

**BG**

**BG**

**BG**



КОМИСИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ОБЩНОСТИ

Брюксел, 3.7.2009  
СОМ(2009) 332 окончателен

**СЪОБЩЕНИЕ НА КОМИСИЯТА**

**за осигуряване на ефективни, сигурни и стабилни пазари на деривати**

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

## **СЪОБЩЕНИЕ НА КОМИСИЯТА**

**за осигуряване на ефективни, сигурни и стабилни пазари на деривати**

**(текст от значение за ЕИП)**

### **1. ВЪВЕДЕНИЕ**

В резултат на продължаващата финансова криза дериватите попаднаха в центъра на вниманието на регулаторите. Заплахата от фалит на Бьър Стърнс (Bear Sterns) през март 2008 г. и действителният фалит на Лемън Брадърс (Lehman Brothers) на 15 септември 2008 г., както и държавното финансиране за спасяване на Ей Ай Джи (AIG) на 16 септември подчертаха значителната роля, която играят дериватите и по-специално суаповете за кредитно изпълнение.

Съществува широко съгласие относно ползите и рисковете от пазарите на деривати, които се проявиха и по време на финансовата криза. В доклада на Групата на високо равнище, председателствана от Жак де Ларозиер, се излагат рисковете, свързани с бързо разпространяващото се използване на кредитни деривати, и се подчертава нуждата от премахване на липсата на прозрачност на пазара. За тази цел в доклада се препоръчва действие за опростяване и стандартизиране на извънборсовите (ОТС) деривати и за въвеждане на клиринг чрез централен контрагент (ЦК). Участниците на срещата на високо равнище на G20 в Лондон през април се ангажираха да насърчат стандартизацията и устойчивостта на пазарите на кредитни деривати, по-специално посредством установяването на централни контрагенти, които да подлежат на ефективно регулиране и надзор. Европейският съвет от 19 юни 2009 г. също призова за постигане на допълнителен напредък, за да се гарантира прозрачността и стабилността на пазарите на деривати.

От октомври месец 2008 г. насам Комисията работи усилено върху задълбочен преглед на пазарите на деривати. Както се заявява в съобщението „Движеща сила за възстановяването на Европа“, в настоящото съобщение са представени констатациите от този преглед и се подготвя почвата за предстоящи мерки за разрешаване на констатираните проблеми. Успоредно с това Комисията ще продължи да работи конструктивно със сектора, за да създаде условия за изпълнението на поетия от сектора ангажимент за въвеждане до края на юли 2009 г. на европейски централен контрагент. При изготвянето на последващите действия Комисията ще отчете изцяло мерките, предприети от сектора.

Настоящото съобщение се придружава от работен документ на службите на Комисията, в който се съдържа преглед на (i) пазарите на деривати, (ii) сегментите на пазара на извънборсови деривати и (iii) оценка на ефективността на настоящите мерки за намаляване на риска, най-вече по отношение на суаповете за кредитни изпълнения (СКН).

Комисията приветства мнението на заинтересованите страни относно идеите, представени в настоящото съобщение, и по-специално относно специфичните въпроси,

изложени по-подробно в придружаващия го консултационен документ. Отговорите следва да се изпращат на Комисията до 31 август 2009 г.

## 2. ДЕРИВАТИ И ПАЗАРИ НА ДЕРИВАТИ

В тази глава е обяснено какво представляват дериватите, ползите, които те създават за икономиката, и евентуалните рискове, свързани с тях. Последните са в епицентъра на финансовата криза.

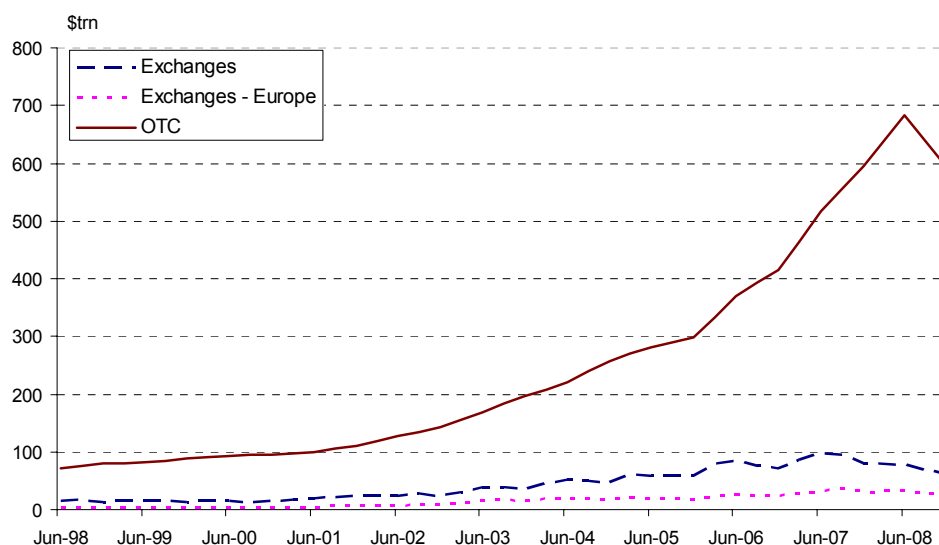
### 2.1. Какво са дериватите?

