

PL

PL

PL



KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH

Bruksela, dnia 3.7.2009
KOM(2009) 332 wersja ostateczna

KOMUNIKAT KOMISJI

**Działania na rzecz sprawnych, bezpiecznych oraz należycie działających rynków
instrumentów pochodnych**

{SEK(2009) 905 wersja ostateczna}
{SEK(2009) 914 wersja ostateczna}

KOMUNIKAT KOMISJI

Działania na rzecz sprawnych, bezpiecznych oraz należyście działających rynków instrumentów pochodnych

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

1. WPROWADZENIE

Za sprawą obecnego kryzysu finansowego instrumenty pochodne znalazły się w centrum uwagi organów regulacyjnych. Groźba upadłości, przed którą stanął Bear Sterns w marcu 2008 r., utrata zdolności płatniczej przez Lehman Brothers w dniu 15 września 2008 r. oraz konieczność udzielenia pomocy finansowej AIG w dniu 16 września unaocznily, jak dużą rolę odgrywają wszelkiego rodzaju instrumenty pochodne, w tym zwłaszcza swapy ryzyka kredytowego (CDS).

Panuje zasadnicza zgodność opinii co do uwidoczniionych przez kryzys finansowy korzyści i zagrożeń wiążących się z rynkami instrumentów pochodnych. W raporcie grupy wysokiego szczebla, której przewodniczył Jacques de Larosière, przedstawiono poszczególne typy ryzyka związanego z szybkim upowszechnianiem się kredytowych instrumentów pochodnych oraz podkreślono potrzebę zwiększenia przejrzystości na tym rynku. W tym celu w raporcie zalecono działanie mające na celu uproszczenie i standaryzację instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu pozagiełdowego (pozagiełdowych instrumentów pochodnych) oraz wprowadzenie systemu rozliczeniowego opartego na partnerach centralnych (CCP). Podczas kwietniowego szczytu grupy G-20 w Londynie zobowiązano się do działań na rzecz standaryzacji i odporności rynków kredytowych instrumentów pochodnych, w szczególności poprzez powołanie centralnych partnerów rozliczeniowych, którzy będą podlegać skutecznej regulacji i nadzorowi. Również Rada Europejska zaapelowała w dniu 19 czerwca 2009 r. o dalsze postępy w pracach na rzecz przejrzystości i stabilności rynków instrumentów pochodnych.

Od października 2008 r. Komisja pracuje nad szczegółowym przeglądem rynków instrumentów pochodnych. Zgodnie z zapowiedzią w komunikacie „Realizacja europejskiego planu naprawy”, niniejszy komunikat prezentuje wyniki tego przeglądu oraz przygotowuje grunt dla środków, które mają zostać wkrótce przedstawione w celu zaradzenia problemom ujawnionym w toku przeglądu. Komisja będzie jednocześnie kontynuować konstruktywną współpracę z branżą, aby wprowadzić w życie zobowiązanie do wprowadzenia w UE centralnego systemu rozliczeniowego przed końcem lipca 2009 r. Planując działania następcze, Komisja w pełni uwzględni środki, które zostały podjęte przez branżę.

Niniejszemu komunikatowi towarzyszy dokument roboczy służb Komisji zawierający ogólne informacje na temat: (i) rynków instrumentów pochodnych, (ii) segmentów pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych oraz (iii) oceny skuteczności obecnych środków ograniczających ryzyko, zwłaszcza ryzyko dotyczące swapów ryzyka kredytowego (CDS).

Komisja zachęca zainteresowane strony do przedstawiania opinii na temat założeń określonych w niniejszym komunikacie, zwłaszcza w kwestii zagadnień omówionych

bardziej szczegółowo w uzupełniającym dokumencie konsultacyjnym. Komentarze należy przesyłać Komisji do dnia 31 sierpnia 2009 r.

2. INSTRUMENTY POCHODNE I RYNKI INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

W rozdziale tym wyjaśniono, co to są instrumenty pochodne, jakie korzyści oferują gospodarce i z jakimi zagrożeniami mogą się wiązać. Ryzyko związane z instrumentami pochodnymi stanowi jedną z głównych przyczyn obecnego kryzysu finansowego.

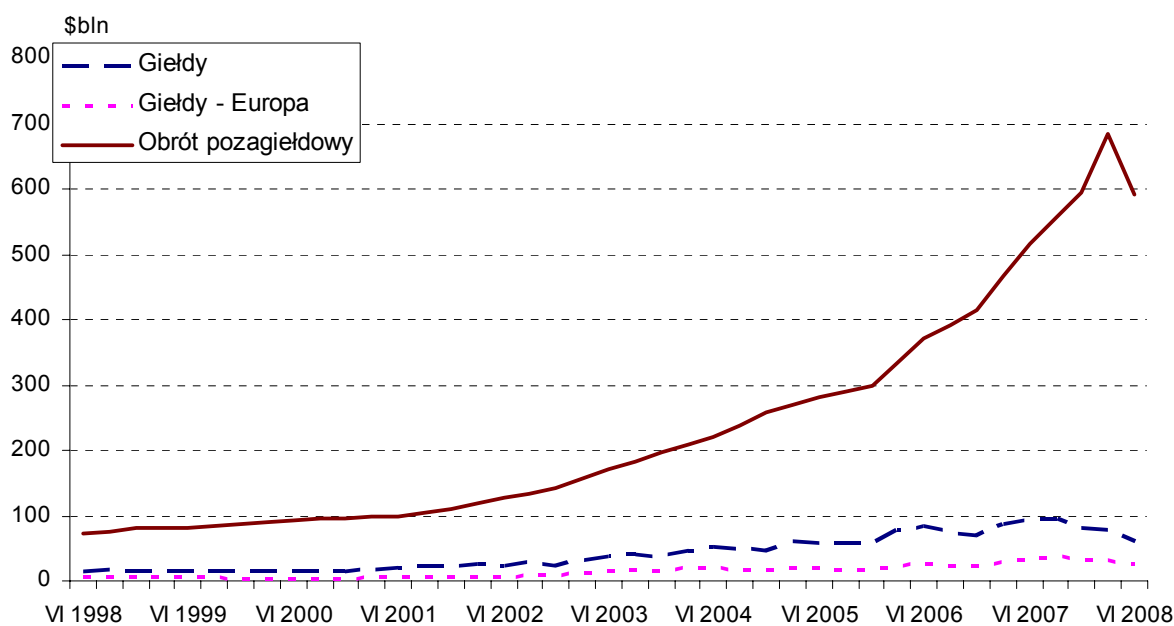
2.1. Co to są instrumenty pochodne?

