je posodobiti sedanja načela in priporočila ter jih utrditi ob upoštevanju spoznanj, do katerih je prišla po zaslugi nedavne finančne krize. Prvi pomemben rezultat je bila objava dokumenta *Ugotovitve glede repozitorijev sklenjenih poslov na trgu izvedenih finančnih instrumentov OTC (Considerations for trade repositories in OTC derivatives market)* maja 2010. Glede vloge CCP pa je tehnični odbor dal koristna priporočila že marca 2004, ki pa žal niso bila upoštevana.

1.9 Predlog Komisije ne omenja kakšnega posebnega predpisa za zamenjave kreditnega tveganja (*credit default swap* – CDS). EESO bi želel, da bi bili kmalu sprejeti tudi predpisi za CDS, da bi zanje, tako kot za „prodajo na kratko“ (*short selling*), uvedli omejitve s 1. julijem 2012, za izvedeni finančne instrumente pa do konca leta 2012.

1.10 Oktobra 2009 je Komisija pripravila sporočilo o prihodnjih ukrepih na področju urejanja trga izvedenih finančnih instrumentov. Njen cilj je povečati preglednost, s standardizacijo zmanjšati operativna tveganja ter z ustreznimi spremembami direktive o trgih finančnih instrumentov (MiFID) razviti trge standardiziranih pogodb.

1.11 EESO je prepričan, da predlagani ukrepi zaradi vse pomembnejše vloge repozitorijev sklenjenih poslov krepijo preglednost trgov in da zmanjšujejo tveganja nasprotnih strank s postopnim večanjem števila transakcij, ki jih bodo urejale CCP. Te pa bodo urejali strožji predpisi glede upravljanja, notranje organiziranosti in zahtev glede kapitala, ki bodo z uporabo elektronskih postopkov za potrjevanje pogojev pogodb o izvedenih finančnih instrumentih OTC zmanjšali operativno tveganje.

1.12 EESO se strinja tako s predlogom glede centralnih nasprotnih strank kot z omejitvami „prodaje na kratko“ (*short selling*). Zagotavljanje preglednosti transakcij, odgovornosti operaterjev in nasprotnih strank ter izogibanje pretiranim špekulacijam so nujni cilji, za katere si Komisija učinkovito prizadeva s sprejemanjem ukrepov za vsaj delno odpravo pomanjkanja predpisov, ki je prispevalo k razmahu finančne krize.

1.13 Kljub temu pa EESO opozarja na tveganja, ki jih ne gre podcenjevati. Nanašajo se, na primer, na pretirano poudarjanje koristi, ki jih lahko CCP kratkoročno prinesejo trgov CDS. Konkurenčnost različnih CCP pri kliringu in drobljenju celotnega procesa je drugi dejavnik, ki ga ne gre podcenjevati, enako pa velja tudi za nevarnost omejevanja palete instrumentov, ki so na voljo, ter večanja stroškov transakcij, povezanih s finančno dejavnostjo.

1.13.1 Da bi učinkovito preprečili ta tveganja, bi bilo treba temeljito proučiti zlasti vprašanja interoperabilnosti centralnih nasprotnih strank, zaupnosti izmenjave podatkov, koncentracije zbiranja podatkov in obveznosti poročanja centralni nasprotni stranki ter vključitve strank v upravljanje centralnih nasprotnih strank.

1.14 EESO evropskim institucijam priporoča:

- naj čim prej sprejmejo uredbo o izvedenih finančnih instrumentih OTC, ki bo ponovno vzpostavila zaupanje in mir na trgih ter zaščitila varčevalce,
- naj dopolnijo nove predpise o izvedenih finančnih instrumentih, kar je Komisija že napovedala,
- naj pospešijo dokončanje celotne institucionalne in ureditvene strukture, povezane z reformo ureditve finančnih trgov.

2. Predlog Komisije

2.1 Skupina G-20 je večkrat poudarila svojo zavzetost za pospešitev sprejetja odločnih ukrepov za izboljšanje preglednosti in odpravila pomanjkanje predpisov s področja izvedenih finančnih instrumentov OTC.

2.2 Predlog uredbe navaja številne ukrepe, ki so bili predlagani v resoluciji Evropskega parlamenta z dne 15. junija 2010 z naslovom „Trgi izvedenih finančnih instrumentov: prihodnji ukrepi politike“, in je v skladu z nedavno sprejeto zakonodajo ZDA, s tako imenovanim Frank-Doddovim zakonom (*Frank-Dodd Act*).