Дериватите са финансови договори, посредством които се търгуват и разпределят рискове, генерирани в реалната икономика, и следователно са важни инструменти за икономическите оператори, използвани за прехвърляне на риск. Те могат да бъдат използвани както за хеджиране на рискове, така и за придобиване на риск с цел печалба. Те се наричат деривати (производни), тъй като тяхната стойност „произтича“ от „базисния“ напр. финансов инструмент, стока, пазарна променлива или дори услуга.

Съществуват много видове деривати. Някои са стандартизирани продукти (напр. фючърсни договори), за разлика от други, при които всеки договор отговаря на специфичните нужди на потребителя (напр. суап). Стандартизираните деривати обикновено се търгуват на организирани места за търговия, на които цените се обявяват публично (напр. борси за деривати), докато нестандартизираните деривати се търгуват на нерегулирани пазари или, както са познати като извънборсови пазари, където цените не се оповестяват публично.

Използването на деривати нарасна значително през последното десетилетие. Това нарастване се отразява в извънборсовите трансакции, както е видно от графиката по-долу.

**Обем на пазарите на деривати: борсова и извънборсова търговия**



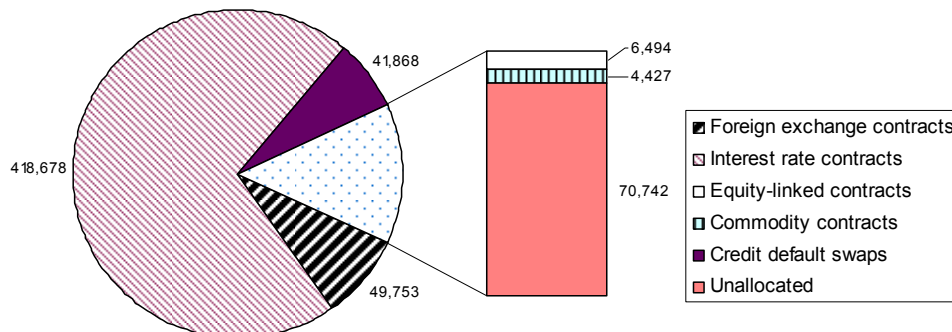
Забележка: Данните показват условните непогасени суми в трилиони щатски долари за периода 1998—2008 г., търгувани на сегментите на борсови и извънборсови пазари. Тенденцията показва непогасените суми в световен мащаб, като пазарният дял на

европейските борси е показан отделно (подобно географско разпределение не съществува за данните за извънборсовата търговия).  
Източник: Банка за международни разплащания.

Извънборсовите деривати се разделят обикновено в пет сегмента: валутни деривати, лихвени деривати, деривати върху капиталови инструменти, стокови деривати и кредитни деривати, от които най-важни са суаповете за кредитно неизпълнение. Графиката по-долу очертава съответния дял на тези сегменти. В глава 3 от работния документ на службите на Комисията тези сегменти са представени по-подробно, като са описани различните характеристики и рискове, свързани с различните видове извънборсови деривати.

## Сегменти на пазара на извънборсови деривати

Условни непогасени суми, в трилиона USD, декември 2008 г.



Source: BIS (2009)

### 2.2. Дериватите са полезни за икономиката...

Икономиката не може да се развива, ако никой не е склонен да поеме риск. Предприемач, който създава предприятие, поема риска, че това предприятие може да фалира. Банка, отпускаща заеми на това предприятие, поема риска предприятието да не успее да погаси целия заем. Ако обаче предприемачът не създаде това предприятие, вложителят, който е депозирал средства в банката, ще има по-малко възможности да получи прилична печалба от своите спестявания. Вложителят знае, че колкото по-висок е процентът на възвръщаемост, толкова по-рисков е финансирането от него проект. Следователно финансирането на проекти зависи от това дали някой е склонен да поеме свързания с това риск. Никой не обича да поема прекалено много риск и затова е полезно рискът да може да бъде поделен.

Това е ролята на дериватите. Те поделят или разпределят рискове и могат да бъдат използвани като защита срещу конкретен риск („хеджиране“) или като инструмент за спекулативни инвестиции. По-специално, търговските дружества, като авиокомпаниите, производители и др., използват деривати, за да покрият риска от покачване на цените на основните суровини, които използват за дейността на своите предприятия, и за да планират по-добре бъдещите си нужди.