Instrumenty pochodne są kontraktami finansowymi służącymi do wymiany i redystrybucji ryzyka, którego źródłem jest gospodarka realna, a zatem stanowią ważne narzędzia umożliwiające jednostkom gospodarczym przenoszenie ryzyka. Można je stosować zarówno do ochrony przed ryzykiem, jak i do nabywania ryzyka w celu osiągnięcia zysku. Nazywa się je „instrumentami pochodnymi”, ponieważ ich wartość jest „pochodną” wartości instrumentu bazowego, którym może być instrument finansowy, towar, parametr rynkowy, a nawet usługa.

Istnieje wiele rodzajów instrumentów pochodnych. Mogą to być produkty standardowe (np. kontrakty terminowe futures) lub niestandardowe, które są dostosowywane do indywidualnych potrzeb danego inwestora (np. swapy). Obrót standardowymi derywatami jest zazwyczaj prowadzony w zorganizowanych systemach obrotu, w ramach których ceny są podawane do wiadomości publicznej (np. na giełdach instrumentów pochodnych), natomiast niestandardowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu pozagiełdowego, a ceny w tego typu transakcjach nie są ujawniane.

W ciągu ostatnich dziesięciu lat instrumenty pochodne bardzo się rozpowszechniły. Ten wzrost dotyczy transakcji pozagiełdowych, co ilustruje poniższy wykres.

Wielkość rynków instrumentów pochodnych – rynek giełdowy i pozagiełdowy

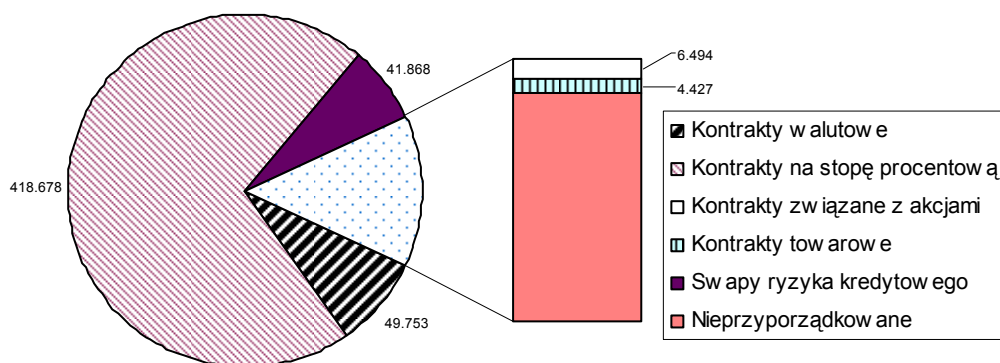


Uwaga: Na wykresie są zamieszczone hipotetyczne kwoty pozostające do uregulowania na giełdowym i pozagiełdowym segmencie rynku w latach 1998-2008 (w bilionach USD). Tendencje ukazują kwoty pozostające do uregulowania w skali całego świata, gdzie udział rynkowy giełd europejskich jest wykazany odrębnie (w przypadku danych dotyczących obrotu pozagiełdowego nie został wprowadzony taki podział). Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

Pozagiełdowe instrumenty pochodne dzielą się zasadniczo na pięć segmentów: instrumenty pochodne na kursy walutowe, stopy procentowe, akcje lub towary, oraz kredytowe instrumenty pochodne, z których najważniejsze są swapy ryzyka kredytowego. Na poniższym wykresie przedstawiono relatywną wagę tych segmentów. W rozdziale 3 dokumentu roboczego służb Komisji opisano bardziej szczegółowo powyższe segmenty, a także scharakteryzowano poszczególne typy pozagiełdowych instrumentów pochodnych i związane z nimi ryzyko.

Segmenty pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych

Hipotetyczne kwoty pozostające do uregulowania (w bilionach USD), grudzień 2008 r.



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych (2009)

2.2. Instrumenty pochodne przynoszą korzyści gospodarce...

Gospodarka nie może się dynamicznie rozwijać, jeżeli uczestnicy rynku nie są skłonni do podejmowania ryzyka. Rozpoczęcie działalności gospodarczej wiąże się z ryzykiem niepowodzenia. Bank udzielający kredytu takiemu nowemu przedsiębiorstwu ryzykuje, że kredyt nie zostanie przez nie do końca spłacony. Jeżeli jednak przedsiębiorca nie rozpocznie działalności, osoba oszczędzająca, która zdeponowała środki w banku, zostanie pozbawiona jednej z możliwości uzyskania dobrej stopy zwrotu ze swoich oszczędności. Oszczędzający wie, że im wyższa jest stopa zwrotu, tym wyższe ryzyko związane z finansowanym przez niego projektem. Szanse pozyskania finansowania dla inwestycji zależą zatem od tego, czy istnieje osoba gotowa ponieść związane z nią ryzyko. Ponieważ nikt nie jest skłonny do podejmowania zbyt dużego ryzyka, dobrze jest, jeżeli istnieje możliwość dzielenia się ryzykiem.

Instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane właśnie do tego celu. Służą one do dzielenia i redystrybucji ryzyka i mogą być stosowane do ochrony przed określonym typem ryzyka (jako „zabezpieczenie”) lub jako narzędzie do otwierania pozycji spekulacyjnych. Podmioty gospodarcze takie jak przewoźnicy lotniczy, producenci itp. stosują instrumenty pochodne, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem wzrostu ceny materiałów podstawowych, które wykorzystują do prowadzenia działalności, i aby umożliwić sobie lepsze planowanie przyszłych potrzeb.