2.3 Kar zadeva kliring, poročanje in zmanjšanje tveganja izvedenih finančnih instrumentov OTC, je kliring s pomočjo CCP predviden zgolj za standardizirane pogodbe OTC. Vendar pa za vključitev čim večjega števila izvedenih finančnih instrumentov OTC v mehanizem obveznega kliringa uredba predvideva dva pristopa za določitev, za katere pogodbe je kliring obvezen.

2.4 Prvi pristop, imenovan od spodaj navzgor (*bottom-up*), predvideva, da pristojni organ dovoli CCP sprejemati odločitve glede kliringa določenih vrst pogodb. Po odobritvi pa mora ta isti pristojni organ obvestiti organ ESMA, ki bo lahko odločal o tem, ali se takšna obveznost kliringa uporabi za vse tovrstne pogodbe v EU.

2.5 Drugi pristop, imenovan od zgoraj navzdol (*top-down*), pa omogoča določiti pogodbe, pri katerih CCP ne izvajajo kliringa. Za ta pristop pa je predvideno, da organ ESMA skupaj z Evropskim odborom za sistemska tveganja (*European Systemic Risk Board* – ESRB) določi, za katere pogodbe potencialno velja obveznost kliringa. Nasprotno stranke, za katere velja obveznost kliringa, morajo uporabiti CCP.

2.6 Uredba se načeloma ne bo porabljala za nefinančne subjekte (družbe), razen če njihove pozicije v izvedenih finančnih instrumentih OTC dosežejo določen prag in veljajo za sistemske pomembne.

2.7 Uredba določa postopek za ugotavljanje, katere nefinančne institucije imajo sistemske pomembne pozicije v izvedenih finančnih instrumentih OTC, ter zanje predpisuje posebne obveznosti. Postopek temelji na opredelitvi dveh pragov: a) informacijskega praga in b) praga kliringa.

2.8 Uredba zato zahteva uporabo elektronskih sredstev in vzpostavitev postopkov upravljanja tveganja. In nazadnje: finančne nasprotne stranke in nefinančne nasprotne stranke, ki presegajo prag kliringa, morajo repozitoriju sklenjenih poslov poročati o podrobnostih vseh pogodb o izvedenih finančnih instrumentih in o vseh njihovih spremembah.

3. Zahteve za CCP

3.1 CCP morajo prevzeti dodatna tveganja, zato uredba zanje iz varnostnih razlogov določa stroge organizacijske, poslovne in bonitetne zahteve (pravila notranjega upravljanja, strožje zahteve glede kapitala itd.)

3.2 CCP mora imeti trdne dogovore glede upravljanja, ki morajo upoštevati vsa morebitna navzkrižja interesov lastnikov, vodstva, klirinških članov in posrednih udeležencev. Še posebej pomembna je vloga članov neodvisnega odbora. Poleg tega se za izdajo dovoljenja za opravljanje dejavnosti CCP zahteva minimalna količina kapitala. Uredba bo od CCP zahtevala, da ima vzajemni jamstveni sklad, v katerega morajo prispevati člani CCP.

4. Odobritev in nadzor repozitorijev sklenjenih poslov

4.1 Uredba za povečanje preglednosti tega trga določa zahtevo po poročanju o transakcijah z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC. Informacije se poročajo v repozitorije sklenjenih poslov. Repozitoriji sklenjenih poslov bodo registrirani pri organu ESMA, ki jih bo tudi nadzoroval.

4.2 Uredba vsebuje tudi določbe, ki zagotavljajo, da repozitoriji sklenjenih poslov izpolnjujejo vrsto standardov. Ti so zasnovani tako, da zagotavljajo zanesljivost, varnost in zaščito informacij, ki jih vsebujejo repozitoriji sklenjenih poslov za regulativne namene. Za repozitorije sklenjenih poslov bodo še zlasti veljale organizacijske in operativne zahteve za zagotovitev ustreznega hranjenja podatkov.

5. Ugotovitve EESO

5.1 V infrastrukturi trgov vrednostnih papirjev so se pokazale znatne vrzeli pri upravljanju tveganj nasprotnih strank in pri preglednosti trgovanja na trgih izvedenih finančnih instrumentov OTC, zlasti na trgu zamenjave kreditnega tveganja (CDS), čemur se pripisuje odgovornost za „veliko recesijo“.

5.2 Te „atipične“ pogodbe so prispevale k manjšemu zaznavanju tveganja in k razmahu krize, ki je močno prizadela ustanove, ki so jih izdale, in s tem tudi končne varčevalce. Na koncu so se zaradi špekulacij bank, ki so prodajale „gole“ CDS, tj. brez podlage, povečale stopnje, s tem pa tudi finančni stroški izdajateljev, kar jih je lahko celo pahnilo v stečaj.