### 2.3. ...но могат да я изложат на риск....

Финансовите институции, участващи на пазарите на деривати, могат да покриват или „хеджират“ рисковете, пред които са изправени, като за целта използват деривати. Ако обаче рисковете са хеджирани на извънборсовите пазари, е трудно, при липсата на надеждна публична информация за тези пазари, участниците на пазара и органите по надзора да определят дали тези рискове са подходящо хеджирани.

Когато търговците на деривати не са маркетмейкъри, нито пък имат интерес в базисните активи, те способстват за създаване на спекулация, нестабилност и натрупване на рискове в системата. По този начин дериватите могат да бъдат

използвани като средство за ливъридж в баланса на тези, които участват на пазарите на деривати, тъй като те позволяват на участниците на пазара да придобият позиции с по-малко капитал, в сравнение с капитала, необходим за инвестиране в пазарите за сделки в налични средства.

Освен това, ако даден контрагент не изпълни своята част от договора, може да се окаже трудно да се намерят други контрагенти да поемат хеджирането. Те самите може да изпитват затруднения или да не са склонни да участват в търговията поради общата несигурност. Този проблем придобива дори по-големи измерения на пазари с малко на брой участници.

На кратко, при сключването на договор за извънборсова търговия е трудно да се *оцени* рискът от неспазване на условията на договора от страна на контрагента. В условията на силно взаимосвързани финансови пазари такава оценка по принцип би изисквала всеки участник на пазара да бъде добре запознат с всички други участници на пазара. Тъй като съществува малко публична информация за извънборсовите пазари, това условие не е изпълнено.

СКН са особено уязвими по отношение на всички тези аспекти. Докато повечето деривати зависят от наблюдаваните пазарни цени (напр. размер на лихвите или валутни курсове), СКН са различни. Рискът, който покриват – кредитен риск, не може да бъде установен незабавно, а изисква специфична информация за кредитополучателя, с която обикновено разполагат само банките. През последните десетилетия обаче кредитният риск стана по-търгуем, напр. посредством секюритизация. Оценяването на риска остава трудна задача, което може да доведе до ситуации, при които пазарът изведнъж е изправен пред значимо събитие на неизпълнение. Освен това характерните за СКН рискове се засилват допълнително от факта, че свързаните с тях потенциални задължения са изключително големи по размер<sup>1</sup>. Тези рискове не са присъщи единствено на СКН: макар и в по-малка степен, те са в сила за дериватите по принцип.

#### **2.4. ...както стана видно от финансовата криза**

Финансовата криза показва, че тези рискове не съществуват само на теория, но и в практиката. Беар Стърнс, Леман Бродърс и Ей Ай Джи бяха важни играчи на пазарите на извънборсови деривати, в качеството си на търговци или на ползватели на извънборсови деривати, или и на двете. Проблемът, с който се сблъскаха, води началото си извън пазарите на извънборсови деривати, но навлезе на пазара на деривати чрез СКН, продадени от тези три институции, и поради централната роля, която тези три институции играят на всички пазари на извънборсови деривати, се разпростря извън СКН, като засегна и световната икономика. Липсата на прозрачност на пазара, от една страна, не позволи на другите участници на пазара да получат информация до колко големи са експозициите на техните контрагенти към тези три дружества, което доведе до загуба на доверие и пресъхване на ликвидността. От друга страна, тя попречи на регулаторите да установят на ранен етап натрупващите се в системата рискове, както и степента на тяхната концентрация и следователно ефекта,

---

<sup>1</sup> Свързаните със СНК парични потоци са „прекъснати“, т.е. докато при нормални условия продавачът на СНК печели постоянен приход от такси, той въпреки това е изправен пред риска, дружеството, за което е издаден СНК, да не изпълни задължението си, вследствие на което той ще трябва да плати целия размер на главницата минус стойността на неизпълненото задължение. Този факт накара някои да злоупотребяват със СНК като финансови инструменти.

който неизпълненията на задълженията биха оказали върху финансовата стабилност. Слабото регулиране на пазара задълбочи този проблем, тъй като органите по надзора не разполагаха с достатъчно информация.

В обобщение, кризата показва как дериватите по принцип, и по-конкретно СКН, създадоха мрежа от взаимозависимости, които бяха трудни за разбиране, разпитане и овладяване незабавно след настъпването на неизпълнение. Следователно кризата ясно показва, че характеристиките на пазарите на извънборсови деривати – частният характер на договарянето с ограничена публично достъпна информация, сложната мрежа от взаимозависимост, трудностите в познаването на естеството и нивото на рискове — увеличават несигурността по време на сътресения на пазара и в резултат на това могат да породят рискове за финансовата стабилност.