2.3. ...ale mogą stwarzać dla niej zagrożenia...

Za pomocą instrumentów pochodnych instytucje będące uczestnikami rynków instrumentów pochodnych mogą zabezpieczać się przed napotykanym ryzykiem. Jeżeli jednak zabezpieczanie się przed ryzykiem odbywa się na rynku pozagiełdowym, o którym brak jest wiarygodnych, podawanych do wiadomości publicznej informacji, uczestnikom rynku i organom nadzoru nie jest łatwo zweryfikować skuteczność takiego zabezpieczenia.

Sytuacja, w której podmioty obracające instrumentami pochodnymi nie są kreatorami rynku (*market makers*) ani nie są w żaden sposób zainteresowane instrumentami bazowymi, sprzyja spekulacjom, niestabilności systemu i narastaniu ryzyka. Instrumenty pochodne mogą być wówczas wykorzystywane jako dźwignia finansowa w bilansie podmiotów działających na rynkach instrumentów pochodnych, gdyż pozwalają uczestnikom rynku zajmować pozycje na tych rynkach przy zaangażowaniu mniejszego kapitału niż wymagają tego inwestycje na rynkach kasowych.

W przypadku niewywiązania się kontrahenta z zobowiązań znalezienie innych kontrahentów, aby zastąpić wcześniejsze zabezpieczenie, może nie być łatwe. Potencjalni kontrahenci mogą mieć sami poważne trudności finansowe lub mogą nie chcieć zawierać transakcji ze względu na niepewność panującą na szerszym rynku. Na rynkach, na których działa niewielu uczestników, problem ten występuje na większą skalę.

Ogólnie rzecz biorąc, w chwili zawierania kontraktu na rynku pozagiełdowym trudno jest *oszacować* ryzyko niewywiązania się kontrahenta z zobowiązań. W warunkach ściśle powiązanych ze sobą rynków finansowych, w celu dokonania takiego oszacowania ryzyka wymagane byłoby w zasadzie, aby uczestnik rynku dysponował rzetelną wiedzą na temat wszystkich pozostałych uczestników rynku. Ponieważ rynki pozagiełdowe podają do publicznej wiadomości niewiele informacji, wiedza ta jest niekompletna.

Swapy ryzyka kredytowego są szczególnie podatne na wszystkie powyższe zagrożenia. Podstawą większości instrumentów pochodnych są ceny odnotowywane na rynkach (np. stopa procentowa lub kurs walutowy), ale swapy ryzyka kredytowego mają inny charakter. Ryzyko, przed którym zabezpieczają, tzn. ryzyko kredytowe, nie jest bezpośrednio zauważalne, a jego rozpoznanie wymaga posiadania szczegółowych informacji na temat kredytobiorcy, którymi dysponowały zazwyczaj tylko banki. W ostatnich dziesięcioleciach ryzyko kredytowe stało się jednak w większym stopniu zbywalne, m.in. poprzez sekurytyzację. Oszacowanie ryzyka nie stało się jednak łatwiejsze, co może prowadzić do sytuacji, gdy rynek zupełnie niespodziewanie staje w obliczu poważnego przypadku niewykonania zobowiązań. Fakt, że potencjalne zobowiązania wynikające ze swapów ryzyka kredytowego są niezwykle wysokie¹, dodatkowo potęguje ryzyko związane z tym typem instrumentu pochodnego. Opisane powyżej zagrożenia nie dotyczą wyłącznie swapów ryzyka kredytowego, są one charakterystyczne dla wszystkich instrumentów pochodnych, chociaż w mniejszym stopniu.

2.4. ... co unaocznili kryzys finansowy

Kryzys finansowy unaocznili, że powyższe zagrożenia nie są czysto teoretyczne, ale realne. Bear Sterns, Lehman Brothers i AIG byli ważnymi uczestnikami pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych, działając w charakterze dealerów i/lub użytkowników pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Źródłem problemu, który dotknął te instytucje, nie były pozagiełdowe rynki instrumentów pochodnych, ale przeniósł się on na te rynki poprzez swapy ryzyka kredytowego wystawione przez te trzy podmioty, a ponieważ Bear Sterns, Lehman Brothers i AIG odgrywały centralną rolę na wszystkich pozagiełdowych

¹ Przepływy pieniężne związane ze swapem ryzyka kredytowego charakteryzuje nieciągłość, tzn. chociaż w normalnych okolicznościach do sprzedającego swap ryzyka kredytowego płynie stały strumień płatności, to jednak grozi mu ryzyko niewywiązania się z zobowiązań przez podmiot, na który swap został wystawiony, a w takim przypadku sprzedający jest zmuszony wypłacić pełną kwotę główną, pomniejszoną o wysokość niewykonanego zobowiązania. Fakt ten skłania niektóre podmioty do nadużywania swapów ryzyka kredytowego jako instrumentów finansowania.

rynkach instrumentów pochodnych, problem rozprzestrzenił się, nie ograniczając się jedynie do swapów ryzyka kredytowego, i wpłynął na gospodarkę całego świata. Nieprzejrzystość rynku uniemożliwiła jego uczestnikom dokładne zorientowanie się, jak duże jest zaangażowanie ich kontrahentów w odniesieniu do tych trzech podmiotów, co spowodowało brak zaufania i nagłe „wyschnięcie” płynności. Nieprzejrzystość rynku uniemożliwiła ponadto organom regulacyjnym odpowiednio wczesne rozpoznanie ryzyka narastającego w systemie i stopnia koncentracji tego ryzyka, a w związku z tym skutków, jakie niewywiązanie się tych podmiotów z zobowiązań może mieć dla stabilności finansowej. Fakt, że rynek ten jest objęty łagodnymi zasadami regulacyjnymi, nasilił problem, ponieważ organy nadzoru nie dysponowały dostatecznymi informacjami.