5.3 Zato so CDS opisali kot „svinčena padala“, ker so potencialna smrtna nevarnost za svetovni finančni sistem. Edina konkretna rešitev, ki je bila sprejeta, je bilo preprečevanje stečaja finančnih ustanov z njihovo dokapitalizacijo z javnimi sredstvi, kar pomeni njihovo podržavljanje. Ta poseg pa je enostavno povzročil neizogibno povečanje javnega dolga in s tem sta se težava in tveganje prenesla z banke na državo, ki ji pripada, kar je v območju eura povzročilo hud pretres na valutnih trgih in vse države prisililo v sprejetje strogih varčevalnih ukrepov, ki so prispevali k upočasnitvi šibke oživitve gospodarstva.

5.4 V ZDA je družba *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) ustanovila posebno podjetje (*The Warehouse Trust Company LLC*), ki mu je dovoljeno delovati kot sistem za registracijo sklenjenih poslov (*trade repository*) za CDS; ameriška vlada je uvedla zakonodajno reformo trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC, ki predvideva obvezno uporabo centralnih nasprotnih strank pri standardnih pogodbah ter koncentracijo trgovanja na urejenih trgih in organiziranih platformah.

5.5 V Evropi Evropska komisija pripravlja zakonodajni predlog o evropski tržni infrastrukturi (*European Market Infrastructures Legislation*), katerega cilj je povečati preglednost in stabilnost trgov izvedenih finančnih instrumentov OTC. Predvideni ukrepi so v skladu z ameriški predlogi, da bi se izognili tveganju regulatorne arbitraže (kar je pomembno).

5.6 EESO sviri tudi pred nekaterimi tveganji v zvezi s predlaganimi ukrepi urejanja trga izvedenih finančnih instrumentov. Dejansko za propad finančnih trgov niso krivi le izvedeni finančni instrumenti ali odsotnost centralnih nasprotnih strank in prepovedi „prodaj na kratko“.

5.7 Od osemdesetih let dalje so se na finančnih trgih širili vse bolj sofisticirani instrumenti, ki so večali njihovo učinkovitost in jih približevali idealu popolnosti trgov, ki ga opisuje ekonomska teorija. Posledično se je povečala tudi zapletenost dejavnosti urejanja, spremljanja in nadzora; svežnji reform, o katerih poteka razprava, so vsi usmerjeni v večji nadzor trgov, s tem pa se pogosto zmanjšuje njihova učinkovitost.

5.8 Bolj ko cena (ali donos) vrednostnega papirja odraža razpoložljive informacije, bolj je trg učinkovit. Za povečanje učinkovitosti trga je treba torej spodbujati kroženje informacij, da se jih lahko čim prej vključi v cene vrednostnih papirjev. Pomembno je vedeti, kaj je treba žrtvovati v prizadevanjih za učinkovitost.

5.9 Predvsem pa se lahko zgodi, da ukrepi za zmanjšanje palete razpoložljivih finančnih instrumentov, kot so omejitve tako imenovanih „goli“ CDS ali dejavnosti „prodaje na kratko“, ne povečajo učinkovitosti trgov. Omejevanje razpoložljivih instrumentov pravzaprav zmanjšuje zmogljivost trgov za absorbiranje in razširjanje informacij, ki jih imajo operaterji na voljo.

5.10 Seveda je mogoče razpravljati o koristnosti „golih“ CDS in o dodatnih informacijah, ki jih prinašajo v primerjavi z drugimi instrumenti, ali o njihovem vplivu na stroške financiranja. Vsekakor pa njihova enostavna prepoved ne bi prinesla velikega povečanja učinkovitosti. Omejiti možnost „prodaj na kratko“ zmanjšuje likvidnost sistema in s tem sposobnost takojšnjega odzivanja na nove informacije, ki so na voljo. Poleg tega bi bilo omejevanje poslovanja z vrednostnimi papirji OTC s tem, da morajo operaterji z izvedenimi finančnimi instrumenti obvezno poslovati na reguliranih trgih in uporabljati klirinške družbe, lahko imelo dvojen učinek.