### 3. УПРАВЛЕНИЕ НА РИСКА НА КОНТРАГЕНТА

Начинът, по който са структурирани функциите по време на търговията и след нея, може да намали рисковете. На равнището на търговията рисковете могат да бъдат намалени чрез подобряване на оперативната ефективност, напр. осигуряване на електронно извършване, приемане и потвърждаване на търговията<sup>2</sup>. Това би доближило извънборсовата търговия до начина, по който се извършват сделките на регулираните пазари. Подобряването на оперативната ефективност беше в центъра на вниманието на регулаторите преди финансовата криза и допринесе например за това днес СКН все по-често да се приемат и потвърждават по електронен път.

Въпреки че оперативната ефективност е необходима, сама по себе си тя не е достатъчна. За да бъдат успешно отстранени посочените по-горе рискове, е важно да се засилят и функциите след търговията, по-специално клиринга. Клиринг е начинът, по който се намаляват описаните по-горе рискове, поради което играе съществена роля на пазарите на деривати. Клирингът може да бъде извършен или двустранно между два контрагента по определена сделка, или на централно пазарно ниво посредством централен контрагент (ЦК). На регулираните пазари клирингът се извършва почти изцяло от централни контрагенти. На нерегулираните пазари като правило се прилага двустранният клиринг, въпреки че на някои пазарни сегменти съществува също и клиринг чрез централен контрагент (най-вече лихвени суапове).

- **Двустранен клиринг:** двата контрагента най-често са сключили споразумения за обезпечение, които предвиждат редовно наблюдаване на промяната в стойността на договора, с цел да управляват своите съответни кредитни експозиции един към друг. Ако стойността се промени, така че едната страна е регистрирала риск по отношение на контрагента, тя има право да поиска обезпечението. Въпреки че обезпечението е важно за намаляване на риска, то изисква управление на клиринговите отношения с множество контрагенти. Самото естество на тази сложна двустранна мрежа затруднява институциите да проследят своите собствени кредитни експозиции поради експозициите на техните контрагенти един към друг, а още по-малко пък да оценяват последиците, които повлича след себе си неизпълнението от страна на контрагента.

---

<sup>2</sup> За по-подробно описание на тези концепции виж раздел 2.2 от придружаващия работен документ на службите,

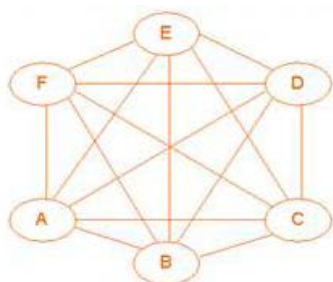


- **Клиринг посредством централен контрагент (ЦК):** ЦК участва във всяка търговска сделка, като действа като контрагент на всяка страна по сделката. В този случай задълженията на всеки един от двамата търговски партньори са към ЦК, като по този начин експозицията на всеки участник на този пазар е към една и съща страна. Съществуват редица предимства в използването на ЦК. ЦК е ефикасна взаимна застраховка с взаимни защиты. Това прави управлението на обезпечението по-лесно, тъй като ЦК събира и управлява обезпечението. Това е и по-сигурно, защото ЦК е централният гарант и представлява институция, чиято единствена цел е управлението на рискове чрез използването на няколко нива на защита. Тази единствена цел за управление на риска прави ЦК неутрална страна. Разположен в центъра, ЦК може по-лесно да разбира и управлява риска. Освен това, централната информация, получена от ЦК, също улеснява органите по надзора да упражняват контрол върху рисковете. С оглед на системната роля на ЦК е важно той да се управлява професионално, да е достатъчно капитализиран и добре регулиран, за да бъде сигурен и стабилен<sup>3</sup>.

### Двустранен клиринг и ЦК

#### Bilateral clearing

- Web of counterparty exposure
- Complex collateral movements
- Potential domino effect of one dealer default



#### CCP clearing

- Hub and spoke with central guarantor
- All collateral moves to/from CCP
- CCP capitalised to withstand dealer default



Като се имат предвид ползите, логично възниква въпросът защо участниците на пазара не използват само и единствено клиринг чрез ЦК. Първата и безспорна причина е, че сигурността струва пари за участниците, тъй като те трябва да допринасят за нивата на защита на ЦК. Второ, ЦК подобрява прозрачността, чрез която ползите от наличието на информация се разпространяват сред участниците на пазара, което е в ущърб на тези, които в момента се ползват с предимството да разполагат с тази информация (т.е. основни търговци на извънборсови деривати). Вярно е също така обаче, че ЦК не може да се използва винаги. Съществуват редица изисквания за клиринг чрез ЦК, които най-общо са свързани с ликвидността и стандартизацията, които трябва да бъдат спазени, преди да може да се използва ЦК. В този смисъл, като се има предвид, че не всички извънборсови деривати отговарят на необходимите характеристики за извършване на клиринг чрез ЦК, Комисията ще работи за подобряване на управлението на риска от контрагента и при двустранните сделки.