Podsumowując, kryzys pokazał, że instrumenty pochodne, a zwłaszcza swapy ryzyka kredytowego, stworzyły sieć współzależności, która jest trudna do zrozumienia, rozwikłania i opanowania w przypadku niewywiązania się z zobowiązań. Kryzys ukazał zatem jasno naturę pozagiełdowych rynków instrumentów pochodnych – poufny charakter transakcji, o których do publicznej wiadomości podawane są tylko ograniczone informacje, złożona sieć współzależności oraz trudności z oceną charakteru i poziomu ryzyka zwiększającą niepewność w okresach napięć rynkowych i w związku z tym stanowią ryzyko dla stabilności finansowej.

3. ZARZĄDZANIE RYZYKIEM KONTRAHENTA

Ryzyko związane z zachowaniem kontrahenta (ryzyko kontrahenta) można ograniczyć poprzez odpowiednią organizację obrotu i czynności posttransakcyjnych. Na poziomie obrotu ryzyko można ograniczyć przez zwiększenie efektywności operacyjnej, np. poprzez wprowadzenie elektronicznej formy zawierania, weryfikowania i potwierdzania transakcji². Dzięki temu sposób zawierania transakcji pozagiełdowych upodobniłby się do obrotu na giełdzie. Zwiększenie efektywności operacyjnej było celem działań regulacyjnych jeszcze przed kryzysem finansowym, co przyczyniło się m.in. do tego, że swapy ryzyka kredytowego są coraz częściej weryfikowane i potwierdzane elektronicznie.

Efektywność operacyjna jest wprawdzie warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym. Aby móc skutecznie zapobiegać opisanym powyżej zagrożeniom, należy oprócz tego poprawić stronę posttransakcyjną, a zwłaszcza rozliczenia (*clearing*). Rozliczenia stanowią sposób ograniczania ryzyka, o którym mowa powyżej, w związku z tym odgrywają niezwykle ważną rolę na rynkach instrumentów pochodnych. Rozliczenia mogą być dokonywane dwustronnie pomiędzy dwoma kontrahentami danej transakcji lub na centralnym poziomie rynku, w ramach systemu partnerów centralnych (CCP). Rozliczenia na giełdzie są dokonywane niemal wyłącznie w ten drugi sposób. Na rynkach pozagiełdowych normą są w dalszym ciągu rozliczenia dwustronne, chociaż w niektórych segmentach rynku (przede wszystkim swapów stóp procentowych) istnieje również system rozliczeniowy CCP.

- **Rozliczenia dwustronne:** dwóch kontrahentów zawiera zwykle umowy dotyczące depozytu zabezpieczającego, które przewidują regularne monitorowanie zmian wartości kontraktu, co umożliwia odpowiednie zarządzanie bieżącym zaangażowaniem kredytowym kontrahentów wobec siebie. Kiedy wartość kontraktu zmienia się, a zatem jedna ze stron nabywa prawo do roszczenia wobec kontrahenta, strona ta może

² Zob. uzupełniający dokument roboczy służb Komisji, sekcja 2.2, gdzie zawarto dalszy opis tej koncepcji.

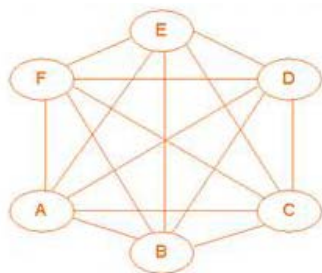
wnioskować o wypłatę z depozytu zabezpieczającego. Depozyt zabezpieczający jest wprawdzie ważny z punktu widzenia ograniczania ryzyka, ale narzędzie to wymaga zarządzania rozliczeniami z dużą liczbą kontrahentów. Ze względu na skomplikowany charakter sieci dwustronnych rozliczeń podmiotowi trudno jest ocenić własne zaangażowanie kredytowe w ramach wzajemnych zaangażowań kontrahentów, a tym bardziej – lawinowe konsekwencje niewykonania zobowiązań przez kontrahenta.

- **System rozliczeniowy CCP:** CCP przystępuje do transakcji, działając w charakterze kontrahenta każdej ze stron danej transakcji. Zobowiązania każdej strony transakcji są zobowiązaniami wobec CCP, a zatem zaangażowanie każdej strony na rynku instrumentów pochodnych istnieje tylko i wyłącznie wobec tego jednego kontrahenta. Korzystanie z usług CCP ma wiele zalet. CCP stanowi w istocie formę wzajemnego ubezpieczenia chroniącego obie strony. System ten upraszcza zarządzanie depozytem zabezpieczającym, ponieważ CCP zajmuje się jego inkasowaniem i zarządza nim. System CCP jest również bezpieczniejszy, ponieważ CCP jest centralnym gwarantem i instytucją ściśle wyspecjalizowaną w zarządzaniu ryzykiem, dysponującą wieloma mechanizmami ochrony przed ryzykiem. Fakt, że CCP skupia się wyłącznie na zarządzaniu ryzykiem, czyni z tej instytucji neutralną stronę transakcji. Ze względu na swoją centralną pozycję CCP łatwiej jest oceniać ryzyko i nim zarządzać. Fakt, że CCP dysponuje scentralizowanymi informacjami, ułatwia organom regulacyjnym nadzorowanie ryzyka. Ze względu na systemową rolę CCP konieczne jest, aby instytucja ta była zarządzana w sposób profesjonalny, miała dostateczny kapitał i była dobrze uregulowana, co zagwarantuje jej bezpieczeństwo³.