5.11 Po eni strani bi to prispevalo k povečanju preglednosti trga (lažje bi bilo, na primer, nadzorovati znesek in tveganje, povezano z vrednostnimi papirji operaterjev) in omogočilo vsaj delno omejevanje potencialnih virov nestabilnosti. Vsekakor pa v okoliščinah finančnega pritiska zgolj preglednost morda ni dovolj. Komisija v svojem predlogu nacionalnim regulatorjem daje jasna pooblastila, da lahko v izjemnih okoliščinah omejijo ali „začasno“ prekinejo prepoved „prodaje na kratko“ za katerikoli finančni instrument. Pri tem se morajo uskladiti z organom ESMA, ki bo v vsakem primeru imel možnost ukrepati neposredno v dveh primerih: če sta ogrožena normalno delovanje in integriteta trgov ali če nacionalni regulatorji niso ukrepali ali njihovi ukrepi ne zadostujejo.

5.12 Po drugi strani pa kljub vsemu obstaja tveganje, da se z omejevanjem palete razpoložljivih instrumentov povečajo stroški transakcij, povezanih s finančnimi dejavnostmi. Trg standardiziranih terminskih pogodb (*futures*) je visoko standardiziran in urejen (saj je pomembno, da je mogoče opazovati pogodbene cene vrednostnih papirjev), trg nestandardiziranih terminskih pogodb (*forward*), ki so v zasnovi podobni instrumenti kot *futures*, pa je prilagojen potrebam nasprotnih strank in operaterjem omogoča prožno strukturiranje odplačil. Ti vrednostni papirji so premalo standardizirani in bi jih bilo težko prenesti v okvir tradicionalnega reguliranega trga, ne da bi omejili možnosti, ki jih imajo na razpolago vlagatelji.

5.13 CCP štejejo kot rešitev, oziroma kot instrument upravljanja sistemskih tveganj in način za doseg učinkovitejših in preglednejših trgov OTC. CCP so nedvomno pomemben dejavnik zmanjševanja tveganj in večanja učinkovitosti trgov ter nepogrešljiv del infrastrukture trga izvedenih finančnih

instrumentov, ki kotirajo na borzi. Zato je logično razmišljati, da bodo CCP prispevale tudi k razvoju trgov OTC. Vendar pa mnogi organi in politiki dajejo preveč poudarka koristim, ki bi jih lahko CCP kratkoročno prinesle trgov CDS.

5.14 Dejansko CCP ne morejo veljati za rešitev za tveganja nasprotnih strank in lahko se zgodi, da ne bodo mogle povečati učinkovitosti trga, glede na njegovo stanje danes. V sedanjih razmerah, ko v vsaki regiji obstajajo številne CCP, odvisno od tega, ali gre za izvedene finančne instrumente za zavarovanje neplačanih kreditov ali za zamenjavo obrestnih mer (*interest rate swap – IRS*), je ogrožena možnost učinkovite uporabe zavarovanj in zmanjševanja izpostavljenosti nasprotni stranki. CCP lahko opravi kliring izpostavljenosti na večstranski osnovi, vendar le za regijo, nasprotnne stranke ali primerne vrste izvedenih finančnih instrumentov, ki jih podpira. To pomeni, da med pozicijami CDS in pozicijami IRS kliringa ni mogoče opraviti.

5.15 Dvostranski kliring izpostavljenosti več vrstam izvedenih finančnih instrumentov OTC z eno samo nasprotno stranko zunaj CCP lahko pomeni učinkovitejšo uporabo zavarovanj. Obenem pa se je treba zavedati dejstva, da so izvedeni finančni instrumenti vedno inovativni in narejeni po meri in da mnoge pogodbe za kliring niso primerne. Te pozicije je treba uskladiti ob upoštevanju kreditnega tveganja in s pomočjo ustreznega procesa upravljanja zavarovanja, ki pa ne vključuje CCP.

5.16 CCP prispevajo dodano vrednost in pomagajo porazdeliti in izolirati tveganje, povezano z enim samim operaterjem. EESO to podpira. Njihova priljubljenost se bo povečala, povečale bodo zrelost in preglednost trga ter pospešile zeleni razmah dejavnosti OTC v prihodnosti.

5.17 Vendar pa so CCP le eden od mnogih delov trdne infrastrukture upravljanja tveganj. Tveganje nasprotnih strank ne bo odpravljeno in dvostransko tveganje bo še vedno obstajalo v primeru zunanjih pozicij CCP.

5.18 Na koncu treba dodati še, da obstajajo številna podjetja, ki ne vlagajo v sisteme upravljanja tveganj pri svojih portfeljih izvedenih finančnih instrumentov. Takšna podjetja verjetno računajo, da se jih bo reševalo, tudi če je njihovo upravljanje tveganj povsem neprimerno.

V Bruslju, 8. decembra 2010

Predsednik
Evropskega ekonomsko-socialnega odbora
Staffan NILSSON