

Ireneusz Dawid Książek*

Prawne i ekonomiczne ryzyka obowiązku rozliczania instrumentów pochodnych na rynku pozagiełdowym (OTC) poprzez centralnego kontrahenta (CCP).

Streszczenie

Ostatni kryzys finansowy skierował wzrok regulatorów na derywaty. Znakomitą ich część stanowiły dwustronne umowy na rynku OTC. Stąd próba stworzenia mechanizmów kontroli i utrzymania przejrzystości pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych, związanego z dużym ryzykiem pojedynczych transakcji jak i ryzykiem systemowym. Działania te w UE przyjęły postać rozporządzenia EMIR. Rozwiązania europejskie przejawiały się w obowiązku rozliczania pewnych klas instrumentów pochodnych na rynku OTC przez centralnego kontrahenta (CCP) oraz w konieczności ich zgłaszania do repozytoriów transakcji.

Praca podejmuje omówienie ryzyk prawnych i ekonomicznych związanych ze wspomnianą regulacją i działaniem CCP. Nastąpił transfer ryzyka, które do tej pory ponosiły inne instytucje finansowe na CCP. Przykładowo ryzyko niewypłacalności kontrahentów w przypadku derywatów oraz silne powiązanie CCP z innymi podmiotami na rynku finansowym powoduje, że z natury stały się one podmiotami systemowo istotnymi. W związku z tym należy odpowiedzieć na pytanie, czy będzie dotyczył ich problem m.in. hazardu moralnego. Omówienie ryzyk zostało dokonane poprzez analizę założeń regulatora mających na celu zapewnienie stabilności rynkom finansowym i zestawienie ich z funkcjonowaniem rynku CCP. Autor dokonał także analizy przepisów EMIR i aktów związanych z tym rozporządzeniem oraz raportów ESMA (European Securities and Markets Authority).

Słowa kluczowe: EMIR, ESMA, ryzyko systemowe, hazard moralny, CCP, instrumenty finansowe, instrumenty pochodne, OTC, nowacja rozliczeniowa, izba rozliczeniowa.

* Autor jest studentem IV roku Prawa i II roku Ekonomii na Uniwersytecie Jagiellońskim w Krakowie.

1. Wstęp

Globalny kryzys finansowy w 2008 roku skierował wzrok regulatorów na instrumenty pochodne. Stało się tak, ponieważ derywaty były jedną z głównych przyczyn zawirowań na rynkach finansowych, a rynek pozagiełdowy tych instrumentów przed kryzysem odnotował gwałtowny rozwój. Brak przejrzystości tego sektora rynku finansowego, duża niepewność z nim związana oraz wzajemna sieć powiązań powodowała, że nawet stosunkowo nieduże instytucje finansowe mogły być zagrożeniem dla stabilności systemu w przypadku ich upadłości. Właśnie ryzyko niewypłacalności jednej ze stron kontraktu i możliwego „zarażania” innych instytucji jest stałą cechą rynku instrumentów pochodnych, która ujawniła się w przypadku funduszu LTCM (*Long-Term Capital Management*), czyli znacznie wcześniej niż w 2008 roku. W przypadku, gdy instytucja posiadająca instrumenty pochodne łączące ją ze znaczną liczbą kontrahentów ogłosi upadłość, jej niezabezpieczeni wierzyciele z tego tytułu będą musieli dochodzić swoich praw na zasadach ogólnych. Likwidacja aktywów instytucji finansowej wzmaga często poczucie braku stabilności na rynku zwłaszcza w przypadku ich znacznej wartości, co może spowodować zawirowania rynkowe i nikłe szanse na zaspokojenie wierzycieli. Ponadto będą oni zmuszeni ponieść wydatki związane z zamknięciem pozycji odpowiadających kontraktom, w których stroną był upadający podmiot, lub z zawarciem nowych kontraktów przenoszących ryzyko¹. Jeśli straty w takiej sytuacji będą wystarczająco duże może się ujawnić wspomniany efekt „zarażania”, który zostanie szczegółowo omówiony w dalszej części pracy.

Stąd w 2009 roku grupa G20² na szczycie w Pittsburghu³ zdecydowała o reformie rynku pozagiełdowego (dalej rynku OTC – *over-the-counter*) derywatów, przejawiającej się w zwiększeniu transparentności poprzez zgłaszanie instrumentów pochodnych do repozytoriów transakcji, wymogu rozliczania derywatów OTC poprzez kontrahenta cen-

¹ Studium przypadku LTCM opisują m.in.: Siddharth Prabhu, *Long-Term Capital Management: the dangers of leverage*, Durham 2001; A. N. Rechtschaffen, *Capital Markets, Derivatives and the Law* (Rechtschaffen, Trichot), Nowy York 2014, s. 150-151, I. Anabtawi, S. L. Schwarcz, *Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework*, *Notre Dame Law Review*. 4/2011, s. 1349.

² Grupa 19 państw oraz Unia Europejska, której celem jest dyskusja nad wspólną polityką finansową. Członkowie spotykają się raz do roku, a ich reprezentantami są ministrowie finansów.

