

Nova regulacija knjiženja i namire financijskih derivata

Tečić, Antonija

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:993001>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-01**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

NOVA REGULACIJA KNJIŽENJA I NAMIRE
FINANCIJSKIH DERIVATA

Mentor:

Izv. prof. dr. Roberto Ercegovac

Studentica:

bacc. oec. Antonija Tečić

Split, kolovoz, 2017

SADRŽAJ:

1. UVOD	4
1.1. Definicija problema	4
1.2. Cilj rada.....	4
1.3. Metode rada	5
1.4. Struktura rada	5
2. OPĆI PREGLED I ANALIZA UVOĐENJA NOVIH STANDARDA TRGOVINE I NAMIRE FINANCIJSKIH DERIVATA	6
2.1. Općenito o tržištu kapitala i financijskim instrumentima.....	6
2.1.1. Financijske izvedenice	7
2.2. Uredba o infrastrukturi europskog tržišta.....	11
2.2.1. Temeljni ciljevi EMIR-a	16
2.3. Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala.....	18
2.3.1. Poravnanje ugovora o OTC izvedenicama.....	22
3. ZAHTJEVI ZA SUDJELOVANJE NA TRŽIŠTU	29
3.1. Zahtjevi za izdavanje odobrenja za rad	29
3.2. Postupci za izdavanje odobrenja za rad ili odbijanje zahtjeva za izdavanje odobrenja za rad.....	30
4. ULOGA CENTRALNOG DEPOZITORIJA I PREGLED ORGANIZACIJE	35
4.2. Trgovinski repozitorij	35
4.2.1. Dostava podataka trgovinskom repozitoriju	40
4.2.2. LEI oznake	41
4.2. Središnje druge ugovorne strane	43
5. OBVEZA IZVJEŠTAVANJA I USKLADE	47
5.1. Sustav poravnanja i namire.....	50
6. OSIGURANJE I KLIRING	52
6.1. Inicijalna varijacijska margina	55
7. UTJECAJ NOVE REGULATIVE NA AKTIVNOSTI TRŽIŠTA	58
7.1. Jačanje transparentnosti, odgovornosti i zaštite potrošača radi osiguranja integriteta tržišta i ponovne uspostave povjerenja potrošača	60
7.2. Poboljšanje učinkovitosti financijskog sustava.....	61

7.3. Troškovi reformi.....	62
8. ZAKLJUČAK.....	64
SAŽETAK.....	66
LITERATURA	66
PRILOZI	69

1. UVOD

1.1. Definicija problema

Financijski sustav posljednjih godina značajno se povećao te su financijske institucije proširile svoju djelatnost uz pomoć inovativnih ali složenih financijskih proizvoda. Poslovanje financijskih institucija se proširilo izvan granica, te su financijska tržišta postajala internacionalnija. Unatoč širenju, regulatorni i nadzorni okvir financijskog sektora ostao je isti tj. ostao je nacionalno usmjeren. Zbog nedostatka informacija o aktivnostima na financijskim tržištima povećao se rizik poslovanja te su brojne sumnjive transakcije prolazile nezamijećeno. Minimalno usklađivanje dovelo je do velike nesigurnosti među sudionicima koji djeluju prekogranično i onemogućilo im normalno poslovanje. Sve to je dovelo do globalne financijske krize koja je ostavila velike posljedice na gospodarstvo u cjelini te prouzročila velike troškove.

Nakon krize Europska Unija je zajedno sa međunarodnim partnerima iz skupine G20 donijela Uredbu o infrastrukturi europskog tržišta kojom su donesene brojne regulatorne reforme, poboljšao se nadzorni okvir financijskog sektora te se riješili nedostaci utvrđeni krizom ali i predviđali i sprječavali budući potencijalni problemi. Glavni cilj ove reforme je uspostaviti stabilan i odgovoran financijski sustav i obnoviti povjerenje u isti te omogućiti svim sudionicima sigurno poslovanje.

1.2. Cilj rada

Cilj rada je objasniti nove regulatorne reforme financijskog tržišta donesene nakon financijske krize. Objasniti će se novi standardi trgovine i namire financijskih derivata te će se definirati sudionici financijskog tržišta koji su dužni primjenjivati navedene reforme. Biti će pojašnjene obveze sudionika financijskog tržišta kao što su podnošenje zahtjeva za sudjelovanje na tržištu, obveza izvještavanja i slično. Također će se utvrditi koje su koristi za financijski sustav donjele navedene reforme, kao i koliki su troškovi uzrokovani uvođenjem reformi.

1.3. Metode rada

Za obradu problema rada koristiti će se sljedeće metode:

- Metoda analize kojom se obrađuje problem raščlanjivanjem složenih pojmova na njihove jednostavnije dijelove i elemente.
- Metoda sinteze kojom se obrađuje problem sintezom ili spajanjem jednostavnih pojmova i sudova u složenije.
- Kabinetsko istraživanje u kojemu se koriste već postojeći sekundarni podaci.

1.4. Struktura rada

Rad se sastoji od osam dijelova uključujući uvod i zaključak.

U uvodu se definira problem i ciljevi rada te metode kojima će se koristiti prilikom obrade problema.

U drugom dijelu se pobliže objašnjavaju nove reforme financijskog sustava, obveze koje su sa sobom donijele te obveznici primjene istih.

U trećem dijelu se objašnjavaju uvjeti i zahtjevi koji se moraju ispuniti da bi se postalo sudionikom financijskog tržišta, te postupci izdavanja ili oduzimanja odobrenja za rad.

Četvrti dio objašnjava ulogu trgovinskog depozitorija, pregled usluga i postupak dostave podataka i izvještavanja.

U petom dijelu se prikazuje obveza dostavljanja podataka o poslovanju kao i postupak poravnanja i namire.

U šestom dijelu se pojašnjava postupak zaštite od buduće potencijalne izloženosti rizicima.

Sedmi dio prikazuje utjecaj nove regulative na aktivnosti tržišta, pozitivne učinke te troškove koji su nastali uvođenjem nove reforme.

Osmi dio rada sadrži zaključak, sažetak, korištenu literaturu i priloge.

2. OPĆI PREGLED I ANALIZA UVOĐENJA NOVIH STANDARDA TRGOVINE I NAMIRE FINANCIJSKIH DERIVATA

2.1. Općenito o tržištu kapitala i financijskim instrumentima

„U okviru gospodarskog sustava jedan od najvažnijih podsustava jest financijski. Financijski sustav predstavlja mehanizam i vodič, odnosno sustav kanala kojim se vrši transfer financijskih sredstava između različitih grupa i subjekata u gospodarstvu. Obavlja ogroman broj funkcija: funkciju štednje, funkciju blagostanja, funkciju likvidnosti, kreditnu funkciju, funkciju plaćanja, funkciju zaštite od rizika, makroekonomsku funkciju, funkciju transfera resursa kroz prostor i vrijeme, pružanje informacija, funkciju kreiranja novca. Najvažnije osobine financijskog sistema su dinamičnost, otvorenost i kompleksnost.“¹

Elementi financijskog sustava su financijska tržišta, financijski instrumenti i financijske institucije.

„Financijsko tržište je prostor na kojem se susreću ponuda i potražnja financijskih sredstava. Odnos koji se stvara između ponude i potražnje tih sredstava oblikuje njihovu tržišnu cijenu. Cijena se formira kamatom, a izražava kamatnom stopom. Kao i svako drugo tržište, financijsko je tržište konglomerat posebnih tipova poslova i institucija što se javljaju i na strani ponude i na strani potražnje. Financijsko tržište čine tržište kapitala (dugoročna sredstva) i tržište novca (kratkoročna sredstva).“²

„Nerazvijena financijska tržišta svedena su na depozit, kredit i banke. Razvijena tržišta obiluju financijskim instrumentima, raznovrsnim financijskim institucijama, složenim financijskim tehnikama i brojnim financijskim tokovima. Obično se dijele na tržište novca i kratkoročnih vrijednosnih papira, tržište kapitala i devizno tržište. U praksi postoji mnoštvo tržišta: dionica, obveznica, državnih vrijednosnih papira, kredita, opcijskih i futures tržišta, tržišta potraživanja po kreditnim karticama, leasing poslovima, izvoznim potraživanjima (tržište novca, tržište kapitala, primarno tržište, sekundarno tržište, burza, OTC tržište itd.).“³

¹ BeniĆ, M. (2009): Uloga institucionalnih investitora u funkciji razvoja tržišta kapitala, Diplomski rad, Ekonomski fakultet Split, str. 5

² BeniĆ, M. (2009): Uloga institucionalnih investitora u funkciji razvoja tržišta kapitala, Diplomski rad, Ekonomski fakultet Split, str. 6

³ BeniĆ, M. (2009): Uloga institucionalnih investitora u funkciji razvoja tržišta kapitala, Diplomski rad, Ekonomski fakultet Split, str. 6

„Financijski instrumenti predstavljaju predmet trgovanja na financijskim tržištima. Njihova razvijenost i diverzificiranost su najbolji indikatori stupnja razvijenosti pojedinih financijskih tržišta. Riječ je o pravima na neke buduće prihode ili koristi. Tu podrazumijevamo razne novčane i financijske instrumente kojima se može trgovati na financijskim tržištima. Financijske instrumente izdaju oni subjekti koji imaju nedostatke financijskih sredstava ili kapitala u danom trenutku. Najvažnije karakteristike koje imaju utjecaja u procesu odlučivanja o alokaciji financijskih sredstava su likvidnost, rizik i prinos (dobit). Ukoliko bismo samo nabrajali financijske instrumente najznačajniji bi bili sljedeći: vrijednosni papiri (kao najzastupljeniji i najbrojniji), depoziti, potraživanja, financijska prava, žiralni novac, devize i devizni tečajevi kao i zlato i plemeniti metali.“⁴

„Financijske institucije su posrednici na financijskom tržištu. Zadatak im je prikupljati novčana sredstva i usmjeravati ih u financijske plasmane. Najvažnija financijska institucija je banka, koja je i depozitna ustanova. Na prikupljene novčane depozite ona plaća kamate i usmjerava tako prikupljena sredstva u raznovrsne kredite, pružajući uz to i novčarske usluge. Depozitne su institucije i štedionice, kreditne službe, štedno-kreditne zadruge i slične ustanove koje primaju depozite. Mnogo su brojnije nedepozitne financijske institucije. To su npr. mirovinski fondovi, društva za osiguranje, investicijski fondovi u koje se udružuju pojedinačni investitori, državne agencije, raznoliki fondovi i financijske kompanije, brokerske kuće i sl. Neke od ovih institucija prikupljaju novčane fondove članarinama i ulozima, neke prodajom polica osiguranja, treće su čisti posrednici, četvrte usmjeravaju državne fondove, pete rukovode zakladama i povjerenim sredstvima, a sve ih ulažu u različite plasmane.“⁵

2.1.1. Financijske izvedenice

Izvedenice ili derivati financijski su instrumenti koji svoju vrijednost izvode iz vrijednosti nekog drugog instrumenta (dionice, obveznice, indeksa, valute, robe...), tzv. temeljnog instrumenta te se njima trguje na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira (engl. over-the-counter market - OTC market). OTC tržište nije regulirano, na njemu se trguje bez posredovanja i visoko je izloženo riziku. Ugovorne strane nemaju sigurnost da će se druga

⁴ Benić, M. (2009): Uloga institucionalnih investitora u funkciji razvoja tržišta kapitala, Diplomski rad, Ekonomski fakultet Split, str.6, 7

⁵ Benić, M. (2009): Uloga institucionalnih investitora u funkciji razvoja tržišta kapitala, Diplomski rad, Ekonomski fakultet Split, str. 7

ugovorna strana pridržavati odredbi iz ugovora, što dovodi do većeg rizika. Izvedenice se koriste za zaštitu od rizika ili u svrhu špekulacije, a najčešće ih, zbog njihove kompleksnosti, koriste ulagači s više znanja i iskustva u području ulaganja.⁶

U izvedenice spadaju opcije i varanti, budućnosnice i unaprijedni ugovori, swap ugovori i osigurane dužničke obveze.

Opcija je pravo, ali ne i obveza, da se kupi odnosno proda određena aktiva po unaprijed ugovorenoj cijeni u okviru određenog vremenskog perioda. Cijena opcije, koja se plaća da bi se ovo pravo steklo, naziva se premija. U slučaju kada govorimo o pravu na kupnju, govorimo o tzv. call opciji, a u slučaju kad govorimo o pravu na prodaju, govorimo o tzv. put opciji. Opcije su financijski instrument jer vlasnik opcije ima pravo dobiti potencijalnu buduću ekonomsku korist koja je povezana s promjenom fer vrijednosti određenog financijskog instrumenta navedenog u ugovoru. Vrijedi i suprotno, upis opcije može pretpostaviti i gubitke ili odljev ekonomskih resursa povezano s promjenom fer vrijednosti navedenog instrumenta.⁷

Varanti (engl. warrants), kao i opcije, daju neka opcijska prava ulagačima. Varanti se najčešće izdaju u „paketu“, zajedno s obveznicama i povlaštenim dionicama, te omogućuju njihovom imatelju da u određenom periodu kupi određeni iznos dionica po određenoj cijeni koja je, gotovo uvijek viša od trenutne tržišne cijene. Oni mogu biti vezani za ove vrijednosne papire, ali su češće odvojivi s mogućnošću slobodnog prometa. Iako su varanti veoma slični call opcijama osnovna razlika leži u činjenici da varante izdaju društva, koja ujedno i garantiraju za njih, dok kod opcija to nije slučaj. Također, rok dospijeca varanta najčešće se mjeri godinama, dok se kod opcija on mjeri mjesecima, a po izvršenju varanta, korporacija ga povlači iz optjecaja i izdaje novu dionicu. Dakle, društvo dobiva novac, smanjuje broj varanta u optjecaju i povećava broj svojih dionica, što utječe na njenu strukturu kapitala. O izdavanju dodatnih varanta odlučuje samo društvo, pa tako može doći u situaciju da se izvršenjem svih varanta njihov broj svede na nulu. Opcije se pak, praktično mogu neograničeno izdavati i mnogo ih je lakše izdati pa je krajnje teoretski slučaj da se njihov broj u prometu svede na nulu.⁸

⁶ Hanfa: Tržište kapitala, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/getfile/42497/HANFA-Trziste-kapitala.pdf>

⁷ Madir, J. (2009): Tržišta kapitala, Karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja, Grafotisaak, str. 24-25.

⁸ Madir, J. (2009): Tržišta kapitala, Karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja, Grafotisaak, str.26.

Unaprijedni (engl. forward) ugovor je ugovor između stranaka da se kupi ili proda utvrđena količina imovine na određeni datum uz određenu cijenu. Osnovna obilježja forward ugovora su sljedeća:

- svaki ugovor sačinjen je na uobičajen način, od čega je svaki jedinstven
- na datum dospijeca ugovora, ugovor se podmiruje isporukom ugovorene imovine
- subjekt koji drži imovinu isporučuje imovinu u zamjenu za novčani ekvivalent prema cijeni isporuke.

Jedna od ugovornih strana u forward ugovoru prihvaća tzv. „dugu poziciju“ (engl. long position) i suglasna je kupiti predmetnu aktivu na poznati i budući datum uz poznatu i specificiranu buduću cijenu. Druga pak strana prihvaća tzv. „kratku poziciju“ (engl. short position) i suglasna je prodati aktivu istog dana po istoj cijeni. Ako cijena aktive naglo poraste nakon sklapanja ugovora, vrijednost duge pozicije u forward ugovoru postaje pozitivna, dok vrijednost kratke pozicije postaje negativna. Imatelj kratke pozicije u vrijeme dospijeca ugovora isporučuje aktivu imatelju duge pozicije u zamjenu za novčani iznos ekvivalentan cijeni isporuke.⁹

Budućnosnice (engl. futures) ugovori su ugovori kojim jedna strana ugovara da će kupiti ili prodati drugoj strani na određeni datum određenu imovinu uz ugovorenu cijenu. Međutim za razliku od forwarda (koji se izvršava fizičkom isporukom i plaćanjem u potpunosti na ugovoreni datum po ugovorenoj cijeni), futures ugovor se obično izvršava plaćanjem razlike između izvršne cijene i tržišne cijene na točno utvrđeni budući datum. Nadalje, futures ugovorima se trguje na organiziranom tržištu te su termini ugovora poput kvalificirane imovine, datuma dospijeca i načina podmirjenja na datum dospijeca standardizirani. Konačno, postoji povezanost s klirinškim kućama zbog lakoće funkcioniranja tržišta. Time se povećava likvidnost transakcija, a klirinške kuće ili banke postaju suprotna strana objema stranama ugovora, te pružaju mehanizam koji jamči izvršenje ugovora.¹⁰

Swap je ugovor između dvije ili više stranki za razmjenu dijela novčanog toka u nekom budućem razdoblju. Više je tipova swapova:

- kamatni swap (engl. interest rate swap)

⁹ Madir, J. (2009): Tržišta kapitala, Karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja, Grafotisa, str. 27-28.

¹⁰ Madir, J. (2009): Tržišta kapitala, Karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja, Grafotisa, str. 28.

- valutni swap (engl. currency ili FX swap)
- kreditni swap (engl. credit default swap)

Kod kamatnog swapa jedna ugovorna strana ugovara fiksnu kamatnu stopu (engl. fixed rate) u povrat za promjenjivu kamatnu stopu (engl. floating rate) od suprotne ugovorne strane, s plaćanjem kamate. Dakle, ugovorna strana koja plaća fiksnu kamatnu stopu nije više izložena promjeni promjenjive kamatne stope, jer ga je preuzela druga ugovorna strana. I jedna i druga strana izložene su riziku da druga ugovorna strana neće izvršiti ugovorena plaćanja. Swapovi, naime, mogu smanjiti trošak upravljanja rizikom s obzirom na to da su jeftiniji od preuređenja strukture portfelja.

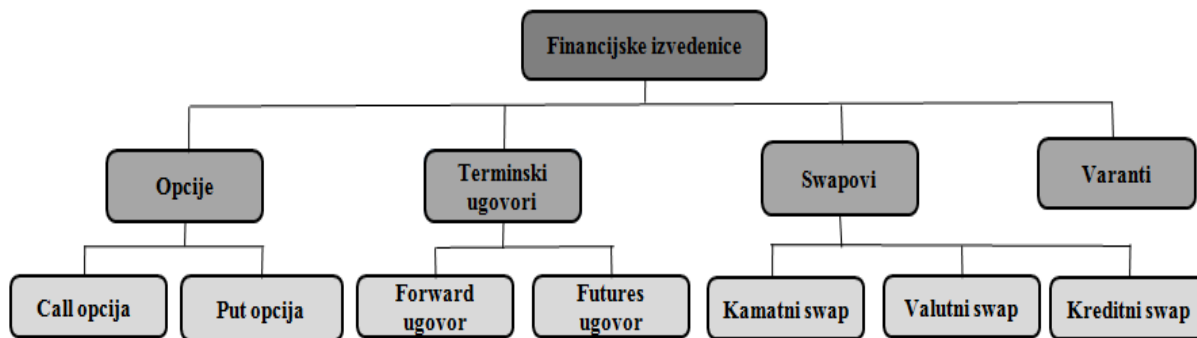
Valutni swap uključuje razmjenu valuta po određenom valutnom tečaju i obavlja se serijom isplata kamata za valutu koja je primljena u određenim intervalima. Tipični korisnici su izdavatelji obveznica na tržištima na kojima mogu dobiti dobre uvjete zaduživanja, ali im valuta u kojoj izdaju ne odgovara.