<sup>3</sup> За по-подробно описание на клиринг чрез ЦК виж раздел 2.4.2 от придружаващия работен документ на службите.

На кратко, свързаните с дериватите рискове се различават в зависимост от пазарната структура. Като цяло извънборсовите пазари са много по-рискови в сравнение с регулираните места за търговия, като първите са по-непрозрачни, а взаимоотношенията между контрагентите — по-сложни. Затова има много какво да се желае по отношение на ефективността на инструментите за намаляване на двустранния риск от контрагента, като начинът, по който се намаляване рискът от контрагента, трябва да бъде съществено подобрен.

#### **4. ДЕЙСТВИЯ, ВЕЧЕ ПРЕДПРИЕТИ ОТ КОМИСИЯТА, ЗА ПОДОБРЯВАНЕ НА ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ**

Въпреки че дериватите са част от европейското регулиране на финансовите услуги, големият ръст на пазарите за извънборсови деривати, нарасналият обем на спекулативните позиции, натрупани чрез деривати, и по-голямото участие на нерегулирани субекти на пазарите на деривати са въпроси, които оправдават извършването на преглед на регулаторната рамка. След настъпването на финансовата криза Комисията действа бързо и предприе стъпки за справяне с някои от най-спешните и сериозни рискове, свързани с дериватите.

Първо, по отношение на СКН през октомври 2008 комисар McCreevy призова за i) системен поглед върху пазарите на деривати след поуците от финансовата криза и ii) конкретни предложения за намаляване на рисковете от кредитните деривати<sup>4</sup>. В резултат на това търговците на СКН се задължиха до края на 31 юли 2009 г. да започнат да използват един или повече ЦК за СКН на европейски референтни предприятия и индекси на тези предприятия, когато СКН отговарят на условията за клиринг чрез ЦК<sup>5</sup>.

Второ, някои от проблемите, свързани със секюритизацията и с прехвърляне на прекалено висок риск и неправилното оценяване на риска, бяха предмет на прегледа на Директивата за капиталови изисквания<sup>6</sup>. Предложението ясно гласи, че от дружествата (известни като „инициатори“), които преобразуват заеми в търгуеми ценни книжа, ще се изисква да задържат известна част от рисковите експозиции по тези ценни книжа, а дружествата, които инвестират в ценните книжа, ще могат да вземат решение, само след извършване на цялостна надлежна проверка. В противен случай, те подлежат на сериозни капиталови санкции.

---

<sup>4</sup> McCreevy, C. (2008). „Време е регулаторите да придобият по-добър поглед върху дериватите“, 17 октомври 2008 г., SPEECH/08/538.

<sup>5</sup> На 17 февруари 2009 г. девет световни финансови институции (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) се задължиха да използват един или повече централни контрагента (ЦК) в Европейския съюз, веднага след установяването им, за да i) извършват клиринг на суапове на кредитни неизпълнения (СКН), отговарящи на изискванията на ЦК, на европейски референтни предприятия и индекси на базата на тези предприятия, и ii) оповестят отговарящите на изискванията непогасени договори. След това към задължението се присъедини още един дилър (Nomura), като подкрепя за тази инициатива изразиха Европейската банкова федерация, Европейският борд на публичните банки и други европейски банкови асоциации.

<sup>6</sup> COM/2008/0602 окончателен - COD 2008/0191 за изменение на Директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/ЕО по отношение на банки — филиали на централни институции, определени елементи на собствения капитал, големи експозиции, надзорна уредба и управление при кризи

Трето, по отношение на системния риск, свързан със спекулативната търговия, Комисията скоро ще приеме предложение за капиталови изисквания, приложими към търговския портфейл на финансовите институции и към секюритизацията и пресекуритизацията. Предвиденото в това предложение увеличаване на капиталовите равнища най-вероятно ще предотврати прекаленото поемане на краткосрочен риск от финансовите институции.

Четвърто, Комисията е в процес на преглед на своя подход за надзор над финансовите пазари. Предлага се създаването на европейски орган за макро-финансов надзор, чрез който Европа ще бъде в състояние да идентифицира прекаленото натрупване на риск в системата и да предприема необходимите мерки за контролиране на тези рискове. Европейският съвет за системен риск ще играе важна роля за избягване на ситуации, при които рисковете, свързани с пазарите на деривати, пораждат проблем за цялата финансова и икономическа система.

Пето, стана очевидно, че агенциите за кредитен рейтинг (АКР) не могат да останат извън обхвата на регулирането, след като не успяха правилно да оценят рисковете, породени от сложните инструменти, по-специално поради конфликта на интереси, присъщ на модела „емитентът плаща“. През април 2009 г. Съветът и Европейският парламент одобриха предложен от Комисията регламент, съгласно който АКР ще трябва да спазват строги стандарти за обективност, качество и прозрачност и ще бъдат обект на постоянен надзор, упражняван от публичните органи<sup>7</sup>.