³ Zob. informacja na temat szczytu: <http://www.g20.org/English/Documents/PastPresidency/201512/P020151225615583055801.pdf>.

tralnego⁴ oraz wprowadzeniu obowiązku stosowania technik ograniczania ryzyka⁵. Plan zakładał zakończenie reformy w 2012 roku, a jej założenia zostały wdrożone poprzez ustawę Dodda-Franka w USA⁶ i rozporządzenie EMIR z 4 lipca 2012 r.⁷ w UE.

Przedmiot moich rozważań będą stanowiły możliwe niepożądane skutki związane z unijną regulacją obowiązku korzystania z usług centralnego kontrahenta w przypadku derywatów. Wywód rozpocznę od omówienia pojęcia centralnego kontrahenta oraz klas derywatów objętych obowiązkiem rozliczania przez CCP. Następnie przejdę do kluczowej części referatu, w której zidentyfikuję prawne i ekonomiczne zagrożenia związane z obowiązkiem rozliczania instrumentów pochodnych poprzez CCP.

2. Czym jest CCP i na czym polega jego działanie?

Centralny kontrahent (CCP) zgodnie z art. 2 rozporządzenia EMIR to osoba prawna, która działa pomiędzy kontrahentami kontraktów będących w obrocie na co najmniej jednym rynku finansowym, stając się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy. CCP musi spełniać wymogi określone w wymienionym akcie prawnym oraz uzyskać zezwolenie odpowiedniego organu nadzoru (w Polsce Komisji Nadzoru Finansowego). Wymogi dotyczące tych instytucji obejmują: kapitał założycielski w wielkości minimum 7,5 mln euro, proporcjonalność kapitałów własnych do ryzyka działalności, spełnianie standardów technicznych określonych przez Komisję Europejską. Wstąpienie kontrahenta centralnego w stosunek prawny pomiędzy stroną długą i krótką w kontrakcie pochodnym polega na uregulowanej w dniu 4 sierpnia 2012 r. w prawie polskim nowacji rozliczeniowej (art. 45h ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Przyjęcie kontraktu do rozliczenia w ten sposób powoduje wygaśnięcie kontraktu pochodnego pomiędzy dotychczasowymi stronami oraz zawarcie dwóch nowych kontraktów o odpowiedniej treści

⁴ W literaturze pojawia się również pojęcie centralnego kontrpartnera (partnera) jednak autor używa terminu użytego w rozporządzeniu EMIR. Zob. Art. 1 wspomnianego rozporządzenia oraz J. Szewczyk, *Nowacja rozliczeniowa transakcji derywatowych*, PPH 1/2014; Zdaniem autora różnica wynika wyłącznie z przyjętego tłumaczenia z jęz. ang. wyrażenia *central counterparty* stąd terminy te należy uznać za równoważne.

⁵ Mowa o rekuncylacji i kompresji portfela, które zostaną krótko opisane w dalszej części pracy.

⁶ Akt prawny dostępny na stronie: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>.

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. U. UE L 201/1).

między CCP a każdą ze stron. J. Szewczyk⁸ wskazuje na gwarancyjny charakter działania krajowego CCP, gdy z istoty nowacji powinien on przejmować całość ryzyka związanego z wykonaniem kontraktu⁹. Interpretacja ta pomimo niejasności terminologicznych jest zgodna z art. 45 rozporządzenia EMIR, który wyraźnie stanowi, że CCP ryzyko strat ponieść dopiero w sytuacji niewykonania zobowiązania przez danego uczestnika transakcji. Na czysto rozliczeniowy charakter nowacji wskazuje T. Sójka¹⁰, który odróżnia stosunek transakcyjny pomiędzy stronami pierwotnego kontraktu od stosunków prawnych powstałych po dokonaniu nowacji. Centralny kontrahent powinien wykorzystać przede wszystkim środki wniesione przez podmiot odpowiedzialny za naruszenie kontraktu, w który wstąpił centralny kontrahent. Należy zatem uznać, że działalność CCP w przypadku derywatów na rynku pozagiełdowym ma charakter pośredniczący i quasi-gwarancyjny pomimo wygaśnięcia umowy kreującej instrument pochodny pomiędzy stronami wraz z jej przyjęciem do rozliczenia. Ważnym elementem nowacji rozliczeniowej jest wykonanie powstałych w ten sposób zobowiązań poprzez netting, którego istota zostanie wyjaśniona w dalszej części pracy. Należy wspomnieć, że na krajowym rynku funkcję centralnego kontrahenta pełni KDPW_CCP S.A.

Działanie centralnego kontrahenta ma minimalizować ryzyko związane z niewykonaniem kontraktu (ryzyko transakcyjne). W sytuacji, gdy jedna ze stron pierwotnej umowy nie będzie w stanie spełnić zobowiązań, ich wykonanie będzie zapewniane przez CCP, który jest zobowiązany posiadać rezerwę na pokrycie strat przekraczających depozyty zabezpieczające. CCP powinien określić zarówno depozyt zabezpieczający jak i minimalny w wysokości gwarantującej wykonanie zobowiązań bez korzystania z innych środków. Zazwyczaj depozyty mają taką wysokość, która będzie w stanie pokryć rozliczenia wynikające z wahań wartości instrumentu bazowego w okresie do wygaśnięcia derywatu. Depozyt zabezpieczający to określona część wartości kontraktu, którą strona zobowiązana z kontraktu musi zablokować u CCP w celu dziennego ustalania sald stron umowy. Kontrakty dotyczące instrumentów pochodnych rozliczane są przez CCP w formule *marking to market*, która polega na codziennej wycenie danego instrumentu i wzajemnym rozliczeniu stron każdego dnia

⁸ Zob. J. Szewczyk, *Nowacja ...op. cit.* s. 58-59.