Kreditni swap (engl. credit default swap - CDS) je vrsta garancije gdje kupac garancije transferira kreditni rizik neke referentne aktive na prodavatelja garancije. Kao referentna aktiva služe krediti ili vrijednosni papiri, a u zamjenu za predmetnu garanciju, kupac plaća prodavatelju naknadu. Nadalje,

- kupac osiguranja prodavatelju plaća fiksnu naknadu (ili kao lump-sum na početku ili u vremenskim razdobljima).
- prodavatelj osiguranja jamči kupcu naplatu njegovih potraživanja od dužnika u slučaju nastanka nekog od osiguranih kreditnih događaja referentne aktive (engl. credit events of the reference entity).
- za razliku od klasičnog osiguranja, nije nužno da kupac osiguranja pretrpi gubitak kako bi dobio naknadu od prodavatelja osiguranja, već je samo potrebno da se dogodi neki od osiguranih kreditnih događaja.

Prema svojoj financijskoj suštini, credit default swapovi su utrživi osiguravateljni proizvodi. Izdavatelj, odnosno potpisnik, takve izvedenice zahtijeva određenu premiju, a zauzvrat nudi obećanje da će namiriti kupca izvedenice u slučaju nastupa osiguranog događaja.¹¹

¹¹ Madir, J. (2009): Tržišta kapitala, Karakteristike financijskih instrumenata i pravni okvir poslovanja, Grafotisa, str. 29-31.



Slika 1: Prikaz financijskih izvedenica

Izvor: Prikaz autora

2.2. Uredba o infrastrukturi europskog tržišta

Svijet je 2008. godine pogodila financijska kriza svjetskih razmjera koja je gospodarstvu i građanima EU-a prouzročila znatne troškove. U godinama prije krize financijski sustav značajno se povećao i postao je sve bolje međusobno povezan kroz duge i složene posredničke lance potraživanja, povećavajući sistemske rizike. U cijelom je svijetu zaduživanje značajno poraslo, a banke su se više počele oslanjati na kratkoročno financiranje i započele sa sve opasnijom promjenom dospijeaća. Brzi rast financijskog sektora također je potaknuo porast inovativnih, ali često vrlo složenih financijskih proizvoda koji su financijskim institucijama omogućili širenje djelatnosti, također i izvan njihovih bilanci.¹²

Mnoge su aktivnosti financijskih institucija, čije se poslovanje značajno širilo preko granica, bivale uvelike izuzete iz reguliranja i nadzora. Financijska tržišta su postajala sve internacionalnija dok su regulatorni i nadzorni okviri uvelike ostali nacionalno usmjereni.

¹² EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

Kreatori politika, regulatorna i nadzorna tijela u cijelom svijetu nisu uspjeli identificirati i prikladno reagirati na rizike koji su se nakupljali u financijskom sustavu.¹³

Regulatornim tijelima nedostajale su informacije o aktivnostima na tržištu OTC izvedenica, što je bio jedan od ključnih nedostataka jer to je značilo da su rizici mogli proći nezamijećeni sve dok se ne bi ostvarili. Osim toga, često nije bilo načina da se ublaži kreditni rizik druge ugovorne strane u transakcijama drugih ugovornih strana s izvedenicama koje se ne izvršavaju na uređenom tržištu (OTC izvedenicama), što je moglo uzrokovati gubitke zbog nastanka statusa neispunjavanja obveza za jednu od drugih ugovornih strana prije nego što bi uspjela ispuniti svoje obveze. Ti bi gubici mogli biti ozbiljnija prijetnja financijskom sustavu zbog velikog obujma transakcija OTC izvedenicama na tržištima izvedenica i međusobne povezanosti sudionika na tržištu.¹⁴

Jakša Cvitanić, profesor na Caltechu i predavač na Dubrovačkoj školi bankarstva i financija smatra da su financijski derivati samo djelomično uzrok financijskoj krizi.

„Glavni uzrok ovoj, slično kao i u drugim krizama, loši su zajmovi lošim platišama. Potom su ti odobreni zajmovi bili ‘isjeckani’ i pretvoreni u derivate koji su krizi doprinijeli utoliko što nije bilo moguće jednostavno procijeniti njihov rizik i vrijednost. Nakon što su loši zajmovi dani, derivati su otežali procjenu rizika. Derivate se može zloupotrijebiti, no ne uvijek namjerno. Čak su i agencije za rejting (koje od toga žive) krivo ocjenjivale rizike: davale su rejting AAA instrumentima koji su poslije propadali.“¹⁵

S obzirom na međusobnu povezanost država članica koje imaju zajedničku valutu, postalo je jasno i da postoje posebni rizici koji su ugrozili financijsku stabilnost Europske Unije u cjelini. Zbog toga je bila potrebna dublja integracija za osiguranje stabilnijeg bankarskog sektora te ponovne uspostave povjerenja u euro, uspostavom bankarske unije s jedinstvenim

¹³ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹⁴ Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 u pogledu obveze poravnanja, obustave obveze poravnanja, zahtjeva za izvješćivanje, tehnika smanjenja rizika za ugovore o OTC izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane, registracije i nadzora trgovinskih repozitorija i zahtjeva za trgovinske repozitorije, raspoloživo na: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/HR/COM-2017-208-F1-HR-MAIN-PART-1.PDF>, (26.7.2017.)

¹⁵ Poslovni dnevnik: Cvitanić: Financijski derivati mogu biti korisni za nelikvidna tržišta, raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/trzista/cvitanic-financijski-derivati-mogu-biti-korisni-za-nelikvidna-trzista-105870>, (24.8.2017.)

sustavom nadzora i rješavanja banaka u državama članicama Europske Unije, koji je na raspolaganju i drugim državama članicama, ako žele sudjelovati. Ovi nedostaci su otkriveni s početkom financijske krize koja je prouzročila značajne troškove gospodarstva EU. Između 2008. i 2012., za sprečavanje propasti financijskog sustava iskorišteno je ukupno 1,5 milijardi EUR državnih potpora. Kriza je izazvala duboku recesiju. Nezaposlenost je snažno porasla i mnoga kućanstva u EU-u doživjela su velike gubitke u prihodu, bogatstvu i mogućnostima.¹⁶

Ono što je 2007. počelo kao „sub-prime” kriza u SAD-u, brzo je preraslo u globalnu financijsku krizu. Financijska kriza u Europi kasnije je prerasla u širu državnu dužničku krizu sa značajnim posljedicama za gospodarstvo u cjelini. Zbog tih su se nedostataka čelnici skupine G20 2009. obvezali da će donijeti dalekosežne mjere radi povećanja stabilnosti tržišta OTC izvedenica, uključujući i poravnanje svih standardiziranih ugovora o OTC izvedenicama posredstvom središnjih drugih ugovornih strana te dostavu podataka o ugovorima o OTC izvedenicama trgovinskim repozitorijima.¹⁷

EU je nakon krize počeo sa pronalaženjem odlučnog regulatornog okvira na svjetskoj razini, te se obvezao provesti temeljitu reviziju regulatornog i nadzornog okvira financijskog sektora, u čemu će mu pomoći međunarodni partneri iz skupine G20. U skladu s preporukama skupine stručnjaka na visokoj razini koju je osnovala Komisija i kojom je predsjedao g. de Larosiere Komisija je 2009. i 2010. utvrdila put prema poboljšanju regulative i nadzora financijskih tržišta i institucija EU-a. Najavila je skup zakonodavnih mjera za uspostavljanje sigurnog i odgovornog financijskog sektora koji potiče gospodarski rast. Uz kontrolu nad državnim potporom dodijeljenom tijekom krize, Komisija je brzo počela djelovati kako bi provela izravne regulatorne intervencije koje su ojačale programe jamstava za depozite te reformirala računovodstvene propise. Tijekom posljednjih pet godina Komisija je donijela više od 40 prijedloga, od kojih su mnogi već na snazi, u cilju obnove povjerenja u tržište, financijske stabilnosti i integriteta te učinkovitosti europskog financijskog sustava.¹⁸

¹⁶ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹⁷ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹⁸ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

Veliki broj regulatornih reformi poduzetih na razini EU-a i na svjetskoj razini te njihov veliki opseg odraz su raznolikosti i ozbiljnosti problema koji su potkopavali funkcioniranje financijskog sustava EU-a prije krize. Samo se jednom reformom zasebno ne bi mogli ostvariti svi gore utvrđeni ciljevi. Osim toga, bilo je važno, ne samo rješavati nedostatke utvrđene krizom, već i predvidjeti ostale potencijalne probleme koji bi mogli utjecati na financijski sustav. Osmišljene su različite mjere koje će se međusobno dopunjavati i jačati. Mnoge reforme su već nastale kao npr. reforme institucionalnog okvira za jačanje jedinstvenog tržišta i njegovo funkcioniranje koje pridonose financijskoj integraciji i financijskoj stabilnosti, mjere za jačanje transparentnosti koje pridonose financijskoj stabilnosti i učinkovitosti i sl. I u budućnosti se očekuje pojava daljnjih sinergija ako se mjere budu uspješno provodile.¹⁹

Da bi se otklonili nedostaci u funkcioniranju tržišta OTC izvedenica, unutar EU je 2012. zbog financijske krize donesena Uredba o infrastrukturi europskog tržišta (engl. European Market Infrastructure Regulation-EMIR). EMIR-om se u EU-u provodi preuzeta obveza čelnika skupine G20 iz 2009. Dana 16. kolovoza 2012. na snagu su stupile odredbe Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (EMIR), koje su se na subjekte nadzora Hanfa počele primjenjivati danom ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju. Zakonom o provedbi Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. godine o OTC izvedenicama, središnjoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (Narodne novine broj 54/13), propisano je da su Hanfa i Hrvatska narodna banka nadležna tijela zadužena za nadzor nad primjenom EMIR-a u Republici Hrvatskoj, a sukladno postojećoj podjeli nadležnosti prema subjektima nadzora.²⁰

Hanfa u smislu primjene EMIR-a nadzire pravne osobe koje EMIR definira kao „financijske druge ugovorne strane“ (s izuzetkom kreditnih institucija koje nadzire Hrvatska narodna banka) i „nefinancijske ugovorne strane“.²¹

Agencija je odgovorna za koordinaciju i izvještavanje Europske komisije, Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. European Securities and Markets Authority - ESMA) i drugih tijela.

¹⁹ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

²⁰ Hanfa: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/>, (15.6.2017.)

²¹ Hanfa: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/>, (15.6.2017.)

Komisija je u studenome 2016. donijela izvješće o EMIR-u. U izvješću je s jedne strane navedeno da nisu potrebne temeljite izmjene ključnih zahtjeva EMIR-a, kojima se osigurava transparentnost i ublažavaju sistemski rizici na tržištima izvedenica i koji uživaju opću potporu nadležnih tijela i sudionika na tržištu. Osim toga, učinak EMIR-a još uvijek nije moguće detaljno preispitati jer se određeni ključni zahtjevi predviđeni EMIR-om tek trebaju početi provoditi ili dovršiti.²²

S druge strane, u izvješću se navodi mogućnost izmjene EMIR-a u nekim specifičnim područjima kako bi se uklonili nerazmjerni troškovi i opterećenje za određene druge ugovorne strane koje sudjeluju u ugovorima o izvedenicama, osobito za nefinancijske druge ugovorne strane, i pojednostavnila pravila, a da se ne naruše ciljevi propisa. Budući da je potrebno ukloniti nerazmjerne troškove i opterećenja za mala poduzeća i pojednostavniti pravila, a da se ne ugrozi financijska stabilnost, preispitivanje EMIR-a uključeno je u Komisijin program provjere prikladnosti i učinkovitosti propisa (engl. The Commission's Regulatory Fitness and Performance - REFIT) za 2016. godinu. Komisija je u okviru REFIT-a ocijenila u kojoj su mjeri posebni zahtjevi politika sadržani u EMIR-u učinkovito i djelotvorno ispunili svoje ciljeve te jesu li istovremeno bili usklađeni i relevantni i jesu li osiguravali dodanu vrijednost EU-a. Iz ocjene je vidljivo da se u nekim ciljanim područjima EMIR-om nameću nerazmjerni troškovi, opterećenja i pretjerano složeni zahtjevi te da bi se EMIR-ov cilj, a to je povećanje financijske stabilnosti, mogao učinkovitije ostvariti.²³

Ta područja uključuju:²⁴

- usklađenje drugih ugovornih strana s periferije mreže trgovanja izvedenicama (npr. male financijske druge ugovorne strane, nefinancijske druge ugovorne strane i mirovinski fondovi)
- transparentnost
- pristup sustavu poravnanja.

²² Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 u pogledu obveze poravnanja, obustave obveze poravnanja, zahtjeva za izvješćivanje, tehnika smanjenja rizika za ugovore o OTC izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane, registracije i nadzora trgovinskih repozitorija i zahtjeva za trgovinske repozitorije, raspoloživo na: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/HR/COM-2017-208-F1-HR-MAIN-PART-1.PDF>, (26.7.2017.)

²³ Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, raspoloživo na: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/HR/COM-2017-208-F1-HR-MAIN-PART-1.PDF>, (26.7.2017.)

²⁴ Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, raspoloživo na: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/HR/COM-2017-208-F1-HR-MAIN-PART-1.PDF>, (26.7.2017.)

U izvješću o procjeni učinka razmatraju se troškovi i koristi u područjima primjene EMIR-a u kojima bi se ciljanim djelovanjem moglo osigurati prikladnije, učinkovitije i djelotvornije ispunjenje ciljeva EMIR-a. Procjena učinka sadržava opsežne dokaze o tome da se smanjenje troškova i opterećenja može postići zajedno s pojednostavnjenjem EMIR-a, a da se ne ugrozi financijska stabilnost. Predložene izmjene pridonose ciljevima unije tržišta kapitala i planu zapošljavanja i rasta u skladu s političkim prioritetima Komisije.²⁵

2.2.1. Temeljni ciljevi EMIR-a

Temeljni cilj EMIR-a jeste smanjiti sistemski rizik povećanjem transparentnosti na tržištima OTC izvedenica, ublažavanjem rizika druge ugovorne strane i smanjenjem operativnog rizika povezanog s OTC izvedenicama. OTC izvedenice se privatno ugovaraju i informacije su dostupne samo ugovornim stranama što dovodi do manje transparentnosti i povećanog rizika.

Naime, prije financijske krize svakog dana se samo u Londonu prodavalo i kupovalo financijskih derivativa u vrijednosti dva bilijuna eura. EU Observera je procijenio da se oko 95 posto trgovine derivativima temelji na privatnim dogovorima, bez obveze prijavljivanja posla.²⁶

Stoga su EMIR-om uspostavljeni ključni zahtjevi o OTC izvedenicama, središnjim drugim ugovornim stranama i trgovinskim repozitorijima.

Zahtjevi uspostavljeni EMIR-om uključuju sljedeće:²⁷

- središnje poravnanje standardiziranih ugovora o OTC izvedenicama
- zahtjeve o iznosu nadoknade za ugovore o OTC izvedenicama koji nisu poravnani posredstvom središnje druge ugovorne strane
- zahtjeve o smanjenju operativnog rizika za ugovore o OTC izvedenicama čije poravnanje nije obavila središnja druga ugovorna strana

²⁵ Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, raspoloživo na: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/HR/COM-2017-208-F1-HR-MAIN-PART-1.PDF>, (26.7.2017.)

²⁶ Poslovni Puls: Zbog straha od ponavljanja krize, Europska komisija uvodi promjene u trgovinu financijskim derivativima, raspoloživo na: <http://www.poslovnipuls.com/2012/02/10/europa-financijski-derivati/>, (24.8.2017.)

²⁷ Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, raspoloživo na: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/HR/COM-2017-208-F1-HR-MAIN-PART-1.PDF>, (26.7.2017.)

- obvezu izvještavanja o ugovorima o izvedenicama
- zahtjeve koji se odnose na središnje druge ugovorne strane
- zahtjeve koji se odnose na trgovinske repozitorije.

Cilj EMIR-a jeste smanjivanje rizika koji proizlaze iz ugovora o OTC izvedenicama, kao i definiranje uvjeta pod kojima moraju poslovati središnje druge ugovorne strane. EMIR je uveo obvezu transparentnog izvještavanja nadzornih tijela o OTC izvedenicama kako bi nadležna tijela unutar Europske unije mogla nadzirati i, ako je potrebno, istražiti one transakcije koje nisu sklopljene u skladu sa zakonskim propisima, te da bi mogla pratiti sistemske rizike. EMIR je radi povećanja transparentnosti tržišta OTC izvedenicama uveo i obvezu prijavljivanja detalja svih transakcija OTC izvedenicama trgovinskim repozitorijima.²⁸

Obveznici primjene odredbi EMIR-a su središnje druge ugovorne strane i članovi sustava poravnanja, financijske druge ugovorne strane i trgovinski repozitoriji. Određene odredbe EMIR-a se također odnose na nefinancijske druge ugovorne strane i mjesta trgovanja.

Središnje druge ugovorne strane (engl. Central Counterparty - CCP) su pravne osobe koje posreduju između drugih ugovornih strana u ugovorima kojima se trguje na jednom ili više financijskih tržišta te postaju kupac svakom prodavatelju i prodavatelj svakom kupcu.

Trgovinski repozitoriji su pravne osobe koje imaju ulogu središnjeg mjesta u kojem se prikupljaju i vode evidencije o transakcijama izvedenicama.

Financijske druge ugovorne strane uključuju investicijska društva, kreditne institucije, društva za osiguranje i društva za reosiguranje, otvorene investicijske fondove s javnom ponudom (UCITS fondove) i, gdje je primjenjivo, društva za upravljanje UCITS fondovima, institucije za strukovno mirovinsko osiguranje i alternativne investicijske fondove.

Nefinancijske druge ugovorne strane uključuju sva društva osnovana na području Europske unije koja nisu financijske druge ugovorne strane, središnje druge ugovorne strane ili trgovinski repozitoriji. Pod nefinancijske druge ugovorne strane spadaju leasing društva, otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi i obvezni mirovinski fondovi.

Za financijske druge ugovorne strane EMIR je uveo obvezu poravnanja transakcija OTC izvedenicama posredstvom središnje druge ugovorne strane, za one klase OTC izvedenica za

²⁸Hanfa: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/>, (15.6.2017.)

koje ESMA tehničkim standardima propiše takvu obvezu dok za nefinancijske druge ugovorne strane postoji obveza poravnanja transakcija OTC izvedenicama posredstvom središnje druge ugovorne strane, ako i kada prijeđu prag poravnanja.²⁹

2.3. Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala

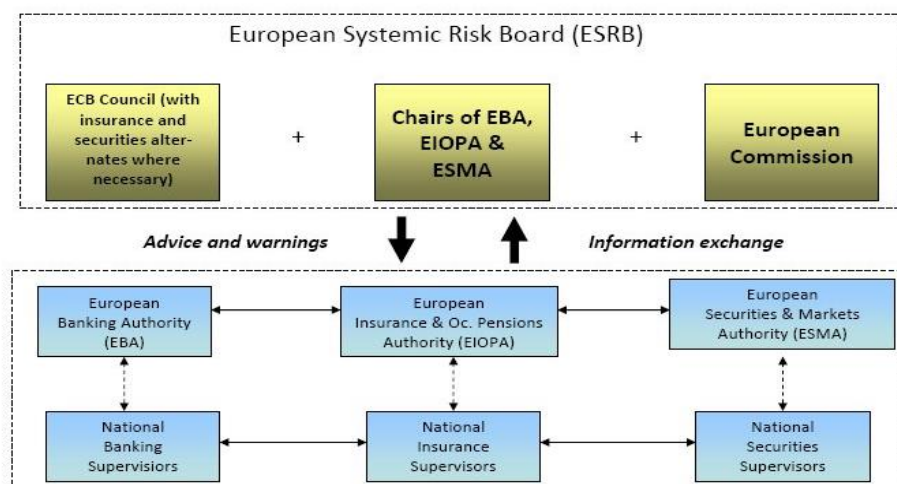
Skupina stručnjaka na visokoj razini objavila je 25. veljače 2002. izvješće i zaključila da je potrebno ojačati nadzorni okvir financijskog sektora Unije radi smanjenja rizika i težine budućih financijskih kriza i preporučila dalekosežne reforme u strukturi nadzora tog sektora, kao i osnivanje Europskog sustava financijskih supervizora, koji bi se sastojao od tri europska nadzorna tijela i to po jedno za sektor bankarstva, sektor osiguranja i strukovnog mirovinskog osiguranja i sektor vrijednosnih papira i tržišta kapitala te osnivanje Europskog vijeća za sistemski rizik.³⁰

Doneseni su prijedlozi triju uredbi o osnivanju Europskog sustava financijskog nadzora i osnivanju triju Europskih nadzornih tijela (engl. European Supervisory Authorities - ESA) radi doprinosa dosljednoj primjeni zakonodavstva Unije i osnivanju zajedničkih regulatornih i nadzornih standarda i praksi visoke kvalitete. ESA se sastoji od Europskog nadzornog tijela za bankarstvo (engl. European Banking Authority - EBA), Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) i Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. European Securities and Market Authority - ESMA). Europska nadzorna tijela imaju ključnu ulogu u očuvanju stabilnosti financijskog sektora. Stoga je neophodno kontinuirano osiguravati da je razvoj njihovog rada pitanje visokog političkog prioriteta i osigurati im dovoljno sredstava.³¹

²⁹Hanfa: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/>, (15.6.2017.)