Porównanie rozliczeń dwustronnych i rozliczeń CCP

Rozliczenia dwustronne

- Sieć zaangażowań kontrahentów
- Skomplikowane przepływy w ramach depozytu zabezpieczającego
- Możliwość wystąpienia efektu domina w przypadku niewywiązania się z zobowiązań przez jedną stronę



Rozliczenia CCP

- W centrum każdej transakcji oraz jako jej strona występuje centralny gwarant
- Wszystkie depozyty zabezpieczające wpływają do i wypływają od CCP
- CCP dysponuje dostatecznym kapitałem, aby poradzić sobie z niewywiązaniem się z zobowiązań przez stronę



W świetle powyższych korzyści można się zastanawiać, dlaczego system rozliczania CCP nie jest powszechnie stosowany przez uczestników rynku. Pierwszą, oczywistą przyczyną jest fakt, że bezpieczeństwo wiąże się dla uczestników z kosztem, ponieważ muszą oni finansować mechanizmy CCP chroniące przed ryzykiem. Drugi powód to fakt, że CCP zwiększa przejrzystość, co powoduje, że informacje stają się powszechniej dostępne dla

³ Zob. uzupełniający dokument roboczy służb Komisji, sekcja 2.4.2, gdzie zawarto bardziej szczegółowy opis systemu rozliczeń CCP.

uczestników rynku, co wiąże się z utratą uprzywilejowanej pozycji przez podmioty dysponujące dotychczas przewagą informacyjną (np. dużych dealerów pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi). Nie ulega jednak wątpliwości, że nie w każdej sytuacji można korzystać z CCP. Istnieje szereg warunków wstępnych, dotyczących głównie płynności i stopnia standardowości, które muszą być spełnione, aby można było korzystać z CCP. Ponieważ nie wszystkie pozagiełdowe instrumenty pochodne spełniają warunki konieczne, aby mogły być rozliczane za pośrednictwem CCP, Komisja będzie również dążyć do poprawy zarządzania ryzykiem kontrahenta w transakcjach dwustronnych.

Podsumowując, ryzyko związane z instrumentami pochodnymi jest zróżnicowane i zależy od struktury rynku. Ogólnie rzecz biorąc, rynki pozagiełdowe są dużo bardziej ryzykowne niż rynki regulowane ze względu na swoją nieprzejrzystość i większą złożoność relacji pomiędzy kontrahentami. Skuteczność narzędzi służących do ograniczania ryzyka kontrahenta w transakcjach dwustronnych jest zatem słaba i konieczna jest znaczna poprawa w zakresie ograniczania ryzyka kontrahenta.

4. DOTYCHCZASOWE DZIAŁANIA PODJĘTE PRZEZ KOMISJĘ W CELU ZWIĘKSZENIA STABILNOŚCI FINANSOWEJ NA RYNKACH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Instrumenty pochodne są już wprawdzie objęte unijnymi uregulowaniami w zakresie usług finansowych, ale ze względu na ogromny wzrost pozagiełdowych rynków instrumentów pochodnych, większy wolumen pozycji spekulacyjnych otwieranych za pomocą instrumentów pochodnych i większy udział podmiotów niepodlegających regulacji w rynkach instrumentów pochodnych uzasadnione jest dokonanie przeglądu ram regulacyjnych UE. Od początku kryzysu finansowego Komisja reagowała szybko i podejmowała działania w celu ograniczenia najpilniejszych i najpoważniejszych zagrożeń związanych z instrumentami pochodnymi.

Po pierwsze, w październiku 2008 r. komisarz McCreevy wezwał, w kontekście swapów ryzyka kredytowego, do (i) przeprowadzenia systematycznej analizy rynków instrumentów pochodnych w związku z doświadczeniami wyniesionymi z kryzysu finansowego oraz (ii) przedstawienia konkretnych propozycji dotyczących sposobu ograniczania ryzyka związanego z kredytowymi instrumentami pochodnymi⁴. W związku z tą inicjatywą dealerzy swapów ryzyka kredytowego zobowiązali się najpóźniej z dniem 31 lipca 2009 r. zacząć rozliczanie (kwalifikujących się do tego) swapów ryzyka kredytowego dotyczących europejskich podmiotów referencyjnych i wskaźników dotyczących tych podmiotów za pośrednictwem jednego lub kilku europejskich CCP⁵.

⁴ Przemówienie komisarza C. McCreevy z 2008 r. „Time for regulators to get a better view of derivatives”, dn. 17 października 2008 r. (SPEECH/08/538).

⁵ W dniu 17 lutego 2009 r. dziewięciu dealerów prowadzących działalność na całym świecie (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) zobowiązało się do korzystania z usług jednego lub więcej partnerów centralnych (CCP) w Unii Europejskiej (po ich ustanowieniu jako systemów na mocy dyrektywy o zamknięciu rozliczeń) do celów (i) rozliczania swapów ryzyka kredytowego kwalifikujących się do rozliczania za pośrednictwem CCP, które dotyczą europejskich podmiotów referencyjnych i wskaźników, których podstawą są te podmioty oraz (ii) wprowadzenia do nich (kwalifikujących się) wcześniej zawartych i nadal pozostających do uregulowania kontraktów. Zobowiązanie to zostało następnie potwierdzone przez dalszego dealera (Nomura), a inicjatywa została poparta przez European Banking Federation (Europejską Federację Bankową), Europejską Radę Banków Publicznych (European Public Banks Board) i inne europejskie stowarzyszenia banków.

Po drugie, niektóre z problemów związanych z sekurytyzacją, nadmiernym przenoszeniem ryzyka oraz nieprawidłową wyceną ryzyka zostały poruszone w przeglądzie dyrektywy dotyczącej wymogów kapitałowych⁶. We wniosku tym stwierdzono m.in., że przedsiębiorstwa określane jako „inicjatorzy”, które dokonują „przepakowania” kredytów w zbywalne papiery wartościowe, będą zobowiązane do ponoszenia części ryzyka związanego z tymi papierami wartościowymi, natomiast przedsiębiorstwa inwestujące w tego rodzaju papiery dłużne będą mogły dokonać inwestycji dopiero po przeprowadzeniu obszernej i starannej analizy. Jeśli jej nie dokonają, będą podlegać bardzo surowym wymogom dotyczącym kapitału własnego.

Po trzecie, w kontekście ryzyka systemowego związanego ze spekulacyjnymi transakcjami Komisja przyjmie wkrótce wniosek w sprawie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego instytucji finansowych oraz pozycji sekurytyzacyjnych i resekurytyzacyjnych. Zwiększenie wymogów kapitałowych, które zostało przewidziane w tym wniosku, pozwoli najprawdopodobniej zapobiec podejmowaniu nadmiernego krótkoterminowego ryzyka przez instytucje finansowe.