⁹ Ryzyko rozrachunku (*settlement risk*).

¹⁰ T. Sójka, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Komentarz do art. 45h ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, LEX 2015.

istnienia instrumentu pochodnego. Depozyt minimalny to część wartości kontraktu mniejsza lub równa depozytowi zabezpieczającemu, poniżej której nie może spaść saldo na koncie strony kontraktu. W przypadku, gdy stan środków na koncie spadnie poniżej depozytu minimalnego, CCP powinien wezwać stronę do uzupełnienia depozytu. Jeśli strona nie dokona tego w wymaganym przez CCP czasie, centralny kontrahent ma prawo zamknąć pozycję strony na danym kontrakcie. Zamknięcie pozycji polega na zawarciu przeciwstawnego kontraktu o identycznych warunkach i tym samym terminie wygaśnięcia. W wyniku tej konstrukcji, zobowiązania strony na takiej parze instrumentów pochodnych będą się wzajemnie znosić, stąd efekt będzie podobny do sytuacji, w której strona nie posiada żadnego derywatu.

Zmniejszenie ryzyka dla członków nieuczestniczących w transakcji zapewnia także kaskadowy sposób pokrywania strat w przypadku niewykonania zobowiązania, który przewidziany został w art. 45 rozporządzenia EMIR. W pierwszej kolejności stratę pokrywa się z depozytów zabezpieczających wniesionych przez członka rozliczającego kontrakt. Depozyty te powinny być w stanie pokryć większość strat wynikłych z niewykonania zobowiązań przez członków CCP w danym horyzoncie czasowym. Następnym stopniem zabezpieczenia są składki na fundusz na rzecz niewykonania zobowiązań wniesione przez członka CCP niewykonującego zobowiązań, a gdy suma w ten sposób uzyskana okaże się niewystarczająca, CCP powinien użyć środków z funduszu pochodzących od innych członków rozliczających. Przed skorzystaniem z ostatniej grupy środków centralny kontrahent powinien użyć własnych rezerw celowych. Zabronione jest pokrywanie strat z depozytów zabezpieczających stron innych kontraktów przejętych przez CCP. Na centralnych kontrahentów nałożony jest także wymóg ścisłej kontroli ryzyka działalności. Po pierwsze, zabezpieczenia przyjmowane przez CCP powinny być wysoce płynne i o maksymalnie niskim ryzyku kredytowym i rynkowym. Zatem w grę będą tu wchodziły przede wszystkim środki pieniężne i obligacje państw o wysokim ratingu inwestycyjnym. Po drugie, CCP własne środki finansowe może lokować jedynie w środki pieniężne lub instrumenty finansowe o cechach identycznych jak te, które może przyjmować na zabezpieczenie. Rozwiązania te mają na celu, poza ograniczeniem ryzyka działalności, umożliwienie szybkiego (i w miarę możliwości ograniczającego straty) upłynnienia aktywów stanowiących zabezpieczenie lub będących inwestycjami CCP. Taka konieczność może przykładowo zaistnieć w wypadku wspomnianego już kaskadowego pokrywania strat.

3. Jakie kontrakty podlegają obowiązkowi rozliczania?

3.1. Wymogi przedmiotowe

O ile zgłoszeniu do repozytoriów transakcji podlegają wszystkie kontrakty pochodne na rynku OTC, to obowiązek rozliczania obejmuje wyłącznie instrumenty o określonych cechach:

- a) wystarczający stopień standaryzacji ich warunków oraz procesów operacyjnych - kontrakt będzie spełniał te cechy w sytuacji, gdy jego warunki są kształtowane na rynku w sposób jednolity, a także nie pozostawiają wątpliwości procedury jego zawierania i wykonania; standaryzacja ta przejawia się zatem przede wszystkim w postaci wyboru instrumentu bazowego, czy sposobu wyliczenia należności stron;
- b) płynność i wolumen pozwalające na ich rozliczanie poprzez CCP - wymóg ten oznacza możliwość szybkiego otwierania i zamykania pozycji na danym kontrakcie pochodnym oraz odpowiedni ich wolumen, czyli łączną wartość wszystkich kontraktów danej klasy obecnych na rynku;
- c) dostępność wiarygodnych informacji o ich wycenach na podstawie wartości rynkowej albo na podstawie odpowiedniego modelu - wiarygodność informacji o wycenie instrumentu finansowego ma niebagatelne znaczenie dla jego kwalifikacji do rozliczenia w CCP; możliwość rynkowej czy modelowej wyceny wiąże się z płynnością danego derywatu, ułatwia ona także ocenę ryzyka zarówno przez kontrahentów jak i CCP.

W przypadku określania klas instrumentów kwalifikujących się do rozliczenia pojawiły się dwa podejścia. Podejście „od dołu” wiąże się z określaniem klas podlegających obowiązkowi rozliczania na podstawie klas derywatów już rozliczanych przez CCP. Z kolei podejście „od góry” polega na identyfikacji klasy wymagającej clearing¹¹ poprzez centralnego kontrahenta przez ESMA¹² w grupie derywatów, których nie rozlicza żaden CCP. Następnie Komisja Europejska powinna wydać standardy techniczne określające dane klasy

¹¹ *Clearing* – pojęcie równoznaczne rozliczaniu obecne w języku finansowym. Inaczej kompensacja wzajemnych zobowiązań stron przez podmiot zabezpieczający transakcję (izbę rozliczeniową). W pracy pojęcia te będą stosowane zamiennie.

¹² ESMA – *European Securities Market Authority* (Europejski Urząd Nadzoru Papierów Wartościowych i Giełd).

derywatów. Obecnie w ramach tych procedur obowiązkowi rozliczenia poddano kontrakty: *basis swap*¹³, *fixed to float swap*¹⁴, FRA¹⁵, OIS¹⁶ na euro, funta brytyjskiego, jena i dolara amerykańskiego oraz CDS index¹⁷. Zaproponowano również objęcie obowiązkiem rozliczania kontraktów FRA i *fixed to float swap* na koronę norweską, koronę szwedzką i złotego¹⁸.

3.2. Wymogi podmiotowe

Zgłoszenie konkretnego kontraktu jest zależne od statusu podmiotu będącego stroną kontraktu. Obowiązkowi temu podlegają kontrakty, w których stronami są:

- a) dwaj kontrahenci finansowi w rozumieniu rozporządzenia EMIR (FC)¹⁹,
- b) kontrahent finansowy i kontrahent niefinansowy, którego zobowiązanie z kontraktu przekracza wartość progową dla określonej klasy derywatów (NFC+)²⁰,
- c) dwóch kontrahentów NFC+,
- d) NFC+ lub FC oraz kontrahent z poza EOG, który mając siedzibę w EOG byłby objęty wspomnianym obowiązkiem.

Przez okres trzech lat od wejścia w życie rozporządzenia EMIR, obowiązkowi rozliczenia nie podlegały instrumenty pochodne rynku OTC, co do których można było obiektywnie stwierdzić, że zmniejszają ryzyko inwestycji bezpośrednio związane z wypłacalnością finansową systemu programów emerytalnych zdefiniowanych

¹³ Swap stóp procentowych, w którym obie stopy procentowe są stopami zmiennymi.

¹⁴ Swap stóp procentowych, w którym jedna ze stóp jest stopą stałą a druga zmienną.

¹⁵ Kontrakt na różnicę stopy procentowej.

¹⁶ Swap bazujący na stopie overnight.

¹⁷ Swap ryzyka kredytowego danego indeksu giełdowego.

¹⁸ J.w.

¹⁹ Skróty w nawiasach są zgodne z terminologią używaną przez ESMA: FC – kontrahent finansowy (*financial counterparty*), NFC+ – kontrahent niefinansowy (*non financial counterparty*), u którego wartość nominalna posiadanych derywatów przekracza wartość progową. Odpowiednio NFC – to kontrahent niefinansowy, który nie podlega obowiązkowi rozliczania kontraktu poprzez CCP.

²⁰ Progi (*thresholds*) określa art. 11 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 149/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych, obowiązku rozliczania, rejestru publicznego, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego, Dz. U. UE L 52/11.

w rozporządzeniu. Wyłączenie to obejmowało zatem przede wszystkim fundusze emerytalne i dotyczyło tylko obowiązku rozliczania kontraktów poprzez CCP. Inne obowiązki jak np. konieczność zgłaszania wszelkich transakcji derywatowych do repozytoriów transakcji oraz stosowanie technik ograniczania ryzyka, miały przez ten okres zastosowanie do wszystkich instytucji podlegających rozporządzeniu EMIR.

Techniki ograniczania ryzyka związanego z derywatami są kolejną grupą kluczowych postanowień rozporządzenia EMIR, mających wpływać pozytywnie na bezpieczeństwo rynku OTC tych instrumentów finansowych. Wymóg rekonyliacji, czyli uzgadniania portfeli, został nałożony przez art. 11 wspomnianego rozporządzenia i dookreślony w art. 13 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) Nr 149/2013. Polega on na nałożeniu na strony pierwotnej transakcji pochodnej obowiązku uzgadniania zapisów danej transakcji w księgach rachunkowych, w szczególności jej wyceny. Uzgadnianie takie musi być dokonane w okresach określonych standardami technicznymi wydanym przez Komisję Europejską. Kompresja portfela to ostatni z obowiązków wprowadzonych rozporządzeniem EMIR. Został on wprowadzony przez art. 11 rozporządzenia EMIR i dookreślony w art. 14 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 149/2013. Na jego podstawie każdy kontrahent finansowy i niefinansowy, posiadający co najmniej 500 obowiązujących, zawartych z innym kontrahentem kontraktów pochodnych, będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane centralnie, posiada procedury dotyczące sprawdzania regularnie, a co najmniej dwa razy w roku, możliwości dokonania kompresji portfela w celu zmniejszenia ryzyka kredytowego kontrahenta i procedury dotyczące przeprowadzania takiej kompresji portfela. Kompresja ta w najprostszym ujęciu polega na zamknięciu zbędnych z punktu widzenia ryzyka kredytowego pozycji.

4. Ryzyka ekonomiczne związane z CCP

Wspomniane wymogi dotyczące CCP zmuszają te instytucje do swoistej awersji do ryzyka w prowadzeniu działalności polegającej na rozliczaniu transakcji derywatowych. Jednak możliwe jest wyodrębnienie kilku zagrożeń ekonomicznych związanych z instytucją centralnego kontrahenta. Za zagrożenie ekonomiczne (ryzyko ekonomiczne) uważam możliwość zaistnienia określonych zdarzeń o negatywnych skutkach gospodarczych wynikające z działalności podmiotów gospodarczych, funkcjonowania rynku lub zdarzeń losowych

mogących mieć wpływ na zachowania podmiotów uczestniczących w obrocie na rynku pozagiełdowym derywatów. Jednym z nich jest potencjalna nieskuteczność wprowadzenia CCP jako środka walki z ryzykiem systemowym²¹ wymieniana m.in. przez A. N. Rechtschaffena²² i B. Cœuré²³. Centralni kontrahenci są bowiem instytucjami z natury koncentrującymi w sobie ryzyko niewypłacalności stron kontraktu pochodnego. Ryzyko to będzie kumulowane w centralnym kontrahencie poprzez jego funkcję swoistego gwarantowania wykonania kontraktów przez wszystkich członków rozliczających. Niewykonanie swoich zobowiązań wynikających z derywatów przez jednego z nich może zatem spowodować potencjalne problemy finansowe CCP. Taka sytuacja będzie miała miejsce, jeśli derywaty posiadane przez niewypłacalnych członków rozliczających będą miały odpowiednio wysoką wartość. Problemy CCP jednak automatycznie stają się problemami całego systemu finansowego z powodu tego, że centralny kontrahent będzie centralnym punktem w sieci połączeń na rynku OTC derywatów. Będzie przypadkiem instytucji „*too interconnected to fail*”²⁴ czyli niebezpiecznych dla systemu finansowego właśnie z powodu sieci wzajemnych powiązań na tym rynku. Ewentualna niewypłacalność centralnego kontrahenta rozpocznie zatem „zarażanie” kolejnych instytucji finansowych. Zagrożenie niewypłacalnością CCP raport ESMA²⁵ ocenia jako niewielkie, jednak należy postulować stworzenie poza wspomnianymi wcześniej regulacjami ograniczającymi ryzyko dla CCP efektywnego modelu upadłości tych instytucji. Wspomniany raport ESMA wskazuje, że centralni kontrahenci mogą upaść w wypadku takiego splotu wydarzeń na rynku, który wraz z niewypłacalnością

²¹ Opis działania mechanizmu ryzyka systemowego podają I. Anabtawi, S. L. Schwarcz, *Regulating Systemic Risk: Towards An Analytical Framework*, 2011.

²² Zob. A. N. Rechtschaffen w: *Capital Markets...*, *op. cit.*, s. 240-241.

²³ Zob. B. Cœuré: *Risks in Central counterparties (CCPs)*, wypowiedź w czasie konferencji: "Mapping and Monitoring the Financial System: Liquidity, Funding, and Plumbing", zorganizowanej przez Office of Financial Research and Financial Stability Oversight Council, Washington DC, 23 stycznia 2014 r.

²⁴ Pojęcie „*too interconnected to fail*” omawiają na podstawie modelu ekonomicznego M. Gofman, *Efficiency and Stability of a Financial Architecture with Too-Interconnected-to-Fail Institutions*, University of Wisconsin Madison, 2016 oraz S. Markose, S. Giansante, M. Gatkowski, A. R. Shaghghi na podstawie modelu dotyczącego CDS w: *Too Interconnected Too Fail: Financial Contagion and Systemic Risk In Network Model of CDS and Other Credit Enhancement Obligations of US Bank*, University of Essex, 2009.

²⁵ Zob. Raport UE-wide CCP Stress test 2015 z 29 kwietnia 2016 r., dostępny na stronie: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-658_ccp_stress_test_report_2015.pdf.

członków CCP o dużych wartościach posiadanych derywatów będzie się łączył z nietypowymi zawirowaniami na rynku²⁶.

Problemem przynajmniej dla niektórych kontrahentów centralnych na rynku unijnym może być teoretycznie także duży stopień koncentracji ekspozycji związanych z jednym kontrahentem. Według wspomnianego raportu ESMA w przypadku 1 z 17 unijnych CCP niewypłacalność członka z największym udziałem wiązałaby się z dużym ryzykiem właśnie z powodu koncentracji ekspozycji na jednym członku rozliczającym. Pozostałe CCP w zależności od sposobu pomiaru nie mają tak bardzo skoncentrowanych zobowiązań. Jednak miary koncentracji nie uwzględniają możliwych powiązań pomiędzy członkami. Stąd można wyciągnąć wniosek, że CCP będzie spełniać funkcję tylko wtedy, gdy jego członkowie będą stabilni oraz rynek finansowy podlegający CCP będzie rynkiem o odpowiednich regulacjach dla utrzymania stabilności finansowej.

Wyniki stress testów wskazują, że większość strat wynikłych z powodu niewypłacalności strony zostanie pokryta przez depozyty zabezpieczające. W tym momencie pojawia się kolejne ryzyko związane z konkurencją na rynku CCP. Wielostronny *netting*²⁷ przynosi maksymalne korzyści w przypadku dużej liczby kontraktów rozliczanych przez CCP oraz gdy są one skoncentrowane w jednym centralnym kontrahencie²⁸. Stąd za korzystną zarówno dla CCP jak i członków rozliczających można uznać konsolidację rynku centralnych kontrahentów. Ponadto CCP zależy na jak największym wolumenie rozliczanych transakcji, ponieważ z tego uzyskują przychody. W związku z tym naturalną może się stać tendencja obniżania wspomnianych już wymagań dotyczących np. depozytów zabezpieczających, po to, aby zachęcić potencjalnych kontrahentów do korzystania z usług. Obniżanie tych wymagań oraz przewaga informacyjna członków rozliczających prowadzi do negatywnej selekcji²⁹. Członek rozliczający znając dokładnie ryzyko związane z posiadaniem kontrak-

²⁶ Za taki splot wydarzeń można uznać z pewnością kryzys z 2008 roku. Stąd nie należy całkowicie wykluczać możliwości pojawienia się problemów CCP nawet jeśli prawdopodobieństwo takiego zdarzenia jest bardzo małe.

²⁷ *Netting* jest pojęciem z jęz. finansowego oznaczającym wzajemne rozliczanie stron poprzez kompensację sald (potrącenie). W przypadku jej wielostronności polega ona na uzgadnianiu sald wszystkich członków CCP i transferze środków netto po tej operacji. Z pojęciem *nettingu* w nieco innym kontekście można się spotkać także w przypadku umowy *cash-poolingu* nieruchomościowego.

²⁸ Zob. D. Duffie, H. Zhu, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, p. 74-95, *Review of Asset Pricing Studies* (2011) 1.

²⁹ Działanie negatywnej selekcji wyjaśnia G. A. Akerlof, *The market for „lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics* 3/1970, s. 488-500.

tem będzie poszukiwał takiego centralnego kontrahenta, który oceni jego ryzyko jako możliwie najniższe, czyli zażąda mniejszego depozytu zabezpieczającego. W skrajnym wypadku CCP, chcąc zachęcić potencjalnych klientów, może oceniać część kontraktów jako mniej ryzykowne niż są w rzeczywistości. Z tego powodu CCP z najmniejszymi stawkami wymaganych depozytów będą posiadać w portfelu przyjętych do clearingu transakcji znaczny ich wolumen (korzystny dla centralnego kontrahenta), jednak obciążony także większym niż normalne ryzykiem. Wiele CCP rozlicza nie tylko derywaty podlegające obowiązkowi z rozporządzenia EMIR, ale także i inne ich klasy zaakceptowane przez ESMA. Większa liczba transakcji, możliwa konkurencja w postaci obniżania depozytów minimalnych, czy potencjalne konsolidacje mogą uczynić działanie CCP bardziej efektywnym. Jednak spowoduje to wzrost ich znaczenia dla systemu finansowego – staną się „*too big too fail*”. Pomimo surowych wymagań regulacyjnych stają się one podmiotem ryzyka wystąpienia tzw. pokusy nadużycia (hazardu moralnego, ang. *moral hazard*) ze strony instytucji rozliczających, ponieważ w przypadku sytuacji kryzysowej i zagrożenia bytu CCP podmioty publiczne mogą być skłonne do ich dofinansowania. W przypadku CCP będących instytucjami kredytowi problem powinna rozwiązać dyrektywa BRRD³⁰, która może umożliwić stosowanie środków uporządkowanej likwidacji (tzw. *resolution*) wobec takich centralnych kontrahentów. Dyrektywa ta jest odpowiedzią na sytuację ratowania instytucji finansowych z publicznych pieniędzy podczas ostatniego kryzysu finansowego. Jej głównym założeniem jest udział przede wszystkim wierzycieli i udziałowców instytucji kredytowej w jej stratach i ponoszenie ryzyka takiego zdarzenia³¹. Na potencjalny wzrost ryzyka systemowego wskazuje także ISDA³², która zwraca uwagę na niedoskonałość mechanizmów zabezpieczają-

³⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012, Dz. U. UE L 173/1.

³¹ Więcej o mechanizmie *resolution* zob. O. Szczepańska, A. Dobrzańska, B. Zdanowicz, *Resolution czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, NBP 2015, dokument dostępny na stronie: <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/Resolution.pdf>.

³² International Swap and Derivatives Association – organizacja zszerzająca uczestników rynku OTC derywatów.

cych CCP spowodowaną przede wszystkim różnym stopniem poinformowania uczestników rozliczania przez centralnego kontrahenta³³.

W tym właśnie aspekcie pojawia się kolejne ryzyko wystąpienia zdarzenia związanego z konkurencją na rynku CCP przejawiające się w tym, że część europejskich centralnych kontrahentów ma dostęp do pomocy płynnościowej oferowanej przez banki centralne. Możliwość taka istnieje z powodu łączenia funkcji CCP z funkcją instytucji kredytowej³⁴. Takie rozwiązanie, jeśli jest dostępne, przykładowo w razie złego zarządzania ryzykiem przez CCP, może wiązać się z ryzykiem wspomnianej pokusy nadużycia. Z drugiej strony takie zabezpieczenie w sytuacji krytycznej daje niektórym CCP przewagę konkurencyjną. W niektórych krajach przewidziano dostęp do pomocy płynnościowej poprzez wymóg prawny połączenia funkcji CCP z funkcją instytucji kredytowej. Te ostatnie zazwyczaj mają zapewniony dostęp do banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji (np. we Francji)³⁵. Innym rozwiązaniem może być proponowany przez IMF³⁶ dostęp do kredytu w banku centralnym dla centralnych kontrahentów, którzy nie są instytucjami kredytowymi. Konieczność dostępu do pomocy płynnościowej przez kontrahentów centralnych podnosił także Bank Rozrachunków Międzynarodowych w swoich opracowaniach. W tej sytuacji krajowy CCP (KDPW_CCP S.A.) nieposiadający możliwości kredytowania się w NBP w sytuacji kryzysowej stoi na gorszej pozycji niż konkurenci zagraniczni.

5. Prawne ryzyka obowiązku rozliczania niektórych instrumentów pochodnych z pomocą CCP

Ryzyka prawne istnieją przede wszystkim w wyłączeniach obowiązku rozliczania przez CCP kontraktów o niestandardowych warunkach. Możliwe jest tworzenie przez zainteresowane podmioty kontraktów o wysublimowanych warunkach, co uniemożliwi ich rozliczanie przez CCP. Ryzyko takie może dotyczyć zwłaszcza dużych dealerów in-

³³ Zob. C. Pirrong, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA Discussion Paper Series 1/2011, s. 14.

³⁴ Zob. M. Szpringer, W. Szpringer, *Kontrahenci centralni z perspektywy ekonomicznej analizy prawa*, s. 27-28, *Kwartalnik Nauk O Przedsiębiorstwie* 1/2015.

³⁵ Zob. J. Huang, *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Hart Publishing 2010, s. 157.

³⁶ Zob. F. Wendt, *Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature*, p. 20, IMF Working Paper WP/15/21.

strumentów pochodnych na rynku pozagiełdowym, którzy rozliczając derywaty poprzez CCP tracą możliwość ich dwustronnego *nettingu* z derywatami niepodlegającymi temu obowiązkowi. Poza tym podmioty finansowe nie były początkowo chętne do korzystania z usług CCP, o czym wspominają między innymi motyw nr 13 rozporządzenie EMIR³⁷. Udział instrumentów wykonywanych poprzez centralnego kontrahenta wzrósł wraz z nałożeniem opisywanego obowiązku. Ryzyko kreowania nowych klas instrumentów finansowych jest moim zdaniem stosunkowo duże, a sama czynność niezbyt skomplikowana. Przykładowo najczęstszy *swap* na stopę procentową może zostać zastąpiony odpowiednim portfelem kontraktów opcyjnych, które na rynku amerykańskim są wyłączone z obligatoryjnego rozliczania przez CCP³⁸, a w przypadku działalności ESMA nie zostały nim objęte. Teoretycznie takie skomplikowanie transakcji może być opłacalne dla stron kontraktu. Stąd typy czynności niezgodne z celami rozporządzenia mogą być coraz częstsze, a niemożliwy i niepraktyczny byłby wymóg objęcia wszystkich instrumentów obowiązkiem określonym w rozporządzeniu. Pokusa odpowiedniego konstruowania portfeli derywatów w celu uniknięcia obowiązku rozliczania poprzez CCP może być tym większa, im więcej niestandardowych instrumentów pochodnych posiada instytucja w swoim portfelu. W przypadku wielości transakcji pomiędzy dwoma podmiotami na rynku dwustronny *netting* (rozliczenie), zwłaszcza wobec skomplikowanej ich natury, może mieć uzasadnienie ekonomiczne i zwiększać ryzyko kreowania w drodze nietypowych umów nowych klas derywatów.

Kolejnym ryzykiem prawnym dotyczącym derywatów na rynku pozagiełdowym jest ryzyko związane z wielością podmiotów obecnych na rynku i barierami prawnymi dla interoperacyjności pomiędzy poszczególnymi CCP. Jako interoperacyjnych należy rozumieć dwóch lub więcej CCP, którzy mają możliwość rozliczania wspólnie transakcji, np. jeden CCP rozlicza stronę krótką, drugi długą kontraktu. Dzięki temu można maksymalizować korzyści z korzystania z usług centralnego kontrahenta, jednak często bariery praw-

³⁷ „Zachęty promujące korzystanie z CCP okazały się niewystarczające, by zapewnić faktyczne rozliczanie centralne zestandaryzowanych kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Niezbędne jest zatem wprowadzenie wymogu rozliczania za pośrednictwem CCP kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które mogą być rozliczane centralnie”.

³⁸ A. N. Rechtschaffen w *Capital Markets...*, *op. cit.*, s. 215. Opcje w regulacji amerykańskiej zostały bezpośrednio wyłączone spod pojęcia *swap*. Tylko swapy zgodnie z Section 723(a)(3) ustawy Dodd-Frank, podlegają rozliczeniu przez CCP “it shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization...if the swap is required to be cleared”.

ne uniemożliwiają lub znacznie utrudniają takie działania. Interoperacyjność wymaga także wprowadzenia regulacji ryzyka z nią związanego, ponieważ wzmocni to sieć powiązań pomiędzy poszczególnymi kontrahentami centralnymi. Problemem w tym aspekcie jest powolne autoryzowanie CCP spoza UE przez ESMA. CME Inc., centralny kontrahent z największego rynku derywatów na świecie, został autoryzowany dopiero w czerwcu 2016 r.³⁹ Utrudnia to wzrost efektywności działania centralnych kontrahentów oraz uniemożliwia wykorzystanie pełni potencjału obecnych regulacji. Interoperacyjność może bowiem w części zastąpić możliwość istnienia jednego globalnego CCP⁴⁰, co jest niemożliwe z różnych względów⁴¹.

6. Podsumowanie

Rozliczanie instrumentów pochodnych poprzez CCP niesie ze sobą wiele korzyści, które przejawiają się między innymi w spadku wartości nominalnej derywatów OTC z powodu wyeliminowania z obrotu tzw. zbędnych kontraktów, czyli takich, które były dublowane lub powtarzane bez żadnego celu ekonomicznego. Przejrzystość wprowadzona rozporządzeniem EMIR ułatwia także zarządzanie ekspozycjami na instrumentach pochodnych oraz odnosi pozytywny skutek dla informowania opinii publicznej na temat stanu instytucji finansowych. Założenia reformy i regulacje nią wprowadzone powinny także znacznie ograniczyć ryzyko obecne na rynkach finansowych.

Jednak pozytywne skutki wspomnianej regulacji wiążą się z ryzykami prawnymi i ekonomicznymi. Rynek CCP, według wielu ekonomistów, może dążyć do monopolu naturalnego⁴² z powodu wysokich barier wejścia oraz wysokich kosztów stałych przy stosunkowo niskich kosztach zmiennych. Należy także zwracać uwagę na zdolność CCP do wytrzymania negatywnych reakcji w przypadku kryzysu finansowego z tego powodu,

³⁹ Zob. Document ESMA z 17 czerwca 2016 r., dostępny na stronie: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf.

⁴⁰ Interoperacyjność szeroko opisuje raport ESRB (Europejska Rada Ryzyka Systemowego), dostępny na stronie: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/2016-01-14_Interoperability_report.pdf?521c7826e0f6a3a5d402227dcc7581c6.

⁴¹ Np. politycznych czy ekonomicznych w skali kraju – mniejsze instytucje finansowe, też są objęte obowiązkami z rozporządzenia EMIR, a nie zawsze jest możliwe rozliczanie derywatów przez pośrednika (np. spółkę matkę banku krajowego).

⁴² Zob. M. Szpringer, W. Szpringer, *Kontrahenci...*, *op. cit.*, s. 24.

że ze swojej natury stały się one instytucjami systemowo istotnymi. CCP kupią bowiem w sobie całe ryzyko związane z brakiem dotrzymania warunków kontraktu pochodnego przez strony umowy na rynku OTC, które muszą ograniczać poprzez surowe wymogi działania i wpisaną w ich regulację awersję do ryzyka. Potencjalne obniżanie tych standardów poprzez poszczególnych centralnych kontrahentów, związane przykładowo z konkurencją na ich rynku, może powodować wzrost ryzyka systemowego.

W działalności centralnych kontrahentów pojawiają się także określone ryzyka prawne. Jednym z nich jest możliwość kreowania coraz bardziej niestandardowych instrumentów pochodnych wyłącznie po to, aby uniknąć przynajmniej części obowiązków związanych z rozporządzeniem EMIR. Sytuacja taka może mieć coraz większą częstotliwość w związku z planowanym rozszerzeniem opisywanego obowiązku na kolejne klasy derywatów. Kolejnym ryzykiem prawnym związanym z obowiązkiem rozliczania derywatów przez OTC jest różnica w regulacji pomocy płynnościowej banku centralnego dla CCP w poszczególnych jurysdykcjach UE. Bez takiej możliwości CCP mają mniejszą możliwość konkurowania na rynku, stąd w teorii mogą stosować surowsze depozyty minimalne, czy być postrzegane jako mniej stabilne. Bariery prawne napotyka także interoperacyjność działania CCP, która w pełni dostępna zapewniłaby maksymalną efektywność ich działania. Stąd należy postulować ujednoczenie tych zagadnień przynajmniej na terenie samej UE.

* * *

Legal and economic risks of the duty of clearing over-the-counter (OTC) derivatives through the Central Counterparty (CCP).

Summary: The latest financial crisis directed authorities' eyes onto derivatives. The fact that most of them are bilateral contracts on OTC market was the main reason for creating control mechanism and ensuring transparency on OTC derivatives markets which are connected with high risk – systemic and transactional. The outcome in the shape of EU legislation is EMIR – a regulation which makes mandatory the clearing of standardized OTC financial instruments through CCP – central counterparty.

This paper aims to describe the legal and economic risks connected with CCPs. The importance of finding those risks cannot be overlooked. CCPs are institutions which hold systemic importance. They connect all of the financial transactions in one place. If CCP had financial problems it could

possibly endanger other financial institutions. An opposite situation is also possible – a problem of an important CCP member can transfer the risk from one transaction to the entire CCP and indirectly to the other members.

The risks will be described by comparing authorities' objectives to the functioning of the CCP market. Author will also analyze EMIR provisions and ESMA reports about CCPs.

Key words: EMIR, ESMA, systemic risk, moral hazard, CCP, financial instruments, derivatives, OTC, novation, clearing house.