И на края, Европейската комисията предложи директива за хедж фондовете и лицата, управляващи други фондове за алтернативни инвестиции, която ще създаде всеобхватна и ефективна регулаторна и надзорна рамка на европейско равнище. Предложената директива ще позволи на държавите-членки да подобрят макро-финансовия надзор на сектора, както и надзора на микро равнище, да налагат ограничения върху нивото на използвания дълг за тези субекти и да предприемат координирано действие, когато е необходимо, за да гарантират правилното функциониране на финансовите пазари<sup>8</sup>.

## **5. ПЪТЯТ НАПРЕД: НОВИ ИНИЦИАТИВИ ЗА ПОДОБРЯВАНЕ НА ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ**

Настоящата криза изтъкна необходимостта от регулиране на пазарите на извънборсови деривати, за да могат да изпълнят своята икономическа роля по начин, който не заплашва стабилността на системата. За тази цел Комисията смята, че следва да се предприемат действия, за да: а) се позволи на регулаторите и органите по надзора да разполагат с цялостна информация за сделките, които се извършват на пазарите на извънборсови деривати, както и за позициите, които се натрупват на някои пазари, б) се засили прозрачността на пазарите на извънборсови деривати по отношение на участниците на тези пазари; по-специално, следва да е на разположение повече и по-добра информация за цените и обемите; в) се подобри оперативната ефективност на

---

<sup>7</sup> Европейска комисия (2008), „Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно агенциите за кредитен рейтинг“ {COM(2008) 704}, одобрено от Европейския парламент и от Съвета на 23 април 2009 г.

<sup>8</sup> Европейска комисия (2009), „Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно лицата, управляващи фондове за алтернативни инвестиции“ {COM(2009) 207}.

пазарите на деривати, за да се гарантира, че извънборсовите деривати не накърняват финансовата стабилност и г) се намалят рисковете от контрагента и да се насърчават централизираните структури. Главните инструменти за постигане на тези цели са i) насърчаване на повече стандартизация, ii) използването на централни информационни регистри, iii) преминаване към клиринг чрез ЦК и iv) преминаване към търговия на достъпни публични места за търговия<sup>9</sup>. Тези инструменти са анализирани в настоящия раздел и се предлагат насоки за бъдеща работа.

### **5.1. Стандартизация**

За извънборсовите деривати, отговарящи на условията за клиринг чрез ЦК, стандартизацията е необходимо предварително условие, за да могат да бъдат приложени изброените по-долу други инструменти. За извънборсовите деривати, които не отговарят на условията за клиринг чрез ЦК, допълнителната стандартизация би допринесла за подобрена оперативната ефективност и по-малко оперативни рискове, напр. чрез поощряване на по-широко прилагане на стандартизирани договори и на електронни услуги за приемане и потвърждаване, централно съхраняване, автоматизация на плащанията и на процесите за управление на обезпечението. Тъй като стандартизацията е предварително условия за бъдещи действия, тя ще представлява основополагащ елемент в начинанието на Комисията да направи пазарите на деривати ефективни, сигурни и стабилни.

Безспорно стандартизацията изисква инвестиции. Комисията възнамерява да задълбочи работа си за създаване на стимули за сектора, така че той да продължи с полаганите понастоящем усилия за реализирането на такива инвестиции, за да се насърчи стандартизацията в областите на извънборсови деривати, които е малко вероятно да отговарят на условията за клиринг чрез ЦК и които не са подходящи за търговия на регулирани пазари.

### **5.2. Централен информационен регистър**

В централния информационен регистър се събират данни — като броя на сделките, размера на непогасените позиции — за всички сделки (както за тези, подходящи за клиринг чрез ЦК, така и за тези, които не подлежат на клиринг чрез ЦК), с цел подобряване на прозрачността и информираността<sup>10</sup>. Това не само допринася за прозрачността, но също така подобрява оперативната ефективност на пазара. Регистърът би могъл да предоставя и други услуги (напр. улесняване на сетълмент и инструкции за плащане).

Комисията вижда ползите, които централните информационните регистри могат да създадат за органите по надзора във връзка с повишената прозрачност и информираност. Това е особено важно, като се има предвид фактът, че клирингът чрез

---

<sup>9</sup> Приложимостта на тези инструменти са различава в зависимост от пазарния сегмент. Тяхното прилагане се отличава с различна степен на сложност. По-подробен анализ на ефективността на текущите методи за намаляване на риска и свързаната с тях необходимост за допълнителни мерки на всеки сегмент на извънборсов пазар са разгледани подробно в глава 4 от придружаващия работен документ на службите.

<sup>10</sup> Такава база данни съществува за СКН под формата на База данни за търговска информация, управлявана от Американския депозитарен тръст и клирингова корпорация (US Depository Trust and Clearing Corporation).

ЦК не може да се прилага лесно за всички деривати, тъй като необходимите условия не винаги са на лице и не са лесно приложими. Европейският комитет на регулаторите на ценни книжа (ЕКРЦК) ще проучи ползата от такава структура по отношение на правната защита, на надзора и на продължаване на бизнес дейностите. В тази връзка и с оглед на предстоящият доклад на ЕКРЦК Комисията ще предприеме подходящи действия в тази насока.

### 5.3. Клиринг посредством централен контрагент (ЦК)

От четирите съответни инструмента клирингът чрез ЦК привлича най-голямо внимание досега. По време на финансовата криза централните контрагенти доказаха ползата от себе си, както е видно от ролята, която изиграха в управлението на последиците от фалита на Леман Брадърс. Комисията вече насърчи сектора да разшири използването на клиринг чрез ЦК и възнамерява да приложи приоритетно съответната препоръка на Групата де Ларозиер.

Съществуват сериозни причини да се настоява клирингът чрез ЦК да се намира в Европа, с оглед на притесненията по отношение на регулаторните, надзорните и монетарните политики. Ако ЦК бъде установен в Европа, той ще бъде обект на европейски правила и надзор. По този начин органите по надзора имат безспорен и неограничен достъп до информацията, съхранявана от ЦК. Също така е по-лесно за европейските органи да се наместват в случай на проблем с европейския ЦК. Например, централните банки не предоставят пряк достъп до своите ликвидни улеснения на финансови институции, извън своята валутна зона<sup>11</sup>.

В областта на СКН, главните финансови институции, търгуващи с деривати, подписаха ангажимент с Европейската комисия за преминаване до 31 юли 2009 г. към клиринг на европейски суапове за кредитни неизпълнения чрез един или повече европейски ЦК и понастоящем работят по необходимата стандартизация на европейските договори за СКН, които да позволят клиринг чрез ЦК. Очаква се два европейски ЦК да бъдат готови да предоставят услугите си във връзка със СКН до 31 юли 2009 г., третият ЦК се очаква да бъде готов през декември 2009 г., а четвъртият не се е ангажирал с конкретна дата. Като цяло Комисията приветства усилията на сектора да спазва сроковете, заложи в техния ангажимент. Всъщност инициативите на сектора досега са доказали своята ефективност от двете страни на Атлантическия океан, що се отнася до стандартизацията на СКН. Все още не е приключило обаче прилагането на решенията за някои технически аспекти като тези, свързани с настъпването на кредитно събитие като реструктуриране. Затова, ако секторът не успее да спазва задължението си, Комисията ще трябва да разгледа други начини, както се посочва по-долу. Комисията приветства инициативите на сектора и ще отчете изцяло тяхното изпълнение и резултатите от тях при вземане на решение за необходимостта от допълнителни

---

<sup>11</sup> Договори за валутни суапове могат да съществуват между централните банки, но поради липсата на пряк достъп до ликвидните инструменти ЕЦБ изрази определено предпочитание ЦК да се намира в еврозоната, както става ясно от изказване на нейния Управителен съвет от 18 декември 2008 г., в което се потвърждава, че „съществуваше нужда за поне един европейски ЦК за кредитни деривати, като се има предвид евентуалното значение, което клирингът на ценни книжа и системите за сетълмент имат за цялата финансова система, тази структура трябва да се намира в еврозоната“ ЕЦБ (2008), Решения на Управителния съвет от 18 декември 2008 г., <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

инициативи за гарантиране на колкото се може по-широкото използване на клиринг чрез ЦК.

Вече съществуват инициативи за използване на ЦК. Участниците на пазара имат естествен стимул да използват клиринг чрез ЦК, тъй като той намалява техния кредитен риск от контрагента и позволява по-ниски регулаторни капиталови изисквания. Тези стимули обаче не са достатъчни за преодоляване на търговските стимули в полза на двустранния клиринг. Затова Комисията разглежда начини да засили съществено стимулите за използване на клиринг чрез ЦК, за да предотврати, доколкото е възможно, всякакво търговско колебание относно клиринга чрез ЦК. Това може да се постигне чрез i) промяна на правилата за регулаторния капитал, съдържащи се в ДКИ, и ii) предоставяне на допълнителни регулаторни и надзорни гаранции за сигурността и стабилността на ЦК посредством бъдещо европейско законодателство, ако е необходимо, и евентуално общ надзор<sup>12</sup>. Естествено, тази бъдеща работа по никакъв начин не влияе върху срока —31 юли 2009 г., на продължаващите усилия за преминаване към клиринг на европейски СКН чрез един или повече европейски ЦК.

#### **5.4. Извършване на търговия**

По принцип за стандартизираните деривати, с клиринг чрез ЦК следващата логическа стъпка би била търговията на тези договори да се извършва на организирани места за търговия, където цената и друга свързана с търговията информация е публично оповестена, като регулирани пазари (напр. борси за деривати) или многостранна система за търговия, подчинена на изисквания за прозрачност. Това би подобрило ценовата прозрачност и управлението на риска.

Видът на стандартизираните договори, които се търгуват на публични места за търговия, може обаче да не отговаря на целия спектър от нужди за управление на риска, които имат ползвателите на деривати. Повечето от участниците на пазара изразяват търговски предпочитания към извънборсовата търговия. Главното съображение трябва да бъде обаче значението за финансовата стабилност на наличието на прозрачни и оперативно ефективни пазари. Обществено предпочитание е в полза на прозрачни места за търговия, колкото се може по-публични и стандартизирани, с цел оценяване на риска и ценообразуване.

Система, основана на конкуренцията между различни места за търговия (извънборсова търговия, борси и МСТ), също носи ползи по отношение на пазарната ефективност, доколкото всички места за търговия са подчинени на адекватни изисквания за прозрачност и организация, което гарантира лоялна конкуренция. Този избор на прозрачна и организирана търговия е нещо, което се прилага за другите финансови пазари. С Директивата за пазарите на финансови инструменти се премахна правилото, съгласно което търговията следва да се извършва на регулирани пазари (т.е. т.нар. „правило за концентрация“), но се наложиха подходящи изисквания за прозрачност по отношение на други места за търговия (МСТ, систематичните участници). Съответно за дяловия капитал, конкуренцията между местата за търговия се извършва под шапката на общи правила за прозрачност и организация. Въпреки това режимът в ДПФИ за отчитане на прозрачността понастоящем не обхваща дериватите и отчитането на

---

<sup>12</sup> Европейска комисия (2009) Съобщение от Европейската комисия, *Европейски финансов надзор*, COM(2009)252 окончателен.

сделките не се прилага за финансови инструменти, които не са допуснати за търгуване на регулиран пазар.

Комисията ще проучи как да се постигне по-прозрачен и ефективен процес на търгуване на извънборсовите деривати, като се вземе предвид присъщият на пазарите на извънборсови деривати гъвкав характер и режимът, приложим за дяловия капитал. За тази цел Комисията ще оцени допълнително i) пренасочването на повече търговия към прозрачни и ефективни публични места за търговия, както и ii) подходящото ниво на прозрачност (цена, сделка, позиция) за различните места за търгуване на пазарите на деривати.

## **6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Дериватите играят важна роля в икономиката, но са свързани с определени рискове. Кризата показва, че тези рискове не са достатъчно овладяни в извънборсовата част на пазара, особено по отношение на СКН. От началото на финансовата криза Комисията работи за справяне с някои от тези най-спешни рискове.

Освен това, Комисията ще обмисли бъдещи мерки, за постигане на напредък със засилване на стандартизацията и прозрачността на сделките, както и за консолидирано преминаване към клиринг чрез ЦК, така че това да се наложи като правило за пазарите на извънборсови деривати като цяло, и за насочване, доколкото е възможно, на бъдещи търговски потоци през прозрачни и ефективни места за търговия.

След инициираното с настоящото съобщение обществено обсъждане на 25 септември 2009 г. Комисията ще проведе публично изслушване. Мненията и информацията, представени от заинтересованите страни, ще послужат за подробна оценка на въздействието, която ще помогне на Комисията да очертае подхода си. Като вземе предвид резултатите от обсъждането, Комисията ще изготви оперативни заключения преди края на настоящия си мандат и преди края на годината ще представи подходящи инициативи, включително законодателни предложения, ако е необходимо.

Комисията ще вземе изцяло под внимание усилията на сектора, както и развитието в ключовите партньори на ЕС, и по-специално, обявената от Министерството на финансите на САЩ обширна регулаторна рамка за извънборсови деривати. Тази нова рамка предвижда именно задължение клирингът на всички стандартизирани извънборсови деривати да се извършва чрез ЦК и насърчаване на търговията, извършвана на „регулирани борси и с регулирани прозрачни електронни системи за извършване на търговия с извънборсови деривати”<sup>13</sup>. “Комисията ще продължи да работи по тези въпроси съвместно с американските власти, като част от контекста на диалога за регулиране на финансовите услуги, с цел да се постигне съгласуваност в световен мащаб относно подходите на политика в тази област и да се избегнат всякакви рискове от регулаторен арбитраж.

---

<sup>13</sup> Виж Реформа на финансовото регулиране на Министерство на финансите на САЩ, 17 юни 2009 г.