Po czwarte, Komisja dokonuje obecnie przeglądu swojego podejścia do nadzoru nad rynkami finansowymi. Dzięki inicjatywie powołania europejskiego organu nadzoru makrofinansowego Europa będzie miała możliwość wykrywać nadmierne nagromadzenie ryzyka w systemie oraz podejmować działania ograniczające to ryzyko. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego będzie odgrywać zasadniczą rolę w powstrzymaniu rozprzestrzeniania się ryzyka związanego z rynkami instrumentów pochodnych na cały system finansowy i gospodarczy.

Po piąte, ponieważ agencje ratingowe zawiodły, jeżeli chodzi o odpowiednią ocenę ryzyka wiążącego się ze złożonymi instrumentami (głównie za sprawą konfliktów interesu nieodłącznie związanych z modelem „płaci emitent”), stało się sprawą oczywistą, że konieczne jest poddanie ich regulacjom. W kwietniu 2009 r. Rada i Parlament Europejski zatwierdziły rozporządzenie zaproponowane przez Komisję, zgodnie z którym agencje ratingowe będą miały obowiązek spełniać wysokie standardy profesjonalnej rzetelności, jakości i przejrzystości oraz będą podlegały stałemu nadzorowi ze strony organów publicznych⁷.

Ostatnia inicjatywa Komisji Europejskiej to wniosek dotyczący dyrektywy w sprawie zarządzających funduszami hedgingowymi i innymi alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), dzięki której powstaną kompleksowe i skuteczne ramy regulacyjno-nadzorcze na poziomie europejskim. Proponowana dyrektywa umożliwi państwom członkowskim zwiększenie nadzoru makroostrożnościowego nad tym sektorem oraz nadzoru mikroostrożnościowego, wyznaczenie pułapów ograniczających poziom dźwigni finansowej, którą mogą stosować te podmioty, oraz podejmowanie w miarę konieczności

⁶ COM(2008) 602 wersja ostateczna - COD 2008/0191 wniosek w sprawie dyrektywy zmieniającej dyrektywy 2006/48/WE i 2006/49/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru i zarządzania kryzysowego.

⁷ Wniosek Komisji Europejskiej z 2008 r. dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie agencji ratingowych, COM(2008) 704, w formie zatwierdzonej przez Parlament Europejski i Radę w dniu 23 kwietnia 2009 r.

skoordynowanych działań w celu zagwarantowania prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych⁸.

5. PRZYSZŁE DZIAŁANIA: NOWE INICJATYWY ZWIĘKSZAJĄCE STABILNOŚĆ FINANSOWĄ

Obecny kryzys unaoczniał potrzebę podjęcia działań w związku z pozagiełdowymi rynkami instrumentów pochodnych, aby mogły one pełnić swoją funkcję gospodarczą w sposób niezagrażający stabilności systemu. W tym celu Komisja uważa, że należy podjąć działania w celu: a) zapewnienia organom regulacyjnym i organom nadzoru pełnej wiedzy na temat transakcji dokonywanych na pozagiełdowych rynkach instrumentów pochodnych oraz na temat pozycji tworzonych na tych rynkach; b) zwiększenia przejrzystości pozagiełdowych rynków instrumentów pochodnych dla ich użytkowników – dostępna powinna być w szczególności większa liczba informacji (i informacje te powinny być lepszej jakości) o cenach i wolumenach transakcji; c) zwiększenia efektywności operacyjnej rynków instrumentów pochodnych, aby pozagiełdowe instrumenty pochodne nie zagrażały stabilności finansowej oraz d) ograniczenia ryzyka kontrahenta oraz wspierania scentralizowanych struktur. Głównymi narzędziami umożliwiającymi osiągnięcie tych celów są: (i) wspieranie dalszej standaryzacji, (ii) korzystanie z usług centralnych baz danych, (iii) przejście na system rozliczeń CCP oraz (iv) przesunięcie obrotu do systemów obrotu o wyższym poziomie jawności informacji⁹. W niniejszej sekcji przedstawiono analizę powyższych narzędzi oraz propozycje dotyczące kierunku przyszłych prac.

5.1. Standaryzacja

W przypadku pozagiełdowych instrumentów pochodnych kwalifikujących się do rozliczeń w systemie CCP standaryzacja jest warunkiem wstępnym wymaganym, aby można było w ich przypadku stosować pozostałe narzędzia, które są opisane w dalszej części niniejszego komunikatu. W przypadku pozagiełdowych instrumentów pochodnych niekwalifikujących się do rozliczeń w systemie CCP należy zwiększyć efektywność operacyjną i ograniczyć ryzyko operacyjne poprzez dalszą standaryzację, w formie np. zachęcania do szerszego korzystania ze standardowych kontraktów, elektronicznych usług weryfikacji i potwierdzeń, centralnego depozytu, automatyzacji płatności oraz zarządzania depozytem zabezpieczającym. Standaryzacja jest warunkiem wstępnym dalszych działań i będzie stanowić najważniejszy element, na którym będą się opierać wysiłki Komisji mające na celu zwiększenie sprawności, bezpieczeństwa i należytego działania rynków instrumentów pochodnych.

Standaryzacja wymaga jednak inwestycji. Komisja zamierza zintensyfikować działania mające zachęcić branżę do kontynuowania takich inwestycji w celu zwiększenia standaryzacji tych rodzajów pozagiełdowych instrumentów pochodnych, które raczej nie będą kwalifikować się do rozliczania w systemie CCP i nie będą odpowiednie do obrotu giełdowego.

⁸ Wniosek Komisji Europejskiej z 2009 r. dotyczący dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, COM(2009) 207.

⁹ Możliwość zastosowania tych narzędzi zależy w pewnym stopniu od segmentu rynku. Narzędzia te bardzo różnią się pomiędzy sobą pod względem stopnia trudności ich wdrażania. Bardziej szczegółowe informacje na temat skuteczności obecnych metod ograniczania ryzyka oraz potrzeby wprowadzenia dodatkowych środków w każdym segmencie rynku pozagiełdowego znajdują się w rozdziale 4 uzupełniającego dokumentu roboczego służb Komisji.

5.2. Centralna baza danych

Centralna baza danych zbiera dane takie jak liczba transakcji i wolumen pozycji pozostających do uregulowania w odniesieniu do całego obrotu (niezależnie od tego, czy kwalifikuje się on do rozliczania w systemie CCP, czy też nie), w celu zwiększenia przejrzystości i dostępności informacji¹⁰. Polepsza to nie tylko przejrzystość rynku, ale zwiększa również jego efektywność operacyjną. Baza danych może również świadczyć usługi innego typu (np. ułatwiać wystawianie zleceń rozrachunku i płatności).

Komisja dostrzega potencjalne korzyści płynące z centralnych baz danych dla organów nadzoru w postaci większej przejrzystości i większej dostępności informacji. Korzyści te są szczególnie cenne z uwagi na fakt, że rozliczenia CCP raczej nie mogą objąć wszystkich instrumentów pochodnych, które nie zawsze spełniają konieczne warunki wstępne, a wdrożenie tych warunków wstępnych nie zawsze jest łatwe. Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR) rozważy przydatność takiej bazy danych pod kątem ochrony prawnej, nadzoru i ciągłości działania. Uwzględniając przyszłe sprawozdanie CESR, Komisja podejmie odpowiednie działania w tym celu.

5.3. System rozliczeniowy CCP

Spośród czterech rozważanych instrumentów najwięcej uwagi poświęcono jak dotąd systemowi rozliczeniowemu CCP. Systemy CCP sprawdziły się podczas kryzysu finansowego, jak dowodzi rola, którą odegrały w opanowaniu skutków niewypłacalności Lehman Brothers. Komisja zachęca już branżę do szerszego korzystania z systemu rozliczeń CCP i traktuje priorytetowo wprowadzenie w życie odnośnych zaleceń grupy de Larosière'a.

Za europejską lokalizacją systemu rozliczeń CCP przemawia wiele względów związanych z polityką regulacyjną, nadzorczą i monetarną. System CCP zlokalizowany w Europie podlegałby europejskim przepisom prawa i europejskiemu nadzorowi. Organy nadzoru dysponowałyby w związku z tym niepodważalnym prawem swobodnego dostępu do informacji posiadanych przez CCP. Ułatwiłoby to także europejskim organom interwencje w przypadku wystąpienia problemów w europejskim CCP. Warto wspomnieć, że banki centralne nie udostępniają bezpośrednio instrumentów wsparcia płynności instytucjom finansowym spoza własnego obszaru walutowego¹¹.

Jeżeli chodzi o swapy ryzyka kredytowego, najwięksi dealerzy instrumentów pochodnych podpisali zobowiązanie wobec Komisji Europejskiej, zgodnie z którym do dnia 31 lipca 2009 r. przeniosą rozliczenia europejskich swapów ryzyka kredytowego do jednego lub kilku europejskich CCP, i dealerzy ci pracują obecnie nad niezbędnym ujednoczeniem europejskich kontraktów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, aby umożliwić ich rozliczanie za

¹⁰ Taką hurtownią danych dotyczących swapów ryzyka kredytowego jest Trade Information Warehouse (hurtownia danych o obrocie) prowadzona w USA przez Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

¹¹ Możliwe są umowy swapów walutowych pomiędzy bankami centralnymi, ale ze względu na brak bezpośredniego dostępu do instrumentów wsparcia płynności EBC opowiedział się zdecydowanie za tym, aby CCP miał siedzibę w strefie euro, zgodnie z oświadczeniem Rady Prezesów EBC z dnia 18 grudnia 2008 r., w którym potwierdzono, że „istnieje potrzeba co najmniej jednego europejskiego systemu CCP dla kredytowych instrumentów pochodnych, a ze względu na potencjalne systemowe znaczenie systemów rozliczeniowo-rozrachunkowych papierów wartościowych infrastruktura ta powinna mieć siedzibę w strefie euro”. Decyzje podjęte przez Radę Prezesów EBC w 2008 r., decyzja z dn. 18 grudnia 2008 r., <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

pomocą CCP. Spodziewane jest, że do dnia 31 lipca 2009 r. będą dostępne usługi dwóch europejskich CCP, trzeci CCP zacznie oferować swoje usługi w grudniu 2009 r., natomiast czwarty nie wskazał konkretnej daty. Komisja z zadowoleniem przyjmuje działania branży mające na celu dotrzymanie terminu wskazanego w podjętym zobowiązaniu. Jak dotąd inicjatywy branżowe podejmowane po obu stronach Atlantyku okazują się skuteczne w zakresie standaryzacji swapów ryzyka kredytowego. Nie udało się jednak jeszcze zakończyć wdrażania rozwiązań dotyczących pewnych aspektów technicznych, dotyczących m.in. zdarzenia kredytowego związanego z restrukturyzacją. W związku z tym jeżeli branża nie będzie w stanie wywiązać się z podjętego zobowiązania, Komisja będzie zmuszona rozważyć inne metody, które zostały opisane w dalszej części. Komisja przyjmuje z zadowoleniem inicjatywy branżowe i uwzględni w pełni ich wyniki przed rozważeniem konieczności podjęcia ewentualnych dalszych inicjatyw mających na celu maksymalne upowszechnienie systemu rozliczeń CCP.

Istnieją już bodźce zachęcające do korzystania z CCP. CCP ogranicza ryzyko kredytowe kontrahenta i nie wymaga tak wysokiego poziomu kapitału regulacyjnego, co w oczywisty sposób zachęca uczestników rynku do korzystania z tego systemu. Zachęty te nie są jednak wystarczające, aby przeciwważyć bodźce handlowe, które sprzyjają rozliczeniom dwustronnym. Komisja rozważa zatem sposoby znacznego zwiększenia bodźców zachęcających do korzystania z rozliczeń CCP, aby przekonać do jak najczęstszego korzystania z tego systemu podmioty wahające się dotychczas ze względów handlowych. Można tego dokonać poprzez (i) zmianę przepisów dyrektywy dotyczącej wymogów kapitałowych w sprawie kapitału regulacyjnego oraz (ii) przedstawienie dodatkowych gwarancji regulacyjnych i nadzorczych dotyczących bezpieczeństwa CCP w postaci przyszłych europejskich aktów prawnych (o ile będzie to uzasadnione) oraz ewentualnie w postaci wspólnego nadzoru europejskiego¹². Oczywiście przyszłe prace w tym kierunku nie wpłyną w żaden sposób na termin wyznaczony w związku z obecnymi działaniami zmierzającymi do przeniesienia rozliczeń europejskich swapów ryzyka kredytowego do jednego lub kilku europejskich CCP, tzn. dzień 31 lipca 2009 r.

5.4. Dokonywanie transakcji

W przypadku standardowych instrumentów pochodnych, które są rozliczane za pomocą CCP, kolejnym logicznym krokiem byłoby doprowadzenie do tego, aby transakcje tymi instrumentami odbywały się w zorganizowanym systemie obrotu, w ramach którego ceny i inne informacje dotyczące obrotu są podawane do wiadomości publicznej, takim jak rynek regulowany (np. giełda instrumentów pochodnych) lub alternatywny system obrotu (MTF), pod warunkiem że spełnione byłyby wymogi dotyczące przejrzystości. Zwiększyłyby to przejrzystość cen i poprawiło zarządzanie ryzykiem.

Kontrakty standardowego typu, które są zwykle przedmiotem transakcji w publicznych systemach obrotu, mogą jednak nie odpowiadać wszystkim potrzebom użytkowników instrumentów pochodnych w zakresie zarządzania ryzykiem. Większość uczestników rynku preferuje ze względów handlowych transakcje pozagiełdowe. Pod uwagę należy brać jednak przede wszystkim znaczenie, jakie ma dla stabilności finansowej istnienie przejrzystych rynków zdolnych do efektywnych transakcji. Do celów oceny ryzyka i ustalania cen społeczeństwo preferuje przejrzyste, zorganizowane systemy obrotu o maksymalnie wysokim poziomie jawności informacji i standaryzacji.

¹² Komunikat Komisji Europejskiej z 2009 r. „Europejski Nadzór Finansowy” COM(2009) 252.

System opierający się na konkurencji pomiędzy różnymi systemami obrotu (rynek pozagiełdowy, giełdy i alternatywne systemy obrotu) jest również korzystny z perspektywy skutecznego działania rynku, o ile wszystkie systemy obrotu podlegają dostatecznym wymogom dotyczącym przejrzystości i sposobu organizacji, które gwarantują uczciwą konkurencję. Również na innych rynkach finansowych preferowany jest przejrzysty i zorganizowany obrót. Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) zniosła zasadę, zgodnie z którą transakcje powinny być dokonywane na rynkach regulowanych (tzw. zasada koncentracji), ale poddała inne systemy obrotu (alternatywne systemy obrotu, działalność typu *systematic internaliser*) odpowiednim wymogom dotyczącym przejrzystości. W związku z tym w przypadku instrumentów rynku kasowego systemy obrotu konkurują ze sobą z zachowaniem wspólnych zasad dotyczących przejrzystości i organizacji. Zasady przejrzystości wprowadzone dyrektywą MiFID nie obejmują jednak obecnie instrumentów pochodnych, a obowiązek sprawozdawczości na temat transakcji nie ma zastosowania do instrumentów finansowych, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Uwzględniając elastyczny charakter pozagiełdowych rynków instrumentów pochodnych, które dostosowują się do potrzeb klientów, oraz zasady obowiązujące w odniesieniu do instrumentów rynku kasowego, Komisja zbada, w jaki sposób można zwiększyć przejrzystość i efektywność transakcji pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi. W tym celu Komisja dokona dalszej oceny (i) możliwości skierowania dalszych przepływów transakcyjnych do przejrzystych i efektywnych systemów obrotu oraz (ii) odpowiedniego poziomu przejrzystości (w zakresie cen, transakcji, pozycji) dla różnorodnych systemów obrotu istniejących na rynku instrumentów pochodnych.

6. WNIOSEK

Instrumenty pochodne odgrywają ważną rolę w gospodarce, ale wiążą się z pewnymi zagrożeniami. Kryzys unaoczniał, że ryzyko związane z instrumentami pochodnymi nie jest w dostateczny sposób ograniczane w pozagiełdowym segmencie rynku, zwłaszcza w przypadku swapów ryzyka kredytowego. Od początku kryzysu finansowego Komisja zajmuje się najpilniejszymi zagrożeniami tego rodzaju.

Oprócz tego Komisja rozważy dodatkowe środki w celu zwiększenia standaryzacji i przejrzystości transakcji, a także skoordynowania przejścia na system rozliczeniowy partnerów centralnych i zagwarantowania, że system ten stanie się normą dla wszystkich pozagiełdowych rynków instrumentów pochodnych oraz, w miarę możliwości, w celu skierowania dalszych przepływów transakcyjnych do przejrzystych i efektywnych systemów obrotu.

Po konsultacjach społecznych, które zostają otwarte niniejszym komunikatem, Komisja zorganizuje w dniu 25 września 2009 r. wysłuchanie publiczne. Opinie i informacje przedstawione przez zainteresowane strony posłużą jako materiał do przygotowania szczegółowej oceny skutków, która pomoże Komisji określić przyjmowane podejście. Uwzględniając wynik konsultacji, Komisja przygotowuje wnioski operacyjne przed końcem swojego obecnego mandatu i do końca roku przedstawi odpowiednie inicjatywy, w tym ewentualne wnioski legislacyjne.

Komisja w pełni weźmie pod uwagę inicjatywy branżowe oraz sytuację w najważniejszych krajach partnerskich UE, a w szczególności kompleksowe ramy regulacyjne dotyczące

pozagiełdowych instrumentów pochodnych, które zostały zapowiedziane przez Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych. Ramy te przewidują zwłaszcza obowiązek dokonywania rozliczeń wszystkich zestandaryzowanych pozagiełdowych kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych w ramach systemu partnerów centralnych oraz zachętę do dokonywania transakcji „na regulowanych giