

## EMIR

## i meandry regulacji

W pierwszej dekadzie XXI w. wartość aktywów będących przedmiotem derywatów w obrocie pozagiełdowym (tzw. rynek OTC) wzrosła aż sześciokrotnie do poziomu 600 000 mld dolarów. Nazwane przez Warrena Buffeta „finansową bronią masowego rażenia”, derywaty OTC, w szczególności kredytowe, odegrały znaczącą rolę w rozprzestrzenianiu się ostatniego kryzysu finansowego, głównie z powodu ich charakteru bilateralnego, wysokiego stopnia skomplikowania, a przede wszystkim braku przejrzystości ekspozycji głównych uczestników rynku.

### ■ Wojciech Sikorzewski

Sytuacja ta znalazła swoje odbicie w reakcji prawodawców i regulatorów – zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej. I tak, po serii badań, raportów i konsultacji prawodawcy po obu stronach Atlantyku podjęli się wprowadzenia nowych ram prawnych funkcjonowania rynków derywatów pozagiełdowych. Impulsem dla tych działań były postanowienia szczytu G-20 w Pittsburgu. Przywódcy państw tej grupy wezwali do reformy infrastruktury rynków derywatów OTC poprzez skierowanie transakcji na najbardziej standardowych kontraktach na rynki zorganizowane i wprowadzenie na większości tych kontraktów rozliczeń przez centralne izby rozliczeniowe. Ma to na celu ograniczenie i nadzór nad ryzykiem systemowym, jaki mogą stwarzać te instrumenty.

W Stanach Zjednoczonych nowe ramy prawne wyznaczyła ustawa autorstwa kongresmenów Dodda i Franka tzw. *Dodd-Frank Act*. Ustawa ta została podpisana przez prezydenta Obamę w lipcu 2010 r., a jej dyspozycje zostaną progresywnie wdrożone do końca bieżącego roku. Jeśli chodzi natomiast o UE, to Komisja Europejska zaproponowała (we wrześniu ubiegłego roku) „rozporządzenie w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych [sic!] i repozytoriów transakcji”. Propozycja ta jest również znana

jako regulacja EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*). Ostateczna wersja rozporządzenia ukaże się po zakończeniu procesu konsultacji między Komisją, Parlamentem i Radą Europejską (według procedury tzw. trilogu). Obserwatorzy przewidują, iż końcowe rozporządzenie wejdzie w życie pod koniec 2011 r.

*Dodd Frank Act* ma szerszy zakres niż propozycja rozporządzenia EMIR, gdyż poza przepisami regulującymi rynek derywatów OTC wprowadza jeszcze instytucje mające na celu monitorowanie i zapobieganie nadmiernemu ryzyku systemowemu (*Financial Stability Oversight Council* i *Office of Financial Research*) oraz nadzór finansów konsumenckich (w ramach *Consumer Financial Protection Bureau*), jednak w obszarze derywatów pozagiełdowych duch obu propozycji jest ten sam. Różnice tkwiące w szczególności mogą mieć jednak duże znaczenie dla funkcjonowania rynków derywatów OTC, jak i dla innych sektorów rynków finansowych. Jeśli chodzi o infrastrukturę rynków pozagiełdowych instrumentów pochodnych to obydwa akty prawne przewidują co do zasady obowiązkowe scentralizowanie rozliczeń standardowych transakcji pochodnych przez centralne izby rozliczeniowe (*central counterparties CCP*) i wymagają, aby wszystkie transakcje (zarówno te rozliczane przez CCP, jak i inne) były zgłaszane do autoryzowanego repozytorium transakcji.

### Jakie kontrakty są standardowe?

Istotną kwestią jest określenie, jakiego typu kontrakty należy uznać za dostatecznie standardowe, aby podlegały obowiązkowi rozliczenia przez CCP. Proponowane podejście jest dwojakie: z jednej strony oddolnie, gdzie to CCP decyduje o rozliczaniu określonych kontraktów i uzyskuje na to zezwolenie właściwego organu, czyli w przypadku Unii Europejskiej nowo powstałej ESMA (*European Securities Market Authority* – Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych). System ten uzupełniony jest o podejście odgórne, zgodnie z którym to ESMA wspólnie z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego ustalają, jakie kontrakty powinny podlegać obowiązkowi rozliczania. Proces ten pozwala zidentyfikować i ująć w należyte ramy te kontrakty, które nie są jeszcze rozliczane przez CCP. Procedura ta jest zbliżona do tej ujętej w ustawie Dodda-Franka, gdzie rolę nadzorca i decydenta w rozliczaniu kontraktów przez CCP pełni CFTC (*Commodities Futures Trading Commission* – agencja federalna w Stanach Zjednoczonych Ameryki sprawująca kontrolę nad amerykańskimi rynkami kontraktów terminowych). Ponadto EMIR proponuje zwiększenie wymogów operacyjnych i ostrożnościowych dla CCP. Projekt rozporządzenia zaleca jak najwyższą przejrzystość procesów operacyjnych

i wprowadzenie procedur identyfikacji i rozwiązywania ewentualnych konfliktów interesów dotyczące własności CCP.

Zaostrzenie norm ostrożnościowych polega na zwiększeniu obowiązkowych wymogów kapitałowych, wprowadzeniu obowiązkowych funduszy kompensacyjnych (do których będą uiszczać składki wszyscy członkowie izby) i na odpowiedniej segregacji aktywów kontrahentów w celu zapewnienia płynności centralnej izbie rozliczeniowej w przypadku upadłości jednego z członków. Dyspozycje te dotyczą zarówno CCP działających na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, jak i izb rozliczających instrumenty będące przedmiotem obrotów na rynkach pierwotnych. Należy nadmienić, iż kontrahenci niefinansowi (korporacyjni) nie będą w zasadzie podlegać regułom omawianych aktów prawnych, chyba że ich pozycje na pozagiełdowych instrumentach pochodnych będą uznane za znaczące, czyli za posiadające znaczenie systemowe. Ze względu na założenie, że ich działalność związana z instrumentami pochodnymi obejmuje te bezpośrednio związane z prowadzoną przez nich działalnością gospodarczą, a nie spekulacją (Dodd-Frank opisuje to jako „*bona fide hedging*”), ich po-

## Zabezpieczenia kontrahentów

Aby zapewnić sprawne zarządzanie ryzykiem, izby rozliczeniowe są zmuszone żądać od swoich kontrahentów zabezpieczeń posiadanych pozycji w formie depozytów początkowych lub wezwań do uzupełnienia depozytu codziennie lub nawet dwukrotnie w ciągu dnia. Należy zwrócić przy tym uwagę na fakt, iż dotychczasowe transakcje OTC w większości przypadków (ok. 70 proc. wg ISDA) również wymagały założenia depozytów zabezpieczających. Dla większości operatorów zmianą nie będzie zatem sam fakt wprowadzenia depozytów zabezpieczających, ale ich zwiększona skala i częstotliwość. Znaczący operatorzy rynkowi posiadają odpowiednie struktury dla spełnienia wysokich częstotliwości tych wezwań. Jednak w przypadku mniejszych podmiotów, takich jak małe banki lub firmy inwestycyjne, wymóg ten może okazać się trudny do spełnienia. Niektóre firmy mogą nie mieć zdolności operacyjnej do zarządzania zmianą wartości depozytu zabezpieczającego w częstotliwości dziennej i mogą nie mieć wystarczającej płynności, aby je wykupić. Te zwiększo-

rozliczeniowej może spowodować silny popyt na te aktywa i przyczynić się do zakłócenia równowagi ich cen.

## Nadzieja dla inwestorów

Rynek instrumentów pochodnych ma również bardzo innowacyjny charakter, który czyni go atrakcyjnym dla inwestorów, jednak nadmierna normalizacja kontraktów wymuszona przez obowiązek korzystania z centralnej izby rozliczeniowej może zmniejszyć tę atrakcyjność lub wręcz przeciwnie – zachęcać do tworzenia specjalnych kontraktów pozwalających na ominięcie tego wymogu. W tym przypadku oczekiwane korzyści w zakresie zarządzania ryzykiem i poprawy przejrzystości transakcji zostaną znacznie osłabione przez zachowania uczestników rynku. Dlatego trudno jest nałożyć obowiązek rozliczania poprzez CCP większości pozagiełdowych instrumentów pochodnych bez naruszania ich ekonomicznej użyteczności lub wymuszenia na operatorach wykorzystania strategii mających na celu ominięcie wymogów ustawy. Uczestnicy rynku powinni zachować możliwości korzystania z kontraktów dostosowanych do ich potrzeb. Niemniej jednak, kontrakty takie, z założenia o bardzo niskiej standaryzacji, a więc i płynności, powinny pozostać dostępne dla uczestników rynku z zachowaniem odpowiednich procedur zarządzania ryzykiem i być odpowiednio zabezpieczone kapitałowo. Może to jednak zwiększyć ich koszty w stosunku do kontraktów standardowych.

## Optymalna liczba izb rozrachunkowych

Silna presja regulatorów na rozwój centralnych izb rozrachunkowych dla derywatów OTC otworzyła nowe pole do refleksji nad strukturą tego rynku i nad optymalną liczbą izb dla danej klasy aktywów. W ramach tej debaty, jedna grupa analityków, takich jak Duffie i Zhu, kładzie nacisk na konieczność powstania jednej globalnej izby rozliczeniowej dla każdej klasy aktywów lub nawet jednej globalnej izby wieloproduktowej. Pozwoliłoby to, ich zdaniem, na maksymalizację efektu kompensacji i co za tym idzie na redukcję ekspozycji na ryzyko operatora. Ponadto infrastruktura rynku izb rozliczeniowych jest zbliżona do konfiguracji monopolu naturalnego,

## Prawodawcy po obu stronach Atlantyku podjęli się wprowadzenia nowych ram prawnych funkcjonowania rynków derywatów pozagiełdowych. Impulsem były postanowienia szczytu G-20 w Pittsburgu.

zycje nie są objęte omawianymi przepisami poza przypadkami operatorów o znaczeniu systemowym. Ustawa Dodd-Frank i propozycja EMIR mają na celu wspieranie przejrzystości i bezpieczeństwa w międzynarodowym systemie finansowym. Są one niewątpliwie istotnym krokiem w tym kierunku. Nie oznacza to jednak, że proponowane rozwiązania należy traktować jako panaceum na wszelkie problemy dotyczące świata pozagiełdowych produktów pochodnych. Wątpliwości budzą zagadnienia dotyczące zarządzania zabezpieczeniami kontrahentów, innowacyjności rynków pozagiełdowych, liczby izb rozrachunkowych, ich zabezpieczeń oraz dostępu do usług banków centralnych.

ne potrzeby płynności mogą mieć również hamujący wpływ na zarządzanie ryzykiem. Ostatecznie mogą one być spełnione za pomocą dodatkowych linii kredytowych, co tylko powoduje zmianę ryzyka rynkowego na ryzyko kredytowe kontrahenta. Ponadto zużycie pieniądza na zabezpieczenia przez izby rozrachunkowe może mieć pośredni wpływ na inne klasy aktywów. Zabezpieczenie pozycji kontrahenta może mieć formę gotówki, jak również papierów dłużnych o ograniczonym ryzyku emitenta, takich jak dłużne papiery skarbowe z krajów o wysokim ratingu. W przypadku silnych napięć rynkowych znacząca liczba wezwań wobec dużej liczby kontrahentów izby

gdzie wobec wysokich kosztów stałych i znikomej wysokości kosztów zmiennych największe korzyści skali, a więc minimalizację kosztów jednostkowych, osiąga się gdy na rynku działa jeden operator. Inni analitycy podkreślają natomiast korzyści płynące z rozwiązania opartego na większej liczbie izb rozliczeniowych, głównie wynikające z ograniczenia ryzyka nadużyć przywilejów monopolisty. Rozwiązanie to łagodzące negatywny wpływ monopolu na efektywność sektora, może jednak prowadzić do nadmiernego rozdrobnienia i w końcu do niewydolnej ekonomicznie infrastruktury rynkowej.

Rozwój współpracy pomiędzy izbami rozliczeniowymi – tzw. interoperacyjność jest czasami przedstawiana jako sposób na ograniczenie negatywnych skutków rozdrobnienia izb rozliczeniowych, bez ponoszenia ryzyka związanego z jedną izbą ogólnosiątkową. System ten jest często przedstawiany jako najbardziej adekwatny dla infrastruktury europejskiej. Ale szczegółowa analiza ryzyka związanego z tego typu organizacją infrastruktury rynkowej wykazuje, że należy zachować szczególną ostrożność wobec rozwiązań tego typu. Po pierwsze, interoperacyjność wydaje się intuicyjnie sprzeczna z istotą zadań izb rozrachunkowych, których celem jest uproszczenie sieci stosunków pomiędzy zainteresowanymi kontrahentami na rynku. Interoperacyjność zamiast tego przywraca złożoność i tworzy nowe współzależności między izbami rozliczeniowymi. Należy dodać, że ryzyka spowodowane przez tego typu zależności są szczególnie trudne do oszacowania i co za tym idzie do zarządzania. Interoperacyjność wymaga również kontroli ryzyka systemowego, które byłoby wywołane przez dysfunkcję lub co gorsza upadłość jednej z izb rozrachunkowych będącej w sieci wzajemnych połączeń. Określenie dodatkowych środków niezbędnych na pokrycie tego ryzyka wymaga rozważenia hipotezy wysokiej niestabilności pozycji między izbami, co jest trudniejsze do określenia i modelowania niż zachowanie poszczególnych kontrahentów wobec izb rozliczeniowych.

Kwestia optymalnej liczby izb rozliczeniowych dla instrumentów pochodnych OTC każe również zastanowić się nad dostępem do tych rynków dla uczestników z krajów nieposiadających własnych izb rozliczeniowych. Izbę rozliczeniową

o zasięgu globalnym stawiają bardzo restrykcyjne wymogi pod względem finansowym i ratingowym, co może być trudne do spełnienia przez banki i inne instytucje finansowe z tych krajów. Wymusi to zatem na nich korzystanie z usług pośredników o większych zasobach finansowych będących członkami izb rozliczeniowych, co jednak naraża te instytucje na ponoszenie ryzyka kontrahenta. Klienci Lehman Brothers zdają sobie z tego sprawę nad wyraz dobrze. Wprawdzie wprowadzenie oddzielnych pozycji dla poszczególnych klientów członków – kompensatorów izby rozliczeniowej pozwala na lepsze ich zabezpieczenie, m.in. poprzez ich ewentualne przeniesienie w przypadku upadłości jednego członka izby do innego członka

## Derywaty OTC, w szczególności kredytowe, odegrały znaczącą rolę w rozprzestrzenianiu się ostatniego kryzysu finansowego.

– kompensatora, to jednak rozwiązanie to zwiększa koszty działania systemu korzystania z izb rozliczeniowych i może podważyć ekonomiczny sens korzystania z usług tego typu pośredników.

### Zarządzanie ryzykiem izb rozliczeniowych

Zarówno propozycja EMIR, jak i ustawa Dodd-Frank nakładają na izby rozliczeniowe obowiązek wprowadzenia trójstopniowego systemu zabezpieczeń. Pierwszy stopień stanowią depozyty zabezpieczające składane w izbach przez członków izby w imieniu swoich klientów. Drugim stopniem jest fundusz kompensacyjny, do którego składki będą uiszczać członkowie izby, a którego środki będą użyte w przypadku niewystarczającej ilości depozytów zabezpieczających. Trzecim elementem są kapitały własne izby. O ile pierwszy stopień nie budzi poważniejszych zastrzeżeń co do zasady, to należy wziąć pod uwagę problemy dotyczące jakości informacji, w szczególności cen niezbędnych do ustalenia poziomu depozytów zabezpieczających.

Osobną kwestią jest uzależnienie wysokości depozytów od stopnia koncentracji uczestników rynku (ponadto niektórzy obserwatorzy mają zastrzeżenia do procykliczności reguł ustanawiających wysokość depozytów). Drugi stopień zabezpieczeń również wywołuje dyskusje wśród ekspertów, gdyż nierozwiązana pozostaje kwestia stworzenia jednego funduszu kompensacyjnego dla różnych kategorii aktywów lub utworzenia funduszy odpowiadających poszczególnym kategoriom aktywów. Pierwsze rozwiązanie pozwala na lepsze wykorzystanie efektów dywersyfikacji ryzyka, jednak powoduje ono również to, że niektórzy członkowie izby niedziałający na rynku danej kategorii aktywów są jednak zobowiązani do poniesienia części ryzyka związanego z tą kategorią aktywów. Trzeci stopień zabezpieczeń obejmuje kapitały własne izb, co prowadzi do pytania o los izby i poziom ryzyka systemowego w razie ich niewystarczalności. Obecnie trwa dyskusja nad rolą banków centralnych jako ostatecznych gwarantów zobowiązań izb, poprzez udostępnienie izbom usług banku centralnego (zwłaszcza dostęp do źródeł finansowania krótkoterminowego i możliwości lokowania nadmiarów płynności). W kontekście następstw kryzysu w 2008 r. debata przesuwała się z kwestii „czy” dopuścić izby do usług banku centralnego, w stronę pytań o to, „jak” dopuścić izby, aby w pełni zachować mechanizm ich samokontroli, przy jednoczesnym ograniczeniu do minimum ryzyka systemowego.

Przykład bankructwa izby rozliczeniowej paryskiej giełdy towarowej z lat siedemdziesiątych ubiegłego stulecia w następstwie silnych wahań kursowych kontraktów terminowych na cukier świadczy o tym, że ryzyko to nie jest tylko teoretyczne.

Sądzić jednak można, że EMIR uporządkuje infrastrukturę rynku, zmniejszając ryzyko systemowe związane z rozliczeniami na tym rynku, nie zapominając, że to nie wadliwa infrastruktura, ale brak należytej oceny ryzyka przez inwestorów była podstawowym źródłem kryzysu. A nikt, nawet szejik, car lub emir nie jest w stanie zmusić inwestorów do zachowania zdrowego rozsądku wbrew im samym. ■

*Autor, dr nauk ekonomicznych, pracuje jako analityk w Dziale Nadzoru i Kontroli Ryzyka w PKO TFI.*

# Już w czerwcu

rozstrzygnięcie

## Rankingu

## 50 największych

## banków w Polsce

- Profesjonalnie przygotowana publikacja
- Specjalna uroczystość w Hotelu InterContinental w Warszawie
- Panel dyskusyjny - Forum Sektora Finansowego

**KONTAKT W SPRAWIE REKLAMY**

[reklama@wydawnictwocpb.pl](mailto:reklama@wydawnictwocpb.pl)



**Największych  
banków  
w Polsce**

ORGANIZATOR  
**BANK**  
MIEŚCIECZNIK FINANSOWY

## ZAPRASZAMY DO WSPÓŁPRACY