³⁰ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

³¹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)



Slika 2: Europski sustav financijskog nadzora

Izvor: Esma, <https://www.esma.europa.eu/>

ESMA je neovisno tijelo EU koje pridonosi očuvanju stabilnosti financijskog sustava Europske unije povećanjem zaštite investitora i promicanjem stabilnih i urednih financijskih tržišta. To postiže: procjenom rizika za investitore, tržišta i financijsku stabilnost, dovršavanjem jedinstvenog pravilnika o financijskim tržištima EU-a, promicanjem nadzorne konvergencije i izravnim nadzorom agencija za kreditne rejtinge i trgovinskih repozitorija. Iako je ESMA neovisna, puna je odgovornost prema Europskom parlamentu gdje se pojavljuje pred Odborom za ekonomske i monetarne poslove (engl. Economic and Monetary Affairs - ECON) na njihov zahtjev za službenim raspravama. Postoji i puna odgovornost prema Vijeću Europske unije i Europskoj komisiji. Vlast će stoga redovito izvještavati o svojim aktivnostima na sastancima, ali i kroz godišnje izvješće.³²

ESMA je osnovana kao izravni rezultat preporuka izvješća de Larosière iz 2009. godine, koja je pozvala na uspostavu Europskog sustava financijskog nadzora (engl. European System of Financial Supervision - ESFS) kao decentralizirane mreže. Započeo je s radom 1. siječnja 2011. u skladu s Uredbom o osnivanju i zamijenio Odbor europskih regulatora za vrijednosne papire koji je bio mreža tijela EU koja je promicala dosljedni nadzor u cijeloj EU i pružila savjete Europskoj komisiji.³³

³² Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

³³ Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

ESMA ostvaruje svoju misiju i ciljeve kroz četiri aktivnosti:³⁴

- Procjena rizika za investitore, tržišta i financijsku stabilnost
- Dovršetak pravilnika o financijskim tržištima EU
- Promicanje nadzorne konvergencije
- Izravno nadziranje određenih financijskih subjekata

Svrha procjene rizika ulagačima, tržištima i financijskoj stabilnosti je pravovremeno prepoznavanje novih trendova, rizika i ranjivosti kako bi se njima mogli postupati. ESMA koristi svoju jedinstvenu poziciju za identifikaciju tržišnih događaja koji ugrožavaju financijsku stabilnost, zaštitu investitora ili uredno funkcioniranje financijskih tržišta. Procjene rizika ESMA-e temelje se na procjeni rizika drugih europskih nadzornih tijela i nacionalnih nadležnih tijela i nadopunjuju ih sustavnim radom koji provodi Europski odbor za sustavni rizik. ERSB se sve više usredotočuje na rizike stabilnosti financijskih tržišta. Procjena rizika ESMA-e zasniva se na jedinstvenom pravilniku, nadzornoj konvergenciji i izravnom nadzoru pojedinih financijskih subjekata. Ona promiče transparentnost i zaštitu ulagača putem informacija dostupnih investitorima putem javnih registara i baza podataka i, gdje je to potrebno, izdavanjem upozorenja investitorima. Analiza rizika prati prednosti i rizike financijske inovacije u EU.³⁵

Svrha kompletiranja pravilnika o financijskim tržištima EU je povećanje jedinstvenog tržišta EU stvaranjem jednakih uvjeta za ulagače i izdavatelje diljem EU. ESMA doprinosi jačanju kvalitete jedinstvenog pravilnika o financijskim tržištima EU-a razvijajući tehničke standarde i pružajući savjet institucijama EU o zakonodavnim projektima. Ova uloga u postavljanju standarda bila je primarna zadaća ESMA-e u fazama razvoja.³⁶

Svrha promicanja nadzorne konvergencije je osigurati ravnopravne i visokokvalitetne regulacije i nadzore bez regulatorne arbitraže ili utrke između država članica. Konzistentna primjena pravila osigurava sigurnost financijskog sustava, štiti investitore i osigurava uredno tržište.³⁷

³⁴ Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

³⁵ Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

³⁶ Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

³⁷ Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

ESMA je izravni nadzornik pojedinih financijskih subjekata: agencije za ocjenu kreditne sposobnosti i trgovinskih repozitorija. Ti su subjekti sastavni dijelovi tržišne infrastrukture Europske unije.³⁸

Uprava ESMA-e smještena je u Parizu. ESMA se sastoji od dva glavna organa, Nadzornog odbora i Uprave, pri čemu je Nadzorni odbor sastavljen od predstavnika nacionalnih regulatora i odgovoran je za odluke o operativnim i tehničkim pitanjima administracije, a Uprava, koja je sastavljena od predsjednika i šest članova, odgovorna je za organizacijska pitanja kao što su godišnji proračun, kadrovska politika i godišnji plan rada.

Nadzorni odbor se sastoji od čelnika nacionalnih regulatora (tamo gdje je više od jednog regulatora, regulatori se moraju dogovoriti oko čelnika koji će ih predstavljati), po jednog promatrača iz Norveške, Islanda, Lihtenštajna, Europske komisije, predstavnika EBA-e, EIOPA-e i jednog predstavnika iz ESRB-a. Glavna uloga Nadzornog odbora je donošenje odluka o smjernicama ESMA-e, poput odluka o usklađenosti nacionalnih regulatora s europskim zakonodavstvom, interpretacije europskog zakonodavstva, donošenja odluka u kriznim situacijama, odobravanje nacrtu tehničkih standarda i davanja mišljenja o izvješćima koja se donose i slično. Nadzorni odbor odobrava i godišnji proračun ESMA-e.



Slika 3: Utjecaj nove regulative na rizik financijskog tržišta

Izvor: Prikaz autora

³⁸ Raspoloživo na: <https://www.esma.europa.eu/>, (28.7.2017.)

2.3.1. Poravnanje ugovora o OTC izvedenicama

Na sastanku čelnika skupine G20 odlučeno je da se do kraja 2012. poravnanje svih standardiziranih ugovora o OTC izvedenicama obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane i da se ugovori o OTC izvedenicama prijavljuju trgovinskim repozitorijima. Jedinstvena primjena obveze poravnanja u Uniji potrebna je kako bi se osigurala visoka razina zaštite ulagača i stvorili podjednaki konkurentski uvjeti za sve sudionike na tržištu.³⁹

Poticaji za promicanje uporabe središnjih drugih ugovornih strana se nisu pokazali dovoljnim kako bi se uistinu osiguralo središnje poravnanje standardiziranih ugovora o OTC izvedenicama. Stoga su potrebni obvezni zahtjevi za poravnanje posredstvom središnje druge ugovorne strane za one ugovore o OTC izvedenicama za koje je moguće središnje poravnanje. Kako bi se osiguralo da obveza poravnanja smanjuje sistemski rizik, potreban je postupak za identifikaciju vrsta izvedenica na koje se ta obveza primjenjuje. Taj postupak treba uzeti u obzir činjenicu da se ne mogu svi ugovori o OTC izvedenicama čije se poravnanje obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane smatrati prikladnima za obvezno poravnanje posredstvom središnje druge ugovorne strane.⁴⁰

Na temelju nacрта regulatornih tehničkih standarda koje je izradila ESMA, Komisija treba odlučiti treba li određena vrsta ugovora o OTC izvedenicama podlijegati obvezi poravnanja te od kada obveza poravnanja proizvodi učinke, uključujući, gdje je prikladno, postepeno uvođenje i minimalnog preostalog dospijeće ugovora sklopljenih ili obnovljenih prije datuma na koji obveza poravnanja proizvodi učinke, u skladu s ovom Uredbom.⁴¹

³⁹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁴⁰ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁴¹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

Poravnanje označava postupak uspoređivanja podataka po sklopljenim pravnim poslovima s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, utvrđivanje rokova podmirenja tih pravnih poslova te izračun obveza za namiru.⁴²

Pri određivanju vrsta ugovora o OTC izvedenicama koji trebaju podlijegati obvezi poravnanja, ESMA treba uzeti u obzir specifičnu prirodu ugovora o OTC izvedenicama koji su sklopljeni s izdavateljima pokrivenih obveznica ili skupinama za pokriće pokrivenih obveznica. Također treba težiti smanjenju sistemskog rizika. To znači da se prilikom procjene uzimaju u obzir čimbenici poput razine ugovorne i operativne standardiziranosti ugovora, obujma i likvidnosti relevantne vrste ugovora o OTC izvedenicama kao i dostupnost fer, pouzdanih i općenito prihvaćenih informacija o kreiranju cijena vezano uz određenu vrstu ugovora o OTC izvedenicama. Pri određivanju smanjuje li ugovor o OTC izvedenicama rizike koji su izravno povezani s komercijalnim aktivnostima i aktivnostima financiranja određene nefinancijske druge ugovorne strane, treba uzeti u obzir cjelokupnu strategiju zaštite i smanjenja rizika te nefinancijske druge ugovorne strane. Posebno treba uzeti u obzir činjenicu je li ugovor o OTC izvedenicama ekonomski opravdan za smanjenje rizika u vođenju i upravljanju nefinancijske druge ugovorne strane, ako se rizici odnose na fluktuacije kamatnih stopa, tečaja ili cijena robe.⁴³

Glavni rizik transakcija određenim vrstama ugovora o OTC izvedenicama se može odnositi na rizik namire koji se rješava posebnim infrastrukturnim aranžmanima i u okviru kojega se mogu razlikovati određene vrste ugovora o OTC izvedenicama (poput ugovora o tečaju) od drugih vrsta ugovora. Poravnanje posredstvom središnje druge ugovorne strane je posebno namijenjeno rješavanju rizika druge ugovorne strane i možda nije optimalno rješenje za rješavanje rizika namire. Režim za takve ugovore se treba posebno temeljiti na prethodnoj međunarodnoj konvergenciji i uzajamnom priznavanju relevantne infrastrukture.⁴⁴

ESMA treba također uzeti u obzir i druga važna pitanja, prije svega međusobnu povezanost između drugih ugovornih strana koje koriste relevantne vrste ugovora o OTC izvedenicama i učinak na razine rizika druge ugovorne strane kao i promicati jednake uvjete tržišnog

⁴² Hanfa: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (28.7.2017)

⁴³ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁴⁴ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

natjecanja na unutarnjem tržištu kako je navedeno u članku 1. stavku 5. točki (d) Uredbe (EU) br. 1095/2010.

Da bi se izvršilo poravnanje ugovora o OTC izvedenicama, obje strane tog ugovora moraju podlijevati obvezi poravnanja ili moraju biti suglasne s time. Izuzeci od obveze poravnanja trebaju biti strogo ograničeni budući da bi smanjili učinkovitost obveze i koristi od poravnanja posredstvom središnje druge ugovorne strane te bi mogli dovesti do regulatorne arbitraže između skupina sudionika na tržištu.⁴⁵

Ugovori o OTC izvedenicama koji se ne smatraju prikladnima za poravnanje posredstvom središnje druge ugovorne strane podrazumijevaju rizik druge ugovorne strane i operativni rizik te je stoga potrebno utvrditi pravila za upravljanje tim rizicima. Za smanjenje rizika druge ugovorne strane, sudionici na tržištu koji podliježu obvezi poravnanja trebaju imati postupke za upravljanje rizicima koji traže pravovremenu, točnu i primjereno odvojenu razmjenu kolaterala. U pripremi nacrtu regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju ti postupci za upravljanje rizicima, ESMA treba uzeti u obzir prijedloge međunarodnih tijela za normizaciju vezano uz zahtjeve za iznose nadoknade za izvedenice čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane. U izradi nacrtu regulatornih tehničkih standarda radi određivanja aranžmana potrebnih za točnu i primjerenu razmjenu kolaterala za upravljanje rizicima povezanim s trgovanjem bez poravnanja, ESMA treba uzeti u obzir zapreke s kojima se suočavaju izdavatelji pokrivenih obveznica ili skupine za pokriće u pružanju kolaterala u pojedinim jurisdikcijama Unije. Treba se također uzeti u obzir činjenicu da povlaštena potraživanja dana drugim ugovornim stranama izdavatelja pokrivenih obveznica, a koja se odnose na imovinu izdavatelja pokrivenih obveznica, osiguravaju istovrijednu zaštitu od rizika druge ugovorne strane.⁴⁶

Pravila o poravnanju ugovora o OTC izvedenicama, izvještavanju o transakcijama izvedenicama i tehnikama smanjenja rizika vezano uz ugovore o OTC izvedenicama čije se poravnanje obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane, trebaju se primjenjivati na financijske druge ugovorne strane, odnosno investicijska društva, kreditne institucije, društva za osiguranje, društva za životno osiguranje, društva za reosiguranje, društva za zajednička

⁴⁵ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁴⁶ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

ulaganja u prenosive vrijednosne papire i, prema potrebi, njihova društva za upravljanje, institucije za strukovno mirovinsko osiguranje, alternativne investicijske fondove kojima upravljaju upravitelji alternativnih investicijskih fondova koji imaju odobrenje za rad.⁴⁷

Subjekti koji upravljaju mirovinskim sustavima čiji je primarni cilj osigurati koristi nakon umirovljenja, obično u obliku isplata do kraja života, ali i u obliku vremenski ograničenih isplata ili jednokratnih isplata, obično drže minimum novčanih sredstava kako bi maksimalizirali učinkovitost i povrat za njihove imatelje polica. Zahtijevati od takvih subjekata središnje poravnanje ugovora o OTC izvedenicama bi za te subjekte značilo pretvaranje značajnog dijela njihove imovine u gotovinu kako bi mogli ispuniti tekuće zahtjeve za iznosom nadoknade središnjih drugih ugovornih strana. Kako bi se izbjegao vjerojatan negativan učinak takvog zahtjeva na mirovinske prihode budućih umirovljenika, obveza poravnanja se ne treba primijeniti na mirovinske sustave dok središnja druga ugovorna strana pronade prikladno tehničko rješenje za prijenos negotovinskog kolaterala kao varijacijskog iznosa nadoknade kako bi se riješio ovaj problem. Takvo tehničko rješenje treba uzeti u obzir posebnu ulogu mirovinskih sustava i izbjegavati značajne negativne utjecaje na umirovljenike. Tijekom prijelaznog razdoblja, ugovori o OTC izvedenicama koji se sklapaju radi smanjenja investicijskih rizika izravno povezanih s financijskom solventnošću mirovinskih sustava trebaju podlijegati ne samo obvezi izvještavanja već i obvezi bilateralne kolateralizacije. Međutim, krajnji cilj je središnje poravnanje čim to bude održivo.⁴⁸

Važno je osigurati da se poseban tretman omogućava samo odgovarajućim subjektima i aranžmanima te uzeti u obzir raznolikost mirovinskih sustava u Uniji, istodobno osiguravajući podjednake konkurentne uvjete za sve mirovinske sustave.

Privremeno odstupanje se također treba primijeniti na djelatnosti strukovnog mirovinskog osiguranja društava za životno osiguranje pod uvjetom da je sva odnosna imovina i da su sve odnosne obveze odvojene te da se njima upravlja odvojeno i da su odvojeno organizirane bez mogućnosti prijenosa. Ono se također treba primjenjivati na svaki drugi subjekt koji ima odobrenje za rad i koji podliježe nadzoru te koji posluje samo u nacionalnim okvirima ili na aranžmane koji se pružaju uglavnom na području jedne države članice, samo ako su oboje

⁴⁷ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁴⁸ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

priznati nacionalnim pravom i ako je njihov primarni cilj pružanje koristi nakon umirovljenja. Subjekti i aranžmani, navedeni u ovoj uvodnoj izjavi, trebaju, prema mišljenju ESMA-e i nakon savjetovanja sa EIOPA-om, podlijegati odluci mjerodavnog nadležnog tijela, a sve u svrhu kako bi se osigurala dosljednost, uklonile moguće neusklađenosti i izbjegla eventualna zlouporaba. Ovo bi moglo uključivati subjekte i aranžmane koji nisu nužno povezani s mirovinskim programom poslodavaca no čiji je ipak primarni cilj osiguranje prihoda nakon umirovljenja, bilo na obveznoj ili dobrovoljnoj osnovi. To bi na primjer mogli biti pravni subjekti koji upravljaju mirovinskim sustavima na osnovi kapitalnog pokrića (engl. funded basis) u skladu s nacionalnim pravom, pod uvjetom da ulažu u skladu s načelom razboritosti i mirovinske aranžmane koje pojedinci ugovaraju izravno, a koje mogu pružati i pružatelji životnog osiguranja. Izuzetak u slučaju mirovinskih aranžmana koje izravno ugovaraju pojedinci se ne smije primjenjivati na ugovore o OTC izvedenicama koji se odnose na ostale proizvode životnog osiguranja osiguravatelja, a čiji primarni cilj nije osiguranje prihoda nakon umirovljenja.⁴⁹

U slučaju primjerenosti, pravila koja se primjenjuju na financijske druge ugovorne strane trebaju se primjenjivati i na nefinancijske druge ugovorne strane. Činjenica je da nefinancijske druge ugovorne strane koriste ugovore o OTC izvedenicama radi pokrića komercijalnih rizika koji su izravno povezani s njihovom komercijalnom djelatnošću ili djelatnošću financiranja poslovanja. Stoga, pri određivanju treba li nefinancijska druga ugovorna strana podlijegati obvezi poravnanja, treba uzeti u obzir svrhu u koju dotična nefinancijska druga ugovorna strana koristi ugovore o OTC izvedenicama i veličinu njene izloženosti u tim instrumentima. Prag poravnanja je vrlo važan podatak za sve nefinancijske druge ugovorne strane. Kada je taj prag utvrđen, treba uzeti u obzir sistemsku važnost zbroja neto pozicija i izloženosti po drugoj ugovornoj strani i po vrsti ugovora o OTC izvedenicama. S tim u vezi, potrebno je uložiti odgovarajuće napore za prepoznavanje metoda za smanjenje rizika kojima se koriste nefinancijske druge ugovorne strane u kontekstu njihove uobičajene poslovne aktivnosti. Kako bi se nefinancijskim institucijama omogućilo da izlože svoja stajališta o pragovima poravnanja, ESMA treba, prilikom pripreme relevantnih regulatornih tehničkih standarda, voditi otvorenu javnu raspravu i osigurati sudjelovanje nefinancijskih institucija. ESMA se treba također savjetovati sa svim mjerodavnim tijelima, kao na primjer s

⁴⁹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

Agencijom za suradnju energetske regulatora, kako bi se osiguralo da se posebne karakteristike tih sektora u potpunosti uzmu u obzir.⁵⁰

Ugovori o OTC izvedenicama se mogu priznati u nefinancijskim ili financijskim grupama, kao i u grupama koje čine i financijska i nefinancijska društva, i ako se takav ugovor smatra unutargrupnom transakcijom u pogledu jedne druge ugovorne strane, tada se on mora također smatrati unutargrupnom transakcijom i u pogledu druge ugovorne strane tog ugovora. Unutargrupna transakcija je transakcija između dva društva koja su u cijelosti obuhvaćena istom konsolidacijom i koja podliježu odgovarajućoj centraliziranoj procjeni rizika te postupcima mjerenja i kontrole rizika. Ona su dio istog programa institucionalne zaštite ili, u slučaju kreditnih institucija koje su povezane s istim središnjim tijelom, obje su kreditne institucije ili je jedna kreditna institucija a druga je središnje tijelo. Jasno je da unutargrupne transakcije mogu biti potrebne radi agregiranja rizika unutar strukture grupe i da su stoga rizici unutar grupa specifični. Budući da podvrgavanje tih transakcija obvezi poravnanja može ograničiti učinkovitost postupaka za upravljanje rizicima unutar grupe, izuzimanje unutargrupnih transakcija iz obveze poravnanja može biti korisno, pod uvjetom da to izuzeće ne povećava sistemski rizik. Stoga bi u zamjenu središnjoj drugoj ugovornoj strani koja obavlja poravnanje tih transakcija trebalo osigurati odgovarajuću razmjenu kolaterala, ako je to primjereno radi smanjenja rizika druge ugovorne strane unutar grupe. Međutim u nekim je slučajevima moguće izuzeti određene unutargrupne transakcije, na temelju odluke nadležnih tijela, iz zahtjeva kolateralizacije pod uvjetom da su postupci te grupe za upravljanje rizicima pouzdani, čvrsti i da su usklađeni s razinom složenosti transakcije i da ne postoji nikakva zapreka za brzi prijenos kapitala ili otplatu obveza između drugih ugovornih strana. Navedeni kriteriji kao i postupci kojih se druge ugovorne strane i mjerodavna nadležna tijela moraju pridržavati u primjeni izuzetaka, trebaju biti navedeni u regulatornim tehničkim standardima donesenima u skladu s relevantnim uredbama o osnivanju europskih nadzornih tijela. Prije izrade tih nacrtu regulatornih tehničkih standarda, europska nadzorna tijela trebaju pripremiti ocjenu njihovog mogućeg učinka na unutarnje tržište kao i na sudionike na financijskom tržištu, a posebno na poslovanje i strukturu dotičnih grupa.⁵¹

⁵⁰ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁵¹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

Za utvrđivanje relevantnih vrsta ugovora o OTC izvedenicama koji bi trebali podlijevati obvezi poravnanja, pragova i sistemski relevantnih nefinancijskih drugih ugovornih strana, potrebni su pouzdani podaci. Stoga je za regulatorne potrebe važno uspostaviti jedinstven zahtjev na razini Unije za izvještavanje podataka o izvedenicama. Štoviše, potrebna je retroaktivna obveza izvještavanja, u što je većoj mjeri moguće, kako za financijske, tako i za nefinancijske druge ugovorne strane, kako bi se osigurali usporedivi podaci, između ostaloga ESMA-i i mjerodavnim nadležnim tijelima.⁵²

Uz pomoć ESMA-e, pripremaju se i prate izvješća za Europski parlament i Vijeće o međunarodnoj primjeni načela. Radi izbjegavanja mogućih dvostrukih ili proturječnih zahtjeva, Komisija može donijeti odluke o istovrijednosti pravnog, nadzornog i izvršnog okvira trećih zemalja, pod uvjetom da je zadovoljen određen broj uvjeta. Procjena na kojoj se temelje takve odluke ne smije dovesti u pitanje pravo središnje druge ugovorne strane s poslovnim nastanom u trećoj zemlji koju je priznala ESMA da pruža usluge poravnanja članovima sustava poravnanja ili mjestima trgovanja s poslovnim nastanom u Uniji, budući da odluka o priznavanju treba biti neovisna o toj procjeni. Isto tako, ni odluka o istovrijednosti ni procjena ne smiju dovesti u pitanje pravo trgovinskog repozitorija s poslovnim nastanom u trećoj zemlji kojeg je priznala ESMA da pruža usluge subjektima s poslovnim nastanom u Uniji.⁵³

ESMA treba djelovati u okviru opsega ove Uredbe čuvanjem stabilnosti financijskih tržišta u kriznim situacijama, osiguranjem dosljedne primjene pravila Unije od strane nacionalnih nadzornih tijela te rješavanjem nesporazuma između njih. Također joj je povjerena zadaća izrade nacrtu regulatornih i provedbenih tehničkih standarda i ona ima središnju ulogu u izdavanju odobrenja središnjim drugim ugovornim stranama i trgovinskim repozitorijima i njihovom praćenju.⁵⁴

⁵² EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁵³ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.07.2017.)

⁵⁴ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.07.2017.)

3. ZAHTJEVI ZA SUDJELOVANJE NA TRŽIŠTU

Posljednjih godina sve je više aktivnih ulagača na financijskim tržištima, a izbor usluga i instrumenata koji im se nudi postaje sve opsežniji i kompleksniji. Zbog toga se javila potreba za jačanjem okvira za uređenje tržišta čak i kada se trgovanje odvija izvan mjesta izvršenja. Potrebno je osigurati visoki stupanj zaštite ulagačima, a investicijskim društvima omogućiti pružanje usluga u cijeloj Uniji kao unutarnjem tržištu, na temelju nadzora matične zemlje. Sva mjesta trgovanja, odnosno uređena tržišta, multilateralne trgovinske platforma i OTP-ovi, trebala bi utvrditi transparentna i nediskriminirajuća pravila kojima se uređuje pristup sustavu. Osobe koje imaju pristup uređenim tržištima ili MTP-ovima nazivaju se članovi ili sudionici.⁵⁵

3.1. Zahtjevi za izdavanje odobrenja za rad

Države članice vode registar svih investicijskih društava. Registar je javno dostupan i sadržava podatke o uslugama i aktivnostima za koje investicijsko društvo ima odobrenje za rad. Popis se redovito ažurira. O svakom odobrenju za rad obavještava se ESMA. ESMA također uspostavlja popis svih investicijskih društava u Uniji te navedeni popis objavljuje na svojoj internetskoj stranici i redovno ga ažurira. Popis sadržava informacije o uslugama ili aktivnostima za koje je investicijsko društvo dobilo odobrenje za rad i redovito se ažurira. Kada nadležno tijelo oduzme odobrenje za rad oduzimanje odobrenja objavljuje se na popisu u razdoblju od pet godina.⁵⁶

Investicijsko društvo koje je pravna osoba treba imati svoju središnju upravu u istoj državi članici u kojoj se nalazi njegovo registrirano sjedište te da investicijsko društvo koje nije pravna osoba ili investicijsko društvo koje je pravna osoba, ali prema svojem nacionalnom

⁵⁵ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

⁵⁶ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

pravu nema registrirano sjedište, ima svoju središnju upravu u onoj državi članici u kojoj stvarno posluje.⁵⁷

Svaka država članica zahtijeva da pružanje investicijskih usluga ili obavljanje investicijskih aktivnosti u okviru redovite djelatnosti ili poslovanja podliježe prethodnom odobrenju za rad. Odobrenje za rad izdaje nadležno tijelo matične države članice. U njemu su utvrđene investicijske usluge ili aktivnosti koje je investicijsko društvo ovlašteno pružati. Odobrenje za rad može obuhvaćati jednu ili više pomoćnih usluga, ali se ni u kojem slučaju ne izdaje samo za pružanje pomoćnih usluga. Odobrenje vrijedi u cijeloj Uniji i omogućuje investicijskom društvu pružanje usluga ili obavljanje aktivnosti za koje je dobilo odobrenje za rad u cijeloj Uniji, putem prava poslovnog nastana, uključujući putem podružnice, ili putem slobode pružanja usluga.⁵⁸

Investicijsko društvo koje zatraži proširenje odobrenja za rad kako bi proširilo svoje poslovanje na dodatne investicijske usluge ili aktivnosti ili pomoćne usluge koje nisu bile predviđene u vrijeme izdavanje prvobitnog odobrenja za rad podnosi zahtjev za proširenje odobrenja za rad.⁵⁹

3.2. Postupci za izdavanje odobrenja za rad ili odbijanje zahtjeva za izdavanje odobrenja za rad

Nadležno tijelo ne izdaje odobrenje za rad sve dok nije u potpunosti uvjereno da podnositelj ispunjava sve zahtjeve prema odredbama donesenima na temelju Direktive EU. Investicijsko društvo pruža sve podatke, uključujući svoj poslovni plan u kojemu se između ostalog navode predviđene vrste poslovanja i organizacijska struktura, što je potrebno kako bi se nadležno tijelo moglo uvjeriti da je investicijsko društvo u vrijeme prvobitnog odobrenja za rad poduzelo sve potrebne korake kako bi udovoljilo svim obvezama. Podnositelja zahtjeva

⁵⁷ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

⁵⁸ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

⁵⁹ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

obavještava se u roku od šest mjeseci od zaprimanja potpunog zahtjeva o tome je li mu izdano odobrenje za rad.⁶⁰

ESMA sastavlja nacрте regulatornih tehničkih standarda kojima se pobliže određuje:⁶¹

- informacije koje se trebaju pružiti nadležnim tijelima uključujući poslovni plan
- zahtjevi koji se odnose na upravljanje investicijskim društvima prema i informacije za obavijesti
- zahtjevi koji se odnose na dioničare ili članove s kvalificiranim udjelima, kao i prepreke koje mogu onemogućiti djelotvorno obavljanje nadzornih funkcija nadležnih tijela

ESMA sastavlja i nacrt provedbenih tehničkih standarda kako bi se razradili jedinstveni formati, predlošci i postupci za obavještavanje ili pružanje informacija. Navedeni nacrti se dostavljaju Komisiji i dodjeljuje joj se ovlast donošenja provedbenih tehničkih standarda.⁶²

Pri izdavanju odobrenja za rad nadležna tijela mogu ovlastiti članove upravljačkog tijela da zadrže jednu funkciju neizrvnog direktora više nego što je dopušteno u skladu s člankom 91. stavkom 3. Direktive 2013/36/EU. Nadležna tijela redovito obavještavaju ESMA-u o takvim odobrenjima. Upravljačko tijelo investicijskog društva definira, nadgleda i odgovara za provedbu sustava upravljanja kojima se osigurava učinkovito i pažljivo upravljanje investicijskim društvom, uključujući podjelu dužnosti u organizaciji i sprječavanje sukoba interesa, i to na način kojim se promiču integritet tržišta i interesi klijenata. Također prati i periodično procjenjuje primjerenost i provedbu strateških ciljeva društva prilikom pružanja investicijskih usluga i aktivnosti te pomoćnih usluga, učinkovitost sustava upravljanja investicijskog društva i primjerenost politika koje se odnose na pružanje usluga klijentima te poduzima odgovarajuće korake za rješavanje mogućih nedostataka. Investicijsko društvo

⁶⁰ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

⁶¹ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

⁶² EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

treba dostaviti imena dioničara ili članova, fizičkih osoba ili pravnih osoba koje izravno ili neizravno imaju kvalificirane udjele, kao i visinu tih udjela.⁶³

Ukoliko investicijsko društvo ne raspolaže dovoljnim temeljnim kapitalom u skladu sa postavljenima zahtjevima, ovisno o vrsti dotičnih investicijskih usluga ili aktivnosti, odobrenje za rad se ne izdaje.

Nadležno tijelo može oduzeti odobrenje za rad koje je izdalo investicijskom društvu u slučaju da investicijsko društvo:⁶⁴

- ne započne s radom u roku od 12 mjeseci, izričito se odrekne odobrenja za rad ili tijekom prethodnih šest mjeseci ne pruža investicijske usluge niti obavlja investicijske aktivnosti, osim ako je dotična država članica donijela propise prema kojima odobrenje za rad u tom slučaju prestaje važiti
- ako je administratoru dodijeljeno odobrenje za rad na temelju lažnih izjava ili na drugi nepravilan način
- prestane ispunjavati uvjete po kojima je odobrenje za rad izdano
- ozbiljno je i sustavno kršilo odredbe donesene sukladno ovoj Direktivi i Uredbi (EU) br. 600/2014 kojima se uređuju uvjeti poslovanja investicijskih društava.

Središnja druga ugovorna strana podnosi zahtjev za izdavanje odobrenja nadležnom tijelu države članice u kojoj ima poslovni nastan. Središnja druga ugovorna strana koja podnosi zahtjev osigurava sve potrebne informacije kako bi se nadležno tijelo uvjerilo da ima u trenutku izdavanja odobrenja uspostavljene sve potrebne aranžmane za ispunjavanje utvrđenih zahtjeva. Nadležno tijelo odmah prenosi sve informacije primljene od središnje druge ugovorne strane koja podnosi zahtjev ESMA-i i kolegiju. U roku 30 radnih dana od primitka zahtjeva, nadležno tijelo ocjenjuje potpunost zahtjeva. Ako zahtjev nije potpun, nadležno tijelo utvrđuje rok do kojeg središnja druga ugovorna strana koja podnosi zahtjev osigurava dodatne informacije. Nakon što se ocijeni da je zahtjev potpun, o tome se obavještava

⁶³ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

⁶⁴ EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, raspoloživo na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0349.01.HRV, (29.7.2017.)

središnja druga ugovorna strana koja podnosi zahtjev i članove kolegija osnovanog u skladu s člankom 18. stavkom 1. i ESMA-u.⁶⁵

Nadležno tijelo uzima u obzir mišljenje kolegija. Kada se nadležno tijelo središnje druge ugovorne strane ne slaže s pozitivnim mišljenjem kolegija, ono u svojoj odluci navodi detaljne razloge i objašnjenje svakog značajnog odstupanja od tog pozitivnog mišljenja. Središnjoj drugoj ugovornoj strani ne smije se izdati odobrenje ako svi članovi kolegija, isključujući nadležna tijela države članice u kojoj ta središnja druga ugovorna strana ima poslovni nastan, uzajamnim sporazumom donesu zajedničko mišljenje da se toj središnjoj drugoj ugovornoj strani ne smije izdati odobrenje. U tom mišljenju se navode potpuni i detaljni razlozi zbog kojih kolegij smatra da nisu ispunjeni zahtjevi utvrđeni Uredbom EU ili drugim pravom Unije.⁶⁶

Kada nije doneseno zajedničko mišljenje uzajamnim sporazumom i kada je dvotrećinska većina kolegija izrazila negativno mišljenje, bilo koje od predmetnih nadležnih tijela može, na temelju te dvotrećinske većine kolegija, u roku 30 kalendarskih dana od donošenja tog negativnog mišljenja, uputiti predmet ESMA-i. U upućenoj odluci navode se potpuni i detaljni razlozi zbog kojih određeni članovi kolegija smatraju da nisu ispunjeni zahtjevi utvrđeni Uredbom EU ili drugim dijelovima prava Unije. U takvom slučaju nadležno tijelo središnje druge ugovorne strane odgađa svoju odluku o izdavanju odobrenja i čeka odluku o izdavanju odobrenja koju može donijeti ESMA.⁶⁷

Uvjet za izdavanje odobrenja središnjoj drugoj ugovornoj strani je minimalni iznos temeljnog kapitala. Kapital, uključujući zadržanu dobit i rezerve središnje druge ugovorne strane, treba u svakom trenutku biti razmjern riziku koji proizlazi iz aktivnosti središnje druge ugovorne strane kako bi se osigurala njena adekvatna kapitaliziranost u odnosu na kreditni rizik, rizik druge ugovorne strane, tržišni rizik, operativni rizik, pravni rizik i rizik poslovanja koji nisu

⁶⁵ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁶⁶ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁶⁷ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

već pokriveni posebnim financijskim sredstvima i kako bi ona prema potrebi mogla uredno provesti likvidaciju ili restrukturiranje svog poslovanja.⁶⁸

Nadležno tijelo središnje druge ugovorne strane oduzima odobrenje ako središnja druga ugovorna strana:⁶⁹

- ne iskoristi odobrenje u roku od 12 mjeseci, izričito se odrekne odobrenja ili nije pružala usluge ili obavljala ikakve aktivnosti tijekom prethodnih šest mjeseci
- je dobila odobrenje na temelju lažnih izjava ili na drugi protupropisni način
- više ne ispunjava uvjete pod kojima je odobrenje izdano i nije u zadanom okviru poduzela korektivne mjere koje je zatražilo nadležno tijelo središnje druge ugovorne strane
- je ozbiljno i sustavno kršila utvrđene zahtjeve.

Kada nadležno tijelo središnje druge ugovorne strane smatra da postoji neka od okolnosti za oduzimanje odobrenja za rad, ono o tome u roku pet radnih dana obavješćuje ESMA-u i članove kolegija. Nadležno tijelo se savjetuje s članovima kolegija o potrebi oduzimanja odobrenja središnje druge ugovorne strane, osim u slučaju kada je potrebna hitna odluka. Svaki član kolegija može, u bilo kojem trenutku, tražiti da nadležno tijelo središnje druge ugovorne strane ispita ispunjava li središnja druga ugovorna strana i nadalje uvjete pod kojima joj je izdano odobrenje. Odluka o oduzimanju odobrenja proizvodi učinke u cijeloj Uniji.⁷⁰

⁶⁸ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁶⁹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

⁷⁰ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

4. ULOGA CENTRALNOG DEPOZITORIJA I PREGLED ORGANIZACIJE

Središnji depozitorij je središnji registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira u koji se upisuju prava iz nematerijaliziranih vrijednosnih papira, imatelji tih prava i prava trećih osoba na vrijednosnim papirima. Središnjim registrom upravlja operater središnjeg registra. Operater središnjeg depozitorija i operater središnjeg registra dužan je donijeti i primjenjivati Pravila i provedbene mjere u kojima mora detaljno odrediti način obavljanja svojih poslova te je obvezan donijeti Cjenik, vodeći se ravnopravnošću položaja svih korisnika njegovih usluga i razumnim komercijalnim uvjetima. Za upravljanje središnjim depozitorijem i upravljanje središnjim registrom potrebno je odobrenje Hanfe.⁷¹

Osnivanje i poslovanje operatera središnjeg depozitorija, središnjeg registra financijskih instrumenata i sustava za poravnanje i/ili namiru (pravni oblik, temeljni kapital, sastav uprave i nadzornog odbora, kvalificirani ulagači, organizacijski zahtjevi, izvještavanje Hanfe o poslovanju) te uspostavljanje i funkcioniranje središnjeg depozitorija, središnjeg registra financijskih instrumenata i sustava poravnanja i/ili namire (nematerijalizirani vrijednosni papiri, dostupnost podataka iz depozitorija, postupak poravnanja i namire, članstvo) propisano je Zakonom o tržištu kapitala i relevantnim EU propisima.⁷²

4.2. Trgovinski repozitorij

Trgovinski repozitoriji prikupljaju u regulatorne svrhe podatke koji su relevantni za tijela u svim državama članicama. ESMA treba preuzeti odgovornost za registraciju, oduzimanje registracije i nadzor trgovinskih repozitorija. Budući da se regulatori, središnje druge ugovorne strane i ostali sudionici na tržištu oslanjaju na podatke koji se vode u trgovinskim repozitorijima, potrebno je osigurati da trgovinski repozitoriji podliježu strogim zahtjevima u pogledu poslovanja, vođenja evidencije i upravljanja podacima.⁷³

⁷¹ HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (30.7.2017.)

⁷² HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (30.7.2017.)

⁷³ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

Trgovinski repozitorij ima pouzdane sustave upravljanja s jasnom organizacijskom strukturom i dobro određenim, transparentnim i dosljednim linijama odgovornosti, te primjerene mehanizme unutarnje kontrole i dobre administrativne i računovodstvene postupke koji sprečavaju otkrivanje povjerljivih informacija. On održava i upravlja učinkovitim pisanim organizacijskim i administrativnim aranžmanima za identifikaciju i upravljanje svim mogućim sukobima interesa koji se odnose na njegove direktore, zaposlenike ili osobe koje su izravno ili neizravno s njima usko povezane. Također održava i upravlja primjerenom organizacijskom strukturom koja osigurava kontinuitet i uredno funkcioniranje trgovinskog repozitorija u obavljanju njegovih usluga i aktivnosti koristeći se primjerenim i proporcionalnim sustavima, sredstvima i postupcima.⁷⁴

Kada trgovinski repozitorij nudi pomoćne usluge poput potvrde trgovanja, usklađivanja trgovanja, upravljanja kreditnim događajima, usklađivanja ili kompresije portfelja, on operativno odvaja te pomoćne usluge od funkcije trgovinskog repozitorija središnjeg prikupljanja i vođenja evidencije o izvedenicama.

Trgovinski repozitorij utvrđuje izvore operativnog rizika i minimalizira ih kroz razvoj odgovarajućih sustava, kontrola i postupaka. Ti sustavi su pouzdani i sigurni i imaju dovoljne kapacitete za obradu primljenih informacija. Također se uspostavlja, provodi i održava primjerena politika kontinuiteta poslovanja i plan oporavka od kriznih situacija koji imaju za cilj osigurati održavanje njegovih funkcija, pravovremeni oporavak operacija i ispunjavanje obveza trgovinskog repozitorija. Taj plan osigurava barem uspostavu rezervnih kapaciteta.⁷⁵

Važno je da sudionici na tržištu dostavljaju trgovinskim repozitorijima sve podatke o ugovorima o izvedenicama koje su sklopili. Na taj način će se informacije o rizicima koji su svojstveni tržištima izvedenica čuvati na središnjem mjestu gdje će im moći lako pristupiti ESMA, mjerodavna nadležna tijela, Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) i relevantne središnje banke ESSB-a.

Pružanje usluga trgovinskog repozitorija vezano je uz ekonomiju razmjera što može kočiti tržišno natjecanje u tom određenom području. Istodobno, nametanje opsežnih izvještajnih

⁷⁴ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁷⁵ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

zahtjeva sudionicima na tržištu može povećati vrijednost informacija koje se nalaze u trgovinskom repozitoriju i za treće strane koje pružaju pomoćne usluge poput potvrde trgovanja, usklađivanja trgovanja, upravljanja kreditnim događajima, usklađivanja ili kompresije portfelja. Primjereno je osigurati da se podjednaki konkurentski uvjeti u području aktivnosti nakon trgovanja općenito ne ugrožavaju mogućim prirodnim monopolom u pružanju usluga trgovinskog repozitorija. Stoga bi trgovinski repozitoriji trebali osigurati pristup informacijama iz repozitorija na pravedan, razuman i nediskriminirajući način, podložno potrebnim mjerama opreza vezano uz zaštitu podataka.⁷⁶

Radi omogućavanja opsežnog pregleda tržišta i procjene sistemskog rizika, u trgovinskom repozitoriju evidentiraju se i ugovori o izvedenicama čije se poravnanje obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane i ugovori o izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane. Druge ugovorne strane i središnje druge ugovorne strane koje sklapaju, mijenjaju ili prekidaju ugovor o izvedenicama trebaju osigurati podnošenje podataka o tom ugovoru trgovinskom repozitoriju. One trebaju biti u mogućnosti delegirati podnošenje podataka o tom ugovoru drugom subjektu. Subjekt ili njegovi zaposlenici koji podnose podatke o ugovoru o izvedenicama trgovinskom repozitoriju u ime druge ugovorne strane, u skladu s ovom Uredbom, ne smiju kršiti bilo kakva ograničenja koja se odnose na objavu podataka.⁷⁷

Trgovinski repozitorij osigurava povjerljivost, integritet i zaštitu primljenih informacija. Može se koristiti podacima koje primi u komercijalne svrhe samo ako su relevantne druge ugovorne strane dale suglasnost za to. Fizička osoba koja je usko povezana s trgovinskim repozitorijem ili pravna osoba koja je u odnosu matičnog društva ili društva kćeri s trgovinskim repozitorijem, ne smije se koristiti povjerljivim informacijama koje se evidentiraju u trgovinskom repozitoriju u komercijalne svrhe. Primljene informacije repozitorij odmah evidentira i drži ih najmanje 10 godina nakon prekida predmetnih ugovora. Za dokumentiranje promjena u pohranjenim podacima, on se koristi pravovremenim i učinkovitim postupcima evidentiranja. Trgovinski repozitorij izračunava pozicije po vrstama izvedenica i po izvještajnom subjektu na temelju dostavljenih izvješća o ugovorima o

⁷⁶ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁷⁷ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (28.7.2017.)

izvedenicama. Trgovinski repozitorij pravovremeno omogućava stranama u ugovoru pristup i ispravak informacija o tom ugovoru.⁷⁸

Trgovinski repozitorij stavlja na raspolaganje potrebne informacije sljedećim subjektima kako bi im omogućio ispunjavanje njihovih odnosnih odgovornosti i mandata.⁷⁹

- ESMA-i
- ESRB-u
- nadležnom tijelu odgovornom za nadzor pristupa središnjih drugih ugovornih strana trgovinskom repozitoriju
- nadležnom tijelu odgovornom za nadzor mjesta trgovanja prijavljenih ugovora
- relevantnim članovima ESSB-a
- mjerodavnim tijelima treće zemlje koja je sklopila međunarodni sporazum s Unijom
- nadzornim tijelima imenovanima u skladu s člankom 4. Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004.
- relevantnim tijelima Unije za vrijednosne papire i tržišta kapitala
- relevantnim tijelima treće zemlje koja su sklopila dogovore o suradnji s ESMA-om
- Agenciji za suradnju energetske regulatora.

Kako bi učinkovito izvršavala svoje zadaće, ESMA treba biti u mogućnosti tražiti na temelju običnog zahtjeva ili odluke, sve potrebne informacije od trgovinskih repozitorija, povezanih trećih strana i trećih strana kojima su trgovinski repozitoriji izdvojili poslovne procese ili aktivnosti. Ako se zatraže takve informacije na temelju običnog zahtjeva, trgovinski repozitorij nije obavezan pružiti te informacije, no u slučaju da to učini dobrovoljno, pružene informacije ne smiju biti netočne ili dovoditi u zabludu. Informacije se trebaju staviti na raspolaganje bez odlaganja.⁸⁰

ESMA, druga tijela ili fizičke ili pravne osobe koje nisu nadležna tijela, koji primaju povjerljive informacije trebaju te informacije koristiti samo u obavljanju svojih zadaća i za

⁷⁸ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.07.2017.)

⁷⁹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.07.2017.)

⁸⁰ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

izvršavanje svojih funkcija. Međutim, ovime se ne sprečava izvršavanje funkcija, u skladu s nacionalnim pravom, nacionalnih tijela odgovornih za prevenciju, istražne radnje ili ispravljanje nepravilnosti. ESMA treba imati mogućnost delegiranja provedbe određenih istražnih zadataka i izravnih nadzora. Treba osigurati da nadležna tijela imaju mogućnost tražiti da ESMA preispita jesu li ispunjeni uvjeti za oduzimanje registracije trgovinskom repozitoriju. Takvi zahtjevi se trebaju procijeniti i poduzeti potrebne mjere.⁸¹

ESMA treba imati mogućnost nametanja periodičnih novčanih kazni kako bi primorala trgovinske repozitorije da zaustave povrede, dostave potpune i točne informacije koje traži ili da pristanu na istragu ili izravni nadzor. Također treba imati mogućnost nametanja globa trgovinskim repozitorijima kada ustanovi da su namjerno ili nemarom izvršili povredu ove Uredbe. Globe se izriču u skladu s razinom ozbiljnosti povrede. Povrede treba podijeliti u različite skupine kojima se dodjeljuju određene globe.⁸²

U izračunavanju globe za određenu povredu, ESMA se treba koristiti metodologijom od dva koraka koja se sastoji od određivanja temeljnog iznosa i usklađivanja tog temeljnog iznosa, prema potrebi, pomoću različitih koeficijenata. Temeljni iznos određuje se uzimanjem u obzir godišnjeg prometa dotičnog trgovinskog repozitorija, a usklađenja se provode povećavanjem ili umanjavanjem temeljnog iznosa primjenom relevantnih koeficijenata u skladu s ovom Uredbom. Prije odlučivanja o izricanju globa ili periodičnih novčanih kazni, ESMA treba dati priliku osobama u postupku da budu saslušane radi poštovanja njihovih prava na obranu. Odluke ESMA-e o izricanju globa ili periodičnih novčanih kazni trebaju biti izvršive i njihova izvršnost treba podlijegati pravilima građanskog postupka koja su na snazi u državi na području koje se on provodi. U slučaju povrede koju izvrši trgovinski repozitorij, ESMA treba biti ovlaštena poduzeti niz nadzornih mjera, što uključuje i njen zahtjev trgovinskom repozitoriju da prekine povredu i, kao krajnje sredstvo, oduzeti registraciju u slučaju kada trgovinski repozitorij ozbiljno ili opetovano izvršava povredu ove Uredbe.⁸³

⁸¹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁸² EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁸³ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

4.2.1. Dostava podataka trgovinskom repozitoriju

Druge ugovorne strane i središnje druge ugovorne strane 12. veljače 2014. započele su s dostavljanjem podataka o svim ugovorima o izvedenicama koje su sklopili, kao i o svim izmjenama ili prekidima ugovora, trgovinskom repozitoriju. Navedena izvješća se dostavljaju najkasnije sljedeći radni dan nakon sklapanja, izmjene ili prekida ugovora. Informacije u izvješću o ugovoru o izvedenici dostavljaju se u formatu navedenom u prilogu regulatornih tehničkih standarda u vezi s formatom i učestalošću izvješća o trgovanju TR-ima. Detalji koji moraju biti uključeni u prijavi propisani su regulatornim tehničkim standardima o minimalnim podacima koje je potrebno dostavljati TR-ima. Informacije o izvješćima TR-ima mogu se naći na stranicama HANFA-e.⁸⁴

Obveza dostave podataka se ispunjava na jedan od sljedećih načina:⁸⁵

- Obje druge ugovorne strane moraju dostaviti podatke o transakciji TR-u, osim ako je između ugovornih strana prethodno ugovoreno da će jedna od njih dostaviti podatke TR-u za obje druge ugovorne strane, što mora biti navedeno u sklopu dostave podataka TR-u. Regulatorni tehnički standardi propisuju koji se podaci moraju dostaviti u odnosu na obje druge ugovorne strane, te koji se podaci dostavljaju samo jednom.
- Druga ugovorna strana ili središnja druga ugovorna strana koja podliježe obvezi izvješćivanja može delegirati dostavljanje podataka o ugovoru o izvedenicama, pri čemu ista ostaje odgovorna za pravovremeno i točno izvršavanje navedene obveze.
- Kada jedna druga ugovorna strana izvještava TR u ime druge ugovorne strane, ili kada treća strana izvještava TR u ime jedne ili obje ugovorne strane, izvještaj mora sadržavati cijeli skup podataka koji bi bio prijavljen da je svaka druga ugovorna strana izvještavala TR odvojeno.

⁸⁴ HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/#section5>, (30.7.2017.)

⁸⁵ HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/#section5>, (30.7.2017.)

4.2.2. LEI oznake

Sve druge ugovorne strane sa sjedištem u EU koje sklapaju ugovore o izvedenicama moraju imati dodijeljen pred-identifikacijske oznake pravne osobe (engl. pre-Legal Entity Identifier - LEI⁸⁶), a da bi mogle ispuniti obvezu izvještavanja TR-a. LEI izdaje Local Operating Unit (LOU), a Central Operating Unit (COU) osigurava da su LEI jedinstveni i u skladu sa standardima kvalitete. Kod izvještavanja TR-a može se koristiti privremeni LEI koji je izdao bilo koji od odobrenih LOU-a, popis kojih je dostupan na internetskoj stranici Međunarodnog regulatornog nadzornog odbora (engl. Regulatory Oversight Commission-ROC).⁸⁶

Zagrebačkoj burzi je odobren status lokalnog operatera (LOU) od strane Međunarodnog regulatornog nadzornog odbora, a Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga odobrila je zahtjev za proširenje djelatnosti, čime je Zagrebačka burza postala jedina organizacija u Hrvatskoj i užoj regiji koja sudionicima financijskog tržišta može pružiti ovu uslugu.

LEI oznaka predstavlja jedinstveni kod koji omogućuje identifikaciju pravnih subjekata koji sudjeluju na financijskim tržištima s ciljem smanjenja sistemskog rizika kroz bolji nadzor i veću dostupnost podataka, a ujedno omogućuje smanjenje troškova vezanih uz prikupljanje i obradu podataka te lakše i potpunije izvještavanje regulatornih tijela. To je jedinstveni kod od 20 alfanumeričkih znakova koji Zagrebačka burza d.d. dodjeljuje pravnim subjektima sukladno ISO 17442:2012 standardu:⁸⁷

- Znamenke 1-4: jedinstveni prefiks dodijeljen Burzi od strane ROC-a
- Znamenke 5-6: dvije rezervne znamenke postavljene na vrijednost nula
- Znamenke 7-18: kod koji se odnosi na pravni subjekt i koji generira i dodjeljuje Burza
- Znamenke 19-20: dvije kontrolne znamenke u skladu s ISO /IEC 7064 (MOD 97-100) standardom

U Hrvatskoj trenutačno postoji više od 400 pravnih subjekata koji imaju ovu oznaku kako bi mogli sklapati transakcije na globalnom financijskom tržištu.

⁸⁶ HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/#section5>, (1.8.2017.)

⁸⁷ Raspoloživo na: <https://lei.zse.hr/>, (10.8.2017)

Dva temeljna načela LEI koda su:⁸⁸

- Jedinstvenost, LEI je dodijeljen jedinstveni entitet. Jednom dodijeljen entitetu, pa čak i ako je taj entitet na primjer prestao postojati, kod nikada ne bi trebao biti dodijeljen drugom entitetu.
- Isključivost, pravna osoba koja je dobila LEI ne može dobiti drugi. Subjekti mogu prenijeti svoj LEI od jednog do drugog operatera, ali u tom procesu LEI ostaje nepromijenjen.

LOU prikuplja minimalni skup referentnih podataka o entitetu. Isti mora potvrditi ili ovjeriti entitet koji traži LEI, te se od njega traži da potvrđuje točnost referentnih podataka barem jednom godišnje. Samo entitet koji ispunjava uvjete za dobivanje LEI-a ili njegovog ovlaštenog predstavnika može dobiti LEI kod. Prije objavljivanja LEI i pridruženih referentnih podataka, svaki unos podataka se provjerava. LOU-ovi općenito naplaćuju naknadu za izdavanje LEI, kao i za potvrđivanje referentnih podataka nakon izdavanja i nakon svake godišnje potvrde.⁸⁹

Dana 1. svibnja 2017. godine svi izdavatelji LEI oznaka koji su dio globalnog LEI sustava, pa tako i Zagrebačka burza, počinju prikupljati tzv. 'Level 2' podatke koji se odnose na vlasničku povezanost među subjektima. Prilikom podnošenja zahtjeva za izdavanje, obnovu ili prijenos LEI oznaka pravni subjekti obvezni su dostaviti podatke o vlasničkoj povezanosti sa svojom direktnom i krajnjom maticom, ako ista postoji. Podaci o vlasničkoj povezanosti odnose se na računovodstvenu konsolidaciju kao što je to definirano Zakonom o računovodstvu, Hrvatskim standardom financijskog izvještavanja 2 (HSFI 2), odnosno Međunarodnim standardom financijskog izvještavanja 10 (MSFI 10). Računovodstvena konsolidacija znači da je matica obvezna izrađivati konsolidirane financijske izvještaje za ovisne pravne subjekte nad kojima ima kontrolu sukladno odgovarajućem računovodstvenom standardu koji se na nju odnosi i prema kojemu priprema financijske izvještaje.⁹⁰

⁸⁸ Raspoloživo na: <https://www.leiroc.org/lei/uses.htm>, (10.8.2017.)

⁸⁹ Raspoloživo na: <https://www.leiroc.org/lei/uses.htm>, (10.8.2017.)

⁹⁰ Raspoloživo na: <https://lei.zse.hr>, (10.8.2017.)

4.2. Središnje druge ugovorne strane

Središnje druge ugovorne strane (engl. Central Counterparty' - CCP) su pravne osobe koje posreduju između drugih ugovornih strana u ugovorima kojima se trguje na jednom ili više financijskih tržišta, te postaju kupac svakom prodavatelju i prodavatelj svakom kupcu.⁹¹

Središnja druga ugovorna strana može imati poslovni nastan u bilo kojoj državi članici u skladu sa Uredbom (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 04. srpnja 2012. Ni jednu državu članicu ili grupu država članica se ne smije diskriminirati, bilo izravno ili neizravno, u smislu mjesta za usluge poravnanja. Ničime se ne smije pokušati ograničiti ili sprečavati središnju drugu ugovornu stranu u jednoj jurisdikciji u obavljanju poravnanja proizvoda nominiranih u valuti druge države članice ili u valuti neke treće zemlje.⁹²

Kada pravna osoba s poslovnim nastanom u Uniji planira pružati usluge poravnanja u svojstvu središnje druge ugovorne strane, ona podnosi zahtjev za izdavanje odobrenja nadležnom tijelu države članice u kojoj ima poslovni nastan. Nakon što je odobrenje izdano, ono proizvodi učinke na cijelom području Unije. Odobrenje se izdaje samo za aktivnosti povezane s poravnanjem i u njemu se određuju usluge ili aktivnosti koje središnja druga ugovorna strana smije pružati ili obavljati kao i vrsta financijskih instrumenata koji su obuhvaćeni tim odobrenjem.⁹³

Središnja druga ugovorna strana ima pouzdane sustave upravljanja s jasnom organizacijskom strukturom i dobro određenim, transparentnim i dosljednim linijama odgovornosti, učinkovite postupke za utvrđivanje, upravljanje, praćenje i izvješćivanje o rizicima kojima je središnja druga ugovorna strana izložena ili bi mogla biti izložena, te primjerene mehanizme unutarnje kontrole kao i odgovarajuće administrativne i računovodstvene postupke. Ona održava i upravlja organizacijskom strukturom koja osigurava kontinuitet i uredno funkcioniranje u obavljanju usluga i aktivnosti koje su joj povjerene koristeći se primjerenim i proporcionalnim sustavima, sredstvima i postupcima. Revizija poslovanja središnje druge

⁹¹ HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/>, (30.7.2017.)

⁹² EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁹³ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

ugovorne strane je česta pojava. Rezultati revizije se dostavljaju upravi i stavljaju se na raspolaganje nadležnom tijelu.⁹⁴

Središnja druga ugovorna strana osigurava jasno odvajanje između linija odgovornosti za upravljanje rizicima i onima za ostale operacije središnje druge ugovorne strane te donosi, provodi i vodi politiku naknada koja promiče pouzdano i učinkovito upravljanje rizicima i koja ne stvara poticaje za ublažavanje standarda vezanih uz rizike. Odbor za rizike osnovan od središnje druge ugovorne strane savjetuje odbor o svim aranžmanima koji mogu utjecati na upravljanje rizicima središnje druge ugovorne strane, poput značajne promjene u njenom modelu rizika, postupcima u slučaju neispunjavanja obveza, kriterijima za prihvaćanje članova u sustav poravnanja, poravnanju novih vrsta instrumenata ili izdvajanju poslovnih procesa. Savjeti odbora za rizik nisu potrebni za dnevne operacije središnje druge ugovorne strane. Ulažu se odgovarajući napor za savjetovanje s odborom za rizik o kretanjima koja utječu na upravljanje rizicima središnje druge ugovorne strane u kriznim situacijama. Ne dovodeći u pitanje pravo nadležnih tijela da budu prikladno obaviješteni, članovi odbora za rizik obvezni su čuvati povjerljivost informacija.⁹⁵

Kada središnja druga ugovorna strana izdvaja poslovne procese, usluge ili aktivnosti, ona ostaje u potpunosti odgovorna za ispunjavanje svih svojih obveza i osigurava da u svakom trenutku:⁹⁶

- izdvajanje poslovnih procesa ne dovodi do delegiranja njenih odgovornosti
- odnos i obveze središnje druge ugovorne strane prema njenim članovima sustava poravnanja ili, kada je to potrebno, prema njihovim klijentima se ne mijenjaju
- uvjeti izdavanja odobrenja središnjoj drugoj ugovornoj strani efektivno se ne mijenjaju
- izdvajanje poslovnih procesa ne sprečava izvršavanje supervizorskih i nadzornih funkcija, kao ni izravan pristup za stjecanje relevantnih informacija potrebnih za ispunjavanje tih mandata
- izdvajanjem poslovnih procesa ne uskraćuju se središnjoj drugoj ugovornoj strani

⁹⁴ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁹⁵ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁹⁶ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

potrebni sustavi i kontrole za upravljanje rizicima kojima je izložena

- pružatelj usluga ima zahtjeve u pogledu kontinuiteta poslovanja koji su istovrijedni onima koje je središnja druga ugovorna strana dužna ispuniti
- središnja druga ugovorna strana i nadalje posjeduje stručnost i sredstva potrebne za ocjenu kvalitete pruženih usluga i organizacijske adekvatnosti i adekvatnosti kapitala pružatelja usluga, za učinkovit nadzor izdvojenih poslovnih procesa i upravljanje rizicima povezanim s izdvajanjem poslovnih procesa i nadzire te procese i upravlja tim rizicima na kontinuiranoj osnovi
- središnja druga ugovorna strana ima izravan pristup relevantnim informacijama izdvojenih poslovnih procesa
- pružatelj usluga surađuje s nadležnim tijelom vezano uz izdvojene poslovne procese
- pružatelj usluga štiti povjerljive informacije koje se odnose na središnju drugu ugovornu stranu i njene članove sustava poravnanja i klijente ili, kada taj pružatelj usluga ima poslovni nastan u trećoj zemlji, osigurava da standardi za zaštitu podataka te treće zemlje ili oni navedeni u sporazumu između dotičnih strana, budu usporedivi standardima za zaštitu podataka na snazi u Uniji.

Središnja druga ugovorna strana održava sustave informacijske tehnologije koji odgovaraju složenosti, raznovrsnosti i vrsti usluga i aktivnosti koje se obavljaju kako bi se osigurali visoki standardi sigurnosti i integriteta i povjerljivosti informacija. Sustavi upravljanja, pravila kojima se uređuje središnja druga ugovorna strana i svoje pristupne kriterije za članstvo u sustavu poravnanja su stavljeni besplatno na raspolaganje javnosti.⁹⁷

Također uspostavlja, provodi i održava primjerenu politiku kontinuiteta poslovanja i plan oporavka od kriznih situacija koji imaju za cilj osigurati očuvanje njenih funkcija, pravovremeni oporavak operacija i ispunjavanje obveza središnje druge ugovorne strane. Tim planom predviđa se oporavak svih transakcija u trenutku smetnji kako bi se središnjoj drugoj ugovornoj strani omogućio siguran nastavak poslovanja i okončanje namire na planirani datum. Središnja druga ugovorna strana uspostavlja, provodi i održava primjereni postupak kojim se osigurava pravovremena namira ili prijenos imovine i pozicija klijenata i članova sustava poravnanja u slučaju oduzimanja odobrenja.⁹⁸

⁹⁷ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća
raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

⁹⁸ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća
raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

Neophodno je osigurati da središnje druge ugovorne strane budu sigurne i pouzdane i da u svakom trenutku ispunjavaju stroge organizacijske zahtjeve, zahtjeve povezane s vođenjem poslovanja i bonitetne zahtjeve. U slučaju kada postoji rizik insolventnosti središnje druge ugovorne strane, fiskalna odgovornost leži uglavnom na državi članici u kojoj ta središnja druga ugovorna strana ima poslovni nastan. Iz toga proizlazi da mjerodavno nadležno tijelo treba izdavati odobrenje i provoditi nadzor nad tom središnjom drugom ugovornom stranom. Međutim, budući da članovi sustava poravnanja određene središnje druge ugovorne strane mogu imati poslovni nastan u različitim državama članicama i budući da će oni prvi biti pogođeni neispunjavanjem obveza središnje druge ugovorne strane, neophodno je da sva mjerodavna nadležna tijela i ESMA budu uključeni u postupak izdavanja odobrenja i u postupak nadzora. Time se izbjegavaju različite nacionalne mjere ili prakse i prepreke ispravnom funkcioniranju unutarnjeg tržišta. Nadalje, ni jedan prijedlog ni politika bilo kojeg člana kolegija regulatora ne smije, izravno ili neizravno, diskriminirati neku državu članicu ili grupu država članica u smislu mjesta za pružanje usluga poravnanja u bilo kojoj valuti.⁹⁹

Trenutno su središnje druge ugovorne strane prva linija obrane u sprječavanju širenja sistemskog rizika putem tržišta kreditnih izvedenica na osnovi neispunjavanja obveza (CDS ugovora) s obzirom na to da im njihova pozicija omogućuje prikupljanje podataka o CDS ugovorima i procjenu otvorenih pozicija sudionika tržišta te upravljanje rizikom protustrane redovitim izračunima zahtjeva za polaganje kolaterala te inicijalne i varijabilne margine od strane njihovih članova. Oni također imaju ključnu ulogu u pojednostavljenju strukture tržišta, što je, pak, nužan korak u procesu praćenja međuovisnosti pozicija sudionika CDS tržišta te ukupne izloženosti svakoga pojedinog sudionika. Središnja druga ugovorna strana ne preuzima tržišni rizik jer djeluje po principu "zatvorene knjige", gdje je svaka pozicija s jednom ugovornom stranom uvijek zatvorena suprotnom pozicijom s drugom ugovornom stranom. Ipak je izložena kreditnom riziku koji proizlazi iz mogućnosti neispunjavanja obveza jedne od ugovornih strana s kojima ima sklopljen ugovor.¹⁰⁰

⁹⁹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.

o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (30.7.2017.)

¹⁰⁰ Hrvatska narodna banka: Financijska stabilnost br. 17, srpanj 2016, raspoloživo na:

<https://www.hnb.hr/documents/20182/521139/h-fs-17-2016.pdf/c4a6a955-54f8-439e-87fe-2f278612b0cd>, (23.8.2017)

5. OBVEZA IZVJEŠTAVANJA I USKLADE

Druge ugovorne strane i središnje druge ugovorne strane osiguravaju dostavljanje podataka o svim ugovorima o izvedenicama koje su sklopili i svim izmjenama ili prekidima ugovora trgovinskom repozitoriju. Navedena izvješća se dostavljaju najkasnije sljedeći radni dan nakon sklapanja, izmjene ili prekida ugovora.

Obveza izvješćivanja primjenjuje se na ugovore o izvedenicama koji:¹⁰¹

- su sklopljeni prije 16. kolovoza 2012. i na taj datum su još važeći
- su sklopljeni na ili nakon 16. kolovoza 2012.

Kada trgovinski repozitorij ne stoji na raspolaganju za evidentiranje podataka o ugovoru o izvedenicama, druge ugovorne strane i središnje druge ugovorne strane osiguravaju dostavljanje tih podataka ESMA-i. U tom slučaju ESMA osigurava svim relevantnim subjektima pristup svim podacima o ugovorima o izvedenicama koje trebaju za obavljanje svojih odgovornosti i mandata.

Smatra se da druga ugovorna strana ili središnja druga ugovorna strana koja dostavlja podatke o ugovoru o izvedenicama trgovinskom repozitoriju ili ESMA-i, ili subjekt koji dostavlja te podatke u ime druge ugovorne strane ili središnje druge ugovorne strane ne krše bilo kakva ograničenja koja se odnose na otkrivanje podataka a koja nameće taj ugovor ili zakonski ili drugi propisi. Izvještajni subjekt ili njegovi direktori ili zaposlenici ne snose odgovornost za navedeno otkrivanje podataka.¹⁰²

Kako bi se osigurala dosljedna primjena, ESMA izrađuje nacrt regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju podaci i vrste izvješća za različite vrste izvedenica te isti dostavlja Komisiji.

¹⁰¹ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća
raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (1.8.2017.)

¹⁰² EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012.
o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (1.8.2017.)

Izvješćima se određuju:¹⁰³

- strane u ugovoru o izvedenicama i, ako je on različit, korisnika prava i obveze koje proizlaze iz njega
- glavne značajke ugovora o izvedenicama, uključujući vrstu tih ugovora, temeljno dospijeće, ugovorenu vrijednost, cijenu i datum namire.

Kako bi se osigurali jedinstveni uvjeti primjene, ESMA izrađuje nacrt provedbenih tehničkih standarda kojima se određuje:¹⁰⁴

- formati i učestalost izvješća za različite vrste izvedenica
- datum do kojega treba izvijestiti o ugovorima o izvedenicama, uključujući eventualne prijelazne faze za ugovore koji su sklopljeni prije primjene obveze izvješćivanja

Nefinancijska druga ugovorna strana obvezna je obavijestiti Hanfu i ESMA-u o sklapanju ugovora s OTC izvedenicama kada isti premaši prag poravnanja. Obrasci za obavješćivanje Hanfe o premašivanju i padu ispod praga poravnanja dostupni su na stranicama Hanfe, a Hanfi se popunjeni obrasci šalju na adresu emir@hanfa.hr, kao i poštom.¹⁰⁵

Vrijednost pragova za nefinancijske druge ugovorne strane propisana je čl. 11. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 149/2013, i to kao (svi se iznosi računaju u bruto zamišljenoj vrijednosti – engl. gross notional value):¹⁰⁶

- 1 milijardu EUR za OTC kreditne izvedenice
- 1 milijardu EUR za OTC izvedenice koje se odnose na vlasničke instrumente
- 3 milijarde EUR za OTC kamatne izvedenice
- 3 milijarde EUR za OTC FOREX izvedenice
- 3 milijarde EUR za OTC robne izvedenice i ostale OTC izvedenice koje nisu prethodno navedene.

¹⁰³ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (1.8.2017.)

¹⁰⁴ EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, (1.8.2017.)

¹⁰⁵ HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/#section5>, (1.8.2017.)

¹⁰⁶ HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/#section5>, (1.8.2017.)

Iako su nefinancijske druge ugovorne strane dužne Hanfi i ESMA-i prijaviti prelazak praga poravnanja, obveza poravnanja budućih transakcija se ne primjenjuje od tog trenutka. Nefinancijska druga ugovorna strana počinje podlijevati obvezi poravnanja i ostalim obvezama koje se primjenjuju na nefinancijske druge ugovorne strane koje premaše prag poravnanja, samo u slučaju ako pozicija pomičnog prosjeka tijekom 30 radnih dana premašuje prag poravnanja.

Financijske druge ugovorne strane, sukladno čl. 12. st. 4. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 149/2013 moraju od 01.07.2013. godine usvojiti i primjenjivati procedure za mjesečno obavještanje Hanfe o broju nepotvrđenih transakcija OTC izvedenicama koje su otvorene dulje od 5 radnih dana. Financijske druge ugovorne strane, također imaju obvezu prijave Hanfi sporova s drugim ugovornim stranama u vezi ugovora s OTC izvedenicama, vrednovanja takvih ugovora ili razmjene kolaterala za iznos veći od 15 milijuna EUR nepodmirene duže od 15 radnih dana. Navedene obveze primjenjuju se od 15.09.2013. godine.¹⁰⁷

Investicijsko društvo koje pruža sve investicijske usluge i aktivnosti propisane zakonom o ispunjenju kapitalnih zahtjeva na dnevnoj osnovi, o svim velikim izloženostima te o prekoračenjima dopuštene izloženosti, izvješćuju Agenciju jednom mjesečno, a investicijsko društvo koje ima licenciju za ograničen broj financijskih usluga i aktivnosti o ispunjenju kapitalnih zahtjeva na dnevnoj osnovi izvješćuje Agenciju mjesečno, a o svim velikim izloženostima i prekoračenjima dopuštenih izloženosti izvješćuje Agenciju tromjesečno. Investicijska društva obveznici izvješćivanja na konsolidiranoj osnovi na razini grupe i podgrupe izvješćuju Agenciju jednom u šest mjeseci o ispunjenju kapitalnih zahtjeva. Investicijska društva koja nisu ovlaštena držati sredstva klijenta, o velikim izloženostima te prekoračenjima dopuštenih izloženosti izvješćuju polugodišnje. Agencija je mjerodavna za nadzor nad poslovanjem investicijskog društva s registriranim sjedištem u Hrvatskoj glede svih investicijskih usluga i aktivnosti koje pruža i obavlja na području i izvan Hrvatske te za nadzor na konsolidiranoj osnovi nad grupom investicijskog društva u Hrvatskoj. Nadzor nad poslovanjem kreditne institucije, u vezi s pružanjem investicijskih usluga i obavljanjem aktivnosti, obavlja Agencija samostalno ili u suradnji s Hrvatskom narodnom bankom.¹⁰⁸

¹⁰⁷HANFA: EMIR, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/#section5>, (1.8.2017.)

¹⁰⁸ RRiF br. 9/13: Izmjene Zakona o tržištu kapitala, rujan 2013

5.1. Sustav poravnanja i namire

Nakon što je transakcija provedena na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP), provodi se postupak poravnanja i namire, odnosno postupak uspoređivanja svih podataka i izračun obveza potreban za plaćanje i prijenos financijskih instrumenata te postupak plaćanja i prijenosa (namire) financijskih instrumenata. Kada je transakcija provedena izvan uređenog tržišta ili MTP-a (tzv. OTC transakcije), provodi se postupak koji je sličan postupku poravnanja i namire, i koji rezultira prijenosom (namirom) financijskih instrumenata između osoba koje su transakciju zaključile.¹⁰⁹

Poravnanje označava postupak uspoređivanja podataka po sklopljenim pravnim poslovima s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, utvrđivanje rokova podmirenja tih pravnih poslova te izračun obveza za namiru, a namira označava postupak posredovanja i kontrole prijenosa nematerijaliziranih vrijednosnih papira i/ili plaćanja u svezi s pravnim poslovima s vrijednosnim papirima.¹¹⁰

Poravnanje i namira transakcija sklopljenih na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP) u Republici Hrvatskoj s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima koji su upisani u središnjem depozitoriju, obavlja se putem sustava poravnanja i/ili namire kojim upravlja središnje klirinško depozitarno društvo, osim ako burza, odnosno operater MTP-a ne izabere sustav poravnanja i/ili namire kojim upravlja drugi operater (uz prethodnu suglasnost Hanfe).¹¹¹

Burza, odnosno operater MTP-a, dužan je, radi omogućavanja poravnanja i namire transakcija s drugim financijskim instrumentima (različitim od vrijednosnih papira) sklopljenih na uređenom tržištu odnosno MTP-u kojim upravlja, sklopiti odgovarajući ugovor s operaterom sustava poravnanja i/ili namire, uz prethodnu suglasnost Hanfe.

¹⁰⁹ HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (1.8.2017.)

¹¹⁰ HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (1.8.2017.)

¹¹¹ HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (1.8.2017.)

Sustav poravnanja i/ili namire je sustav koji:¹¹²

- vodi ili kojim upravlja središnja druga ugovorna strana ili druga pravna osoba koja za to dobije odobrenje Hanfe (operater sustava poravnanja i/ili namire)
- omogućava poravnanje i/ili namiru poslova s financijskim instrumentima sklopljenim na uređenom tržištu, MTP-u ili izvan uređenog tržišta i MTP-a, uz posredovanje člana sudionika, u skladu s unaprijed propisanim pravilima tog sustava
- ima utvrđene pravne odnose između svojih članova, te između tih članova i operatera tog sustava, kojima se uređuju njihova međusobna prava i obveze u svezi s poravnanjem i namirom poslova s financijskim instrumentima
- ispunjava uvjete propisane zakonom koji uređuje konačnost namire u platnim sustavima i sustavima za namiru financijskih instrumenata.

Operater sustava poravnanja i/ili namire dužan je donijeti i primjenjivati Pravila i provedbene mjere (Upute) u kojima mora detaljno odrediti način obavljanja svojih poslova te je obavezan donijeti Cjenik, vodeći se ravnopravnošću položaja svih korisnika njegovih usluga i razumnim komercijalnim uvjetima.

Za upravljanje sustavom poravnanja i/ili namire potrebno je odobrenje Hanfe. U Republici Hrvatskoj postoji jedan sustav poravnanja i namire kojim kao operater upravlja Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Sukladno Zakonu o konačnosti namire u platnim sustavima i sustavima za namiru financijskih instrumenata, propisana je obveza Hanfe voditi evidenciju sustava za namiru financijskih instrumenata te na svojim internetskim stranicama objavljivati najmanje sljedeće podatke:¹¹³

- naziv sustava
- tvrtku i sjedište operatera (upravitelja) sustava i
- popis sudionika sustava.

¹¹² HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (1.8.2017.)

¹¹³ HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/>, (1.8.2017.)

6. OSIGURANJE I KLIRING

Kliring (engl. *clearing*: raščišćavanje, obračunavanje), predstavlja međusobno poništavanje (prebijanje) potraživanja i dugova između stranaka unutar bankarskog ili financijskog sustava do visine preklapanja, dok se saldo (razlika potraživanja i dugovanja) namiruje u novcu ili kojem drugom obliku definitivnoga namirenja. Prebijanje potraživanja i dugova može se obaviti na različite načine: razmjenom čekova, mjenica i drugih instrumenata, ugovorima i sl. Kliring je bilateralan ako u njemu sudjeluju dvije stranke, a multilateralan ako se obavlja između širega kruga vjerovnika i dužnika, pri čemu su mogućnosti prebijanja znatno veće. U međunarodnim financijskim odnosima kliring se ostvaruje sporazumom dviju ili više država o prebijanju međusobnih potraživanja i dugova nastalih na osnovi međunarodne trgovine ili drugih financijskih transakcija bez plaćanja konvertibilnim devizama. Taj se oblik plaćanja primjenjuje kada zemlja ima teškoća u održavanju urednih tokova međunarodnih plaćanja, pa ne može održavati slobodnu konvertibilnost svoje valute ili ne raspolaže dovoljnim pričuvama stranih konvertibilnih sredstava.¹¹⁴

Razlikuju se jednostrani i dvostrani kliring. Kod jednostranoga kliringa samo su dužnici jedne zemlje dužni podmiriti svoje obveze prema inozemstvu u nacionalnoj valuti na obračunskome mjestu. Kod dvostranoga kliringa dvije države, na temelju obostranoga sporazuma, uvode klirinško obračunavanje međusobnih potraživanja i dugova, pa dužnici obje države plaćaju svoje novčane obveze u nacionalnoj valuti na zbirni račun na obračunskome mjestu. Iz prikupljenih sredstava na zbirnome računu podmiruju se i domaći vjerovnici, također u nacionalnoj valuti. Klirinškim poslovima mogu se baviti i banke, koje obavljaju poravnavanje međubankovnih transakcija, pri čemu se poravnavaju samo salda banaka koja nastaju svakodnevnim poslovanjem. Radi olakšanja tih poravnavanja banke se mogu udružiti u obračunske kuće (engl. *Clearing houses*), koje organiziraju razmjenu čekova, mjenica i drugih oblika dugovanja među svojim članicama. Iako klirinški aranžmani imaju nedostataka u odnosu na slobodna konvertibilna plaćanja, oni mogu biti vrlo korisni u prevladavanju teškoća u plaćanju, a time i u promicanju tržišne razmjene kako unutar jedne zemlje tako i među zemljama¹¹⁵.

¹¹⁴ Raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=31924>

¹¹⁵ Raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=31924>

„Kako bi smanjila mogućnost povratka financijskog kraha koji je svijet pogodio 2007. i 2008. godine, nadzorna tijela pokušavaju dugoročno osnažiti institucije. Glavna osnova njihova truda jest osnaživanje klirinških kuća za derivate, instrumente koji su pospješili imploziju AIG-a i drugih tvrtki tijekom posljednje financijske krize. No, klirinška kuća nije lijek za sve, a njezini su nedostaci i ograničenja dalekosežni.

Kad se tvrtka želi zaštititi od fluktuacije valute, može pomoću derivata smanjiti izloženost ciljanoj valuti tako što će, primjerice, trgovinskom partneru zajamčiti plaćanje ako vrijednost eura poraste, a njemu se plati kad vrijednost eura padne. Iako tvrtka koja se služi derivatima smanjuje izloženost riziku od pada vrijednosti eura, derivate prati nov rizik, a to je da partner neće ispuniti svoj dio dogovora. Tvrtka, naime, riskira gubitak plaćanja ako cijena eura padne, a i njezin trgovinski partner dođe u krizu, kao što se dogodilo s AIG-om, Bear Stearnsom i Lehmanom. Što je još gore, kao što smo se uvjerali u posljednjoj financijskoj krizi, ako mnoge financijske institucije stupaju u takve dogovore, zbog glasina o nesolventnosti svi bi ugovorni partneri određene institucije mogli istodobno zatražiti isplatu ili založno jamstvo, što bi dovelo do klasične bankarske krize koja bi se proširila na druge tvrtke.

Kako bi smanjila rizik krize na tržištima derivata, nadzorna tijela diljem svijeta nastoje trgovinu derivata provoditi putem klirinških kuća ili burza. Klirinške će kuće imati brojne prednosti, no ne onolike kolike nadzorna tijela očekuju.

No, najprije treba reći kako klirinške kuće funkcioniraju. Nakon što tvrtka koju treba zaštititi od valutnog rizika obavi trgovinu eura u dolare s bankom, obje strane svoj dio trgovinskog postupka prepuštaju klirinškoj kući. Obveze između tvrtke i banke prenose se i na posrednika, tj. klirinšku kuću. Klirinška se kuća štiti pomoću unaprijed osiguranog depozita dobivenog od banke i praćenjem ukupnog portfelja banke u odnosu s klirinškom kućom. Kad banka ostvari dobit na trgovini derivata, klirinška kuća plaća banci; kad banka izgubi, ona plaća klirinškoj kući. Kad banka obavi veći opseg trgovine na račun klirinške kuće, klirinškoj kući to odgovara dokle god neto trgovina iznosi oko nule, kako tvrde nadzorna tijela, sustavni se rizik time smanjuje jer financijski sustav nije opterećen pojedinačnom naplatom duga. To jest točno, no vrijedi samo dok se ostvaruje dobit. Suradnja s klirinškom kućom pospješuje transparentnost jer ukupnu izloženost može prijaviti nadzornom tijelu, koje će spremnije upravljati središnjom klirinškom kućom nego većim brojem banaka, čije poslovanje nije toliko transparentno. To bi trebalo osnažiti financijski sustav. No rizici, koji su uglavnom sustavni i veliki, i dalje su prisutni, a struktura klirinških kuća ih, na žalost, zatamljuje.

Najočitija je promjena u tome što će, kako se veći dio trgovine bude premještao od banaka prema klirinškim kućama, same klirinške kuće postati sustavno ključne institucije i biti prevelike da se dopusti njihova propast. Problem je i u tome što, iako klirinške kuće i ostali sudionici mogu ostvariti dobit i smanjiti rizik onima koji pripadaju klirinškoj kući, klirinška kuća ne jamči uklanjanje temeljnog rizika koji prijeti cjelokupnom financijskom sustavu, već ga najčešće prebacuje kreditorima izvan klirinške kuće.¹¹⁶

Udruženje europskih klirinških kuća (engl. European Automated Clearing House Association - EACHA) osnovano 28. rujna 2006. godine kao neprofitna udruga prema belgijskom zakonu. Fina je jedan od osnivača ovog udruženja te njezin aktivni član. Udruženje broji 23 člana iz različitih zemalja, a cilj mu je međusobno informiranje i razvoj zajedničkih standarda za međubankovna plaćanja u SEPA-i (Single European Payment Area).

Teme kojima se bavi EACHA su problemi prilagodbe jedinstvenom europskom tržištu, migracija domaćeg platnog prometa i instrumenata plaćanja u europski standard, pomoć nacionalnim zajednicama banaka u pronalaženju načina za smanjenje velikih troškova koje nosi migracija te izrada modela opstanka klirinških sustava u novim okolnostima. EACHA teži harmonizaciji rascjepkanih nacionalnih platnih infrastruktura radi efikasnije razmjene platnih transakcija unutar SEPA područja. Ona osigurava standardizaciju aktivnosti te konzistentnu dostupnost između infrastruktura obrade platnih transakcija, kliringa i naplate. EACHA konferencija održava se dva puta godišnje u organizaciji jedne od članica. Fina je do sada bila domaćin 3 puta (2005., 2008. i 2010. godine).¹¹⁷

Europska središnja banka objavila je da je zatražila veće ovlasti za nadzor poslova kliringa, čime bi se ojačao njezin autoritet u odnosu na London u segmentu eurskih transakcija nakon što Britanija izađe iz Europske unije. Tražene nove ovlasti mora odobriti Europski parlament, a osigurale bi ECB-u značajniju ulogu u identificiranju i nadzoru sistemski važnih klirinških kuća izvan EU u slučaju da obrađuju “značajne iznose” EUR transakcija. Predložene dopune uvrštene su u EU-ovu analizu regulative infrastrukture europskog tržišta i sastavni su dio nastojanja Europske komisije da pojača svoje vlasti u nadzoru kliringa. U sklopu tih nastojanja Bruxelles razmatra i nove propise koji bi po potrebi ovlastili EU da nametne selidbu poslova kliringa na teritorij Unije ako se ocijeni da pojačana supervizija nije

¹¹⁶ Raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/komentari/klirinška-kuća-lijek-je-visokog-rizika-189791>

¹¹⁷ Raspoloživo na: <http://www.fina.hr/Default.aspx?art=9397&sec=987>

dovoljna.¹¹⁸

6.1. Inicijalna varijacijska margina

Inicijalna margina (engl. Initial Margine-IM), odnosno odgovornost inicijalne margine je osmišljena kao zaštita protiv buduće potencijalne izloženosti (engl. Potential Future Exposure-PFE) u kojoj trošak zatvaranja seta mrežnih razmjena premašuje iznos varijacijske margine (engl. Variation Margine-VM). Stoga taj potencijalni gubitak ne može biti poznat sada ili čak u vrijeme zadane ugovorne strane. Najviše što se može učiniti je izgraditi model koji bi mogao kvantificirati moguću raspodjelu gubitaka i izvući iz toga reprezentativni iznos sa definiranom razinom rizika.¹¹⁹

Modelom se određuje iznos postavljene inicijalne margine koji će biti dovoljan da pokrije sve gubitke u većini scenarija. Ipak taj iznos mora biti razuman Naime, naknada koja je postavljena previsoko može naštetiti tržištu izvedenica. Također, iznos inicijalne margine je potrebno uskladiti sa rizikom koji je namijenjen za zaštitu. Ako to nije slučaj, moglo bi se razviti ponašanje koje bi bilo suprotno ciljevima inicijalne margine.

Radna grupa za potrebe margina (engl. Working Group on Margin Requirements - WGMR) je predložila dva pristupa za izračun kalkulacija inicijalne margine. Glavni prijedlog je da sudionici na tržištu izračunavaju inicijalnu marginu koristeći odobreni, ali neodređeni inicijalni model. Ovaj model može biti razvijen od strane jedne ugovorne strane, može biti kolektivni rad ili može biti model neke treće strane. Za one koji ne mogu usvojiti ovaj pristup, postoji posebni definirani standardizirani pristup.¹²⁰

WGMR je predstavio standardizirani pristup za izračun inicijalne margine koji izbjegava potrebu za korištenjem internog inicijalnog modela. Temelji se na rasporedu IM dodataka

¹¹⁸ Lider: ECB traži veće ovlasti za nadzor kliringa, raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/ecb-trazi-vece-ovlasti-za-nadzor-kliringa/>, (24.8.2017.)

¹¹⁹ O Kane, D. (2016): Initial Margin for Non-Centrally Cleared OTC Derivates, Overview, Modelling and Callibration, EDHEC-Risk Institute

¹²⁰ O Kane, D. (2016): Initial Margin for Non-Centrally Cleared OTC Derivates, Overview, Modelling and Callibration, EDHC-Risk Institute

prikazanih u sljedećoj tablici (Tablica 1).

Tablica 1: Raspored standardnih težina za inicijalne margine predložene od strane WGMR prema klasi imovine.

Klasa imovine	Podklasa	Dodatak margine (%)	Inicijalne
Kredit	0-2 godine preostalog dospijeća	2	
	2-5 godina preostalog dospijeća	5	
	5+ godina preostalog dospijeća	10	
Roba	15		
Dionice	15		
FX i kamatna stopa	Valuta	6	
	0-2 godine preostalog dospijeća	1	
	2-5 godina preostalog dospijeća	2	
	5+ godina preostalog dospijeća	4	
Ostalo		15	

Izvor: O'Kane, D. (2016): Initial Margin for Non-Centrally Cleared OTC Derivates, Overview, Modelling and Callibration, EDHC-Risk Institute

Svaki od N obrta u skupu mreža mora biti dodijeljen jednoj od kategorija klase u ovoj tablici. Ovaj zadatak mora biti zasnovan na svom primarnom faktoru rizika koji mora biti jasno identificiran. Ako nije moguće utvrditi primarni faktor rizika onda se izračunava pomoću najveće težine inicijalne margine sa odgovarajućom kategorijom. Neki od proizvoda sa fiksnim prihodima imaju dodatak ovisno o dospijeću. To znači da će se dodatak inicijalnoj margini promijeniti kako vrijeme prolazi i kreće se iz dužeg skupa sazrijevanja prema kraćem.

Postupak izračunavanja inicijalne margine je jednostavan i može se podijeliti u dvije faze. Prva faza je kalkulacija bruto inicijalne margine koja uzima u obzir inicijalnu marginu svake trgovine. Druga faza je izračun neto inicijalne margine (engl. NetInitialMargin - NIM) koja je iznos inicijalne margine koji treba biti postavljen. Izračunavanje pokušava uzeti u obzir diversifikaciju mrežnih postavki.

Dodatna težina, koja odgovara ovoj klasi imovine, koju označavamo sa M_t je pomnožena sa pojmom derivata F_t (što je uvijek pozitivno), a postupak se ponavlja za sve ugovore. Za

mrežni skup N izračunavamo Bruto Inicijalnu marginu (engl. GrossInitialMargin-GIM) kako slijedi:

$$\text{Bruto Inicijalna Margina} = \sum_{t=1}^N M_t x F_t \quad (1)$$

M_t - Dodatna težina određene klase imovine

F_t - Financijski derivati

U ovoj fazi mreža je dopuštena samo za ugovore koji su zamjenjivi, tj. imaju identične značajke i razlikuju se samo u vrijednostima.

Sljedeća faza izračuna omogućuje mrežu po različitim pozicijama unutar svake kategorije. Imamo ih četiri: (i) kamatne stope i valute (ii) kredite, (iii) dionice i (iv) robu. Formula je

$$NIM = (0.4 + 0.6 x NGR) x GIM \quad (2)$$

NGR – Omjer neto nabavne cijene tekuće vrijednosti mreže na bruto novčanu vrijednost troška nabave

GIM – Bruto inicijalna margina

NGR je zadan sa:

$$NGR = \frac{|\sum_{t=1}^N V_t|}{\sum_{t=1}^N |V_t|} \quad (3)$$

V_t - zamjenska vrijednost pozicije derivata t

Ako je vrijednost svih pozicija pozitivna (ili negativna) tada je NGR jednak jedan, a neto inicijalne margine jednak bruto inicijalne margine. Ako pozicija zamjenske vrijednosti neto iznosi nula, onda je i NGR nula, a neto Inicijalne margine se smanjuje na 40% GIM-a.

Izračun neto inicijalne margine ne uzima u obzir smjer pozicija, odnosno ne mijenja se ako postavimo da je $V_t = -V_t$. To znači da obje strane trebaju izračunati isti NGR kao i vrijednost inicijalne margine. Iako to pojednostavljuje samu materiju, implicitno pretpostavlja da je distribucija vrijednosti skupova za mrežu simetrična oko nule.

7. UTJECAJ NOVE REGULATIVE NA AKTIVNOSTI TRŽIŠTA

Financijska kriza pokazala je da niti jedna država članica ne može sama regulirati financijski sektor i nadzirati rizike financijske stabilnosti kada su financijska tržišta integrirana. Prije financijske reforme zakonodavstvo EU-a o financijskim uslugama uvelike se temeljilo na minimalnom usklađivanju, omogućujući državama članicama značajnu fleksibilnost u prenošenju u nacionalno zakonodavstvo. To je ponekad dovelo do nesigurnosti među sudionicima na tržištu koji djeluju prekogranično, olakšavalo regulatornu arbitražu i potkopavalo poticaje za međusobno korisnu suradnju. Komisija je stoga predložila uspostavljanje jedinstvenih pravila kojima se predviđa jedinstveni regulatorni okvir za financijski sektor i njegova ujednačena primjena u cijelom EU-u.¹²¹

Kriza je omogućila otkrivanje slabosti institucionalnih struktura koje podupiru ekonomsku i monetarnu uniju, te je naglo obrnula integraciju bankarskog tržišta, a fragmentacija je ugrozila integritet jedinstvene valute i unutarnje tržište. Dok su se banke geografski diversificirale i započele značajne prekogranične aktivnosti, ostale su blisko povezane s državom članicom u kojoj imaju sjedište, pridonoseći negativnom povratnom učinku među državama i bankama koji je oslabio neke banke i države te doveo do nerazumnih troškova financiranja za neke države članice. To je zahtijevalo dublju integraciju, barem u europodručju, za nadzor i rješavanje banaka.¹²²

Prvi je stup bankarske unije jedinstveni nadzorni mehanizam, koji prenosi ključne nadzorne zadaće banaka u europodručju i ostalih sudjelujućih država članica na Europsku središnju banku koja svoje novo nadzorno zaduženje u potpunosti provodi od studenoga 2014. Europska središnja banka će i dalje imati središnju ulogu u daljnjem razvoju jedinstvenog pravilnika i koordiniranom nadzornom pristupu.

Drugi stup bankarske unije, jedinstveni mehanizam rješavanja, primijenit će integrirani i učinkoviti proces rješavanja na europskoj razini za sve banke u državama članicama. Rješavanje će u prvom redu financirati dioničari i vjerovnici te, kao zadnji izlaz, jedinstveni

¹²¹ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹²² EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

fond za rješavanje, financiran doprinosima banaka. Očekuje se da će bankarska unija osigurati visoke, zajedničke standarde za bonitetni nadzor i rješavanje banaka u europodručju i sudjelujućim državama članicama. Poboljšat će i financijsku integraciju i pomoći nesmetanom prijelazu monetarne politike ESB-a.¹²³

Proteklih godina Komisija je predstavila skup mjera za jačanje stabilnosti i otpornosti financijskog sustava. Novom uredbom i direktivom o kapitalnim zahtjevima („paket CRD IV”) povećava se razina i kvaliteta bankarskog kapitala i utvrđuju se minimalni standardi likvidnosti, čime banke postaju otpornije. Paketom CRD također se zahtijeva od banaka da stvore dodatne kapitalne pričuve za buduća stresna razdoblja i uvodi dodatne kapitalne zahtjeve za sistemski važne banke radi smanjenja sistemskog rizika u bankarskom sektoru. Direktivom o oporavku i rješavanju banaka uspostaviti će se potrebni alati i pravila kojima će se osigurati da troškove propasti banaka ne snose porezni obveznici te da se europske banke mogu uredno riješiti.¹²⁴

Reformama za poboljšanje funkcioniranja financijskih tržišta dopunjene su reforme u bankarskom sektoru te povećavaju stabilnost i otpornost infrastruktura financijskog tržišta. Uredbom o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR) i Direktivom MiFID II poboljšava se transparentnost izvedenica kojima se trguje na izvanburzovnim tržištima i smanjuje se rizik druge ugovorne strane povezan s transakcijama izvedenicama. Nametanjem zajedničkih bonitetnih, organizacijskih i standarda poslovnog ponašanja, Uredbom o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira povećava se otpornost središnjih europskih depozitorija vrijednosnih papira i povećava sigurnost procesa namire.¹²⁵

Regulatornim okvirom koji se temelji na riziku učvrstila se stabilnost sektora osiguranja, čime će se poboljšati solventnost i standardi upravljanja rizikom te tako povećati otpornost i stabilnost europskog sektora osiguranja. Ovim će se mjerama zajedno smanjiti nakupljanje ili pojava sustavnih rizika kroz financijski sustav, tako smanjujući mogućnost i ozbiljnost budućih financijskih kriza. Međutim, čini se da je cjelokupni skup predloženih mjera i dalje

¹²³ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹²⁴ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹²⁵ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

nedostatan da osigura rješavanje samo određenih posebno međusobno povezanih i sistemski važnih banaka bez negativnih utjecaja na financijsku stabilnost ili intervenciju poreznih obveznika. Slijedeći preporuke skupine stručnjaka na visokoj razini koju je predvodio g. Liikanen, Komisija je stoga početkom 2014. predložila skup strukturnih mjera za te banke, uključujući zabranu bankama da trguju za vlastiti račun i odvajanje trgovanja od primanja depozita i ostalih poslovnih bankarskih djelatnosti gdje je potrebno za osiguranje rješivosti.¹²⁶

7.1. Jačanje transparentnosti, odgovornosti i zaštite potrošača radi osiguranja integriteta tržišta i ponovne uspostave povjerenja potrošača

Integritet tržišta podrazumijeva vjeru i povjerenje u financijski sustav, koji ovisi o transparentnim i pouzdanim tokovima informacija, etičkom i odgovornom ponašanju financijskih posrednika i poštenom i nediskriminirajućem postupanju prema potrošačima. Kriza je otkrila ozbiljne nedostatke i dalekosežni manjak tržišnog integriteta, također naglašene nedavnim skandalima i zluporabama tržišta, uključujući manipulaciju referentnim vrijednostima kamatnih stopa (LIBOR i EURIBOR). Gospodarsku štetu teško je količinski procijeniti, ali vjerojatno je velika i veća je od milijardi eura kazni koje su banke morale platiti. Troškovi u pogledu smanjenog povjerenja i vjere u financijski sustav ne mogu se točno procijeniti, ali također su značajni.¹²⁷

Revidiranom uredbom i direktivom o zluporabi tržišta i direktivom o kaznenim sankcijama za zluporabu tržišta uspostaviti će se stroža pravila radi boljeg sprečavanja, otkrivanja i kažnjavanja zluporabe tržišta. Prijedlogom Komisije za Uredbu o financijskim referentnim vrijednostima planira se povećati otpornost i pouzdanost referentnih vrijednosti i spriječiti njihova manipulacija.

Kombinacija mjera reformi donesena je ili predložena radi osiguranja da potrošači i privatni ulagači imaju učinkovit, pravovremen i nediskriminacijski pristup financijskim uslugama. Nadzorna i regulatorna tijela će osigurati da pružatelji financijskih usluga ne iskorištavaju

¹²⁶ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹²⁷ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

informacijske asimetrije u kamatama svojih kupaca.¹²⁸

Uredbama o agencijama za kreditni rejting povećava se neovisnost i integritet procesa određivanja kreditne sposobnosti i poboljšava se opća kvaliteta rejtinga. Na dopunjujućim reformama revizije poboljšat će se kvaliteta obveznih revizija u EU-u i, u kombinaciji s reformama međunarodnih računovodstvenih standarda koji se primjenjuju u EU-u, pomoći izgradnji povjerenja u financijske sustave.¹²⁹

7.2. Poboljšanje učinkovitosti financijskog sustava

Cilj je programa reforme Financijske uredbe poboljšati učinkovitost funkcioniranja financijskog sustava putem rješavanja problema temeljnih tržišnih i regulatornih neuspjeha. Poboljšanim zahtjevima u vezi s objavljivanjem podataka i izvještavanja u različitim inicijativama reforme povećava se transparentnost i smanjuju asimetrija među informacijama u sustavu za sve sudionike na tržištu, supervizore i potrošače.

Uspostavljanjem bankarske unije i jedinstvenih pravila pridonosi se učinkovitosti ravnopravnim tržišnim uvjetima i olakšavanju prekograničnih aktivnosti. Na sličan način, smanjenjem implicitnih subvencija za sustavno važne banke i predloženim ograničenjima aktivnosti velikih, složenih i međusobno povezanih banaka (tj. strukturna reforma) pridonijet će se smanjenju narušavanja tržišnog natjecanja, ispraviti povezano netočno određivanje rizika i posljedično unaprijediti funkcioniranje tržišta i dodjelu kapitala.¹³⁰

Poboljšanim bonitetnim okvirom za banke i novim kapitalnim zahtjevima koji se temelje na riziku za ulagače u Solventnosti II, u kombinaciji s poboljšanim standardima upravljanja rizicima, potaknut će institucije na bolju internalizaciju rizika svojih aktivnosti i doprinijeti učinkovitijem određivanju cijena prilagođenom riziku.

Odredbama o pristupu sadržanim u propisima MiFID II, EMIR i CSDR smanjit će se

¹²⁸ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹²⁹ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹³⁰ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

pristupne zapreke infrastrukturnama financijskog tržišta i promicati tržišno natjecanje u cijelom lancu trgovanja vrijednosnim papirima. Revidiranom Uredbom CRA i reformama revizije na sličan će se način olakšati ulazak na tržište i povećati vidljivost novih sudionika na tržištu.¹³¹

Programom reforme Financijske uredbe stvara se ravnoteža između jačanja financijske stabilnosti i omogućivanja dovoljnog i održivog toka financiranja gospodarstva. Mjerama reforme posvećuje se posebna pozornost malim i srednjim poduzećima, s obzirom na njihove posebne teškoće u osiguravanju vanjskog financiranja i njihovu važnu ulogu u stvaranju radnih mjesta i poticanju održivog rasta. Financijski regulatorni okvir EU-a značajno je prilagođen tijekom zadnje tri godine. Problemi s kojima se mala i srednja poduzeća suočavaju u pogledu pristupa financiranju promatrani su iz različitih kutova i uključuju mjere za olakšavanje pristupa tržištima kapitala radi izravnog prikupljanja kapitala, čine davanje zajmova mali i srednjim poduzećima privlačnijim i uvode nove okvire u područje investicijskih fondova.¹³²

7.3. Troškovi reformi

Financijskom reformom uzrokovani su gospodarski troškovi za financijske posrednike jer se uvode troškovi prihvatljivosti i zahtijevaju prilagodbe načinu poslovanja. Ti su troškovi procijenjeni u procjenama učinka zakonodavnih inicijativa i o njima se detaljnije raspravlja u popratnom radnom dokumentu. Značajan dio tih troškova čine troškovi prilagodbe za vrijeme prijelaza. Općenito, očekuje se da će koristi povećane stabilnosti i integritet financijskog sustava više nego kompenzirati troškove. Troškovi za financijske posrednike neizbježni su i, u određenoj mjeri, znak učinkovitosti reformi. Na primjer, smanjenje implicitnih subvencija za određene velike, složene i međusobno povezane banke povećat će njihove troškove financiranja ali u isto vrijeme i smanjiti troškove poreznih obveznika. Na sličan način reformama se uvodi ponovno utvrđivanje rizika, što stvara troškove, ali ti troškovi odgovaraju koristima izbjegavanja prekomjernog preuzimanja rizika zbog prenisko određenog rizika na tržištu. Stoga troškove za financijske posrednike često kompenziraju šire gospodarske i

¹³¹ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹³² EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

socijalne prednosti.¹³³

Proces prijelaza u stabilniji financijski sustav posebno je izazovan zbog njegovog potencijalnog utjecaja na gospodarstvo. Međutim, trenutne teškoće na tržištu i gospodarstvu općenito ne mogu se pripisati regulatornim reformama već njihovom nedostatku. One se u prvom redu odnose na probleme koji su se nakupili prije krize i na njihove posljedice, uključujući nestanak povjerenja u tržište i povezana smanjenja likvidnosti, slabe bankovne bilance, visoke razine privatnih i javnih dugova, niske kamatne stope, recesiju i slabe izgleda za gospodarski rast. Kako bi se troškovi i potencijalna narušavanja tijekom prijelaza sveli na minimum, odobrena su razdoblja prilagodbe. Nadalje, tamo gdje su predviđeni značajni nepovoljni učinci, pravila su prilagođena ili su, u određenim okolnostima, odobrena izuzeća (npr. za mirovinske fondove i nefinancijska društva u EMIR-u). Tamo gdje su uvedena nova pravila, primijenjena su razdoblja promatranja (npr. u pogledu omjera poluge i regulacije likvidnosti banaka). Konačno, trajnim praćenjem i revizijom svih reformi osigurat će se ostvarenje njihovih predviđenih prednosti uz izbjegavanje neželjenih učinaka, uključujući one koji proizlaze iz interakcija među različitim reformama.¹³⁴

¹³³ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹³⁴ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

8. ZAKLJUČAK

Gledajući u cjelini, reformama koje je Komisija predložila za provedbu sveobuhvatnog programa regulacije financijskog sustava o kojem je postignut dogovor na razini skupine G20 i koji je utvrđen u Komunikacijama Komisije iz 2009., 2010. i 2012. rješavaju se regulatorni nedostaci i tržišni neuspjesi koji su otkriveni krizom. Predloženim reformama se ovlašćuje nadzorna tijela da nadziru tržišta koja su prije bila izvan njihova doseg te osigurava transparentnost nad svim aktivnostima, koje su prije bile poznate samo nekolicini upućenih osoba, svim sudionicima na tržištu. Uspostavljaju se ambiciozni novi standardi za ograničavanje pretjeranog izlaganja rizicima i za povećanje otpornosti financijskih institucija. Ako se rizici ipak ostvare, teret se premješta s poreznih obveznika na one koji ostvaruju profit od aktivnosti koje su dovele do tih rizika.¹³⁵

Predloženim reformama poboljšava se rad financijskih tržišta u interesu potrošača, malih i srednjih poduzetnika i općenito gospodarstva, te se stavlja težak teret na sve aktere uključujući menadžere, vlasnike i javna tijela, kako bi se osiguralo da se financijske institucije i sudionici tržišta pridržavaju najviših standarda odgovornosti i integriteta. Reforme će pridonijeti smanjivanju vjerojatnosti pojave i utjecaja sličnih kriza u budućnosti. Financijski sustav već se mijenja i unapređuju se njegovi ključni aspekti. Očekuje se da će se to nastaviti s daljnjim provođenjem reformi. No situacija se mora pažljivo pratiti. Kako se gospodarska situacija mijenja, mijenjaju se i rizici i osjetljivosti financijskog sustava. Komisija će ostati oprezna i proaktivna, radit će na očuvanju opće reforme i baviti se novim rizicima i ranjivostima kako se budu pojavljivali.¹³⁶

Dok će reformama biti uzrokovani određeni troškovi, mnogi od njih prijelazne su prirode. Iz gospodarske analize i dostupnih dokaza može se zaključiti da će ukupne očekivane koristi programa za uređenje financijskog sustava, kada se bude u potpunosti provodila, vjerojatno nadići očekivane troškove. Razdoblja prilagodbe i promatranja pomoći će smanjenju prijelaznih troškova. Mnogo je ostvareno u kratkom vremenu, ali proces reforme još nije potpuno dovršen. Zakonodavci još trebaju donijeti neke važne reforme (npr. o strukturnoj

¹³⁵ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹³⁶ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */, raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

reformi banaka, bankarstvu u sjeni, financijskim referentnim mjerilima).¹³⁷

S većinom reformi koje su dogovorene, fokus se sada pomiče na učinkovitu provedbu i dosljednu primjenu novog regulatornog okvira. Za ocjenjivanje provedbe i općeg utjecaja i učinkovitosti reformi potrebno je trajno praćenje i revizija. Pri dovršenju provedbe reformi značajan izazov ostaje osiguranje regulatorne i nadzorne usklađenosti među svim glavnim financijskim centrima u cijelom svijetu. Komisija će nastaviti promicati međunarodno usklađen pristup u području financijske regulacije i očekuje da će njezini partneri učinkovito provesti svoje obveze.¹³⁸

U budućnosti političku pozornost treba sve više usmjeravati na ostvarenje europske potrebe za dugoročnim financiranjem i razvojem diversificiranijeg financijskog sustava s većim udjelima izravnog financiranja tržišta kapitala i većom uključenosti institucionalnih ulagača i alternativnih izvora financiranja. Kao što je utvrđeno u Komunikaciji iz ožujka 2014. o dugoročnom financiranju, rješavanje ovih pitanja predstavlja prioritet za učvršćivanje konkurentnosti europskog gospodarstva i industrije.¹³⁹

¹³⁷ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹³⁸ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (25.7.2017.)

¹³⁹ EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu /* COM/2014/0279 final */ , raspoloživo na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>, (1.8.2017.)

SAŽETAK

Posljednjih nekoliko godina financijski sustav se značajno proširio a nadzorni okvir se smanjio što je dovelo do povećanja rizika te u konačnici velike financijske krize koja je prouzročila velike troškove. Kao odgovor na krizu donesena je odluka o provođenju reforme financijskog sektora. Reformom se uspostavlja regulatorni i nadzorni okvir, poboljšava rad financijskih tržišta, ovlašćuje se nadzorna tijela da nadziru tržišta te tako spriječe potencijalne rizike i osiguraju stabilnost financijskog tržišta. Uvode se pravila za poravnanje ugovora o OTC izvedenicama, obveze izvještavanja te zahtjeve za sudjelovanje na tržištu. Cilj reforme je ukloniti nedostatke koji prijete financijskom tržištu, smanjiti rizik poslovanja i vratiti povjerenje u financijski sustav.

Ključne riječi

Financijska kriza, reforma, regulatorni i nadzorni okvir

SUMMARY

Over the last few years, the financial system has significantly expanded and the surveillance framework has decreased, leading to increased risk and on the end a major financial crisis that has caused high costs. As response to the crisis, a decision was made to implement the financial sector reform. The reform establishes a regulatory and supervisory framework, improves the functioning of financial markets, empowers supervisors to monitor markets, there by preventing potential risks and ensuring the stability of the financial market. The rules will be inaugurated for settling OTC derivative contracts, reporting obligations and market participation requirements are introduced. The goal of the reform is to remove the shortcomings that threaten the financial market, reduce business risk and restore confidence in the financial system.

Key words

Financial crisis, reform, regulatory and supervisory framework

LITERATURA:

Knjige:

1. Madir, J. (2009): Tržišta kapitala, Grafotisak
2. O'Kane, D. (2016): Initial Margin for Non-Centrally Cleared OTC Derivates, Overview, Modelling and Calibration, EDHEC-Risk Institute

Časopisi:

3. RRiF (2013): Izmjene Zakona o tržištu kapitala, br. 9/13.

Zakoni/Pravilnici:

4. EUR-Lex: Komunikacija komisije Europskom Parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom Odboru i Odboru regija, Reformirani financijski sektor za Europu, 2014.
5. EUR-Lex: Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog Parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, 2012.
6. EUR-Lex: Direktiva 2014/65/EU Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, 2014.
7. Europska Komisija: Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 u pogledu obveze poravnanja, obustave obveze poravnanja, zahtjeva za izvješćivanje, tehnika smanjenja rizika za ugovore o OTC izvedenicama čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane, registracije i nadzora trgovinskih repozitorija i zahtjeva za trgovinske repozitorije, 2012.

Diplomski/Završni radovi:

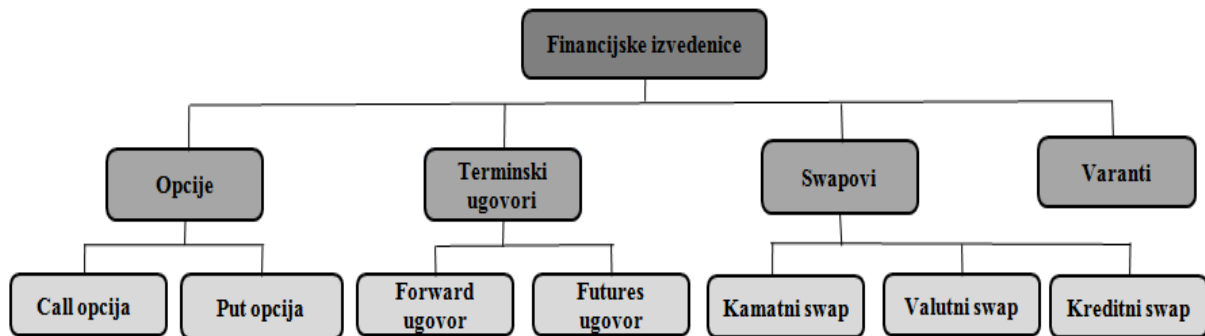
9. Benić, M.(2009): Uloga institucionalnih investitora u funkciji razvoja tržišta kapitala, Diplomski rad, Ekonomski fakultet Split

Izvori s interneta:

10. HANFA: Depozitorij, poravnanje i namira, (Internet). Raspoloživo na:
<http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/depozitorij-poravnanje-i-namira/> (30.7.2017.)
11. Hanfa: EMIR, (Internet). Raspoloživo na: <http://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/emir/>
(15.06.2017.)
12. Hanfa: Tržište kapitala, (Internet). Raspoloživo na:
<http://www.hanfa.hr/getfile/42497/HANFA-Trziste-kapitala.pdf>
13. Hrvatska narodna banka: Financijska stabilnost, br. 17, (Internet). Raspoloživo na:
<https://www.hnb.hr/documents/20182/521139/h-fs-17-2016.pdf/c4a6a955-54f8-439e-87fe-2f278612b0cd> (23.8.2017)
14. www.esma.europa.eu (28.7.2017.)
15. www.enciklopedija.hr
16. www.fina.hr (25.7.2017.)
17. <https://lei.zse.hr/> (10.8.2017)
18. <https://www.leiroc.org/lei/uses.htm> (10.8.2017.)

PRILOZI

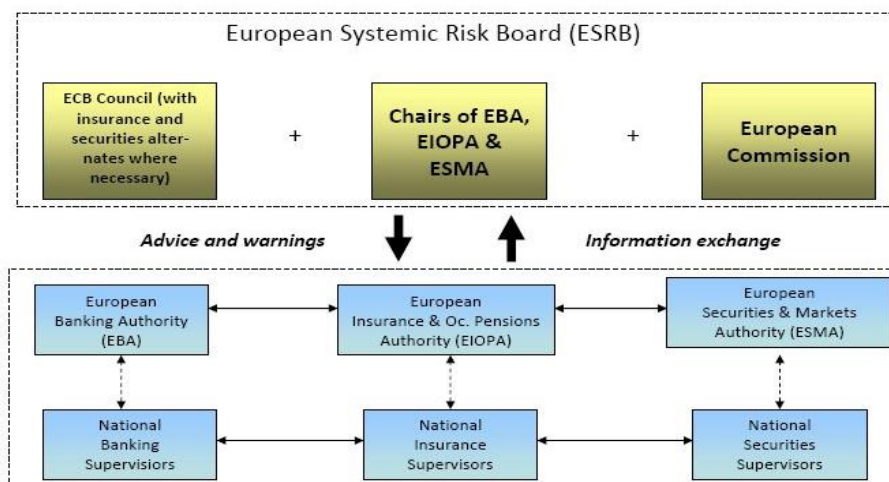
Prilog A



Slika 1: Prikaz financijskih izvedenica

Izvor: Prikaz autora

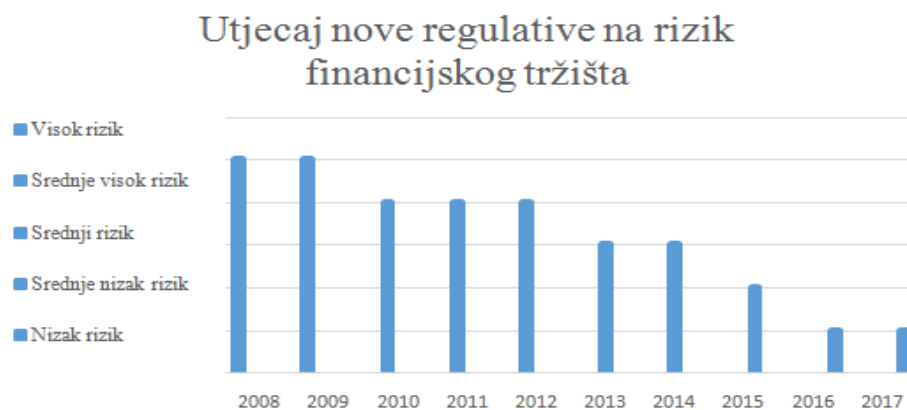
Prilog B



Slika 2: Europski sustav financijskog nadzora

Izvor: Esma, <https://www.esma.europa.eu/>

Prilog C



Slika 3: Utjecaj nove regulative na rizik financijskog tržišta

Izvor: Prikaz autora

Prilog D

Klasa imovine	Podklasa	Dodatak margine (%)	Inicijalne
Kredit	0-2 godine preostalog dospijeća	2	
	2-5 godina preostalog dospijeća	5	
	5+ godina preostalog dospijeća	10	
Roba	15		
Dionice	15		
FX i kamatna stopa	Valuta	6	
	0-2 godine preostalog dospijeća	1	
	2-5 godina preostalog dospijeća	2	
	5+ godina preostalog dospijeća	4	

Tablica 1: Raspored standardnih težina za inicijalne margine predložene od strane WGMR prema klasi imovine.

Izvor: O’Kane, D. (2016): Initial Margin for Non-Centrally Cleared OTC Derivates, Overview, Modelling and Callibration, EDHC-Risk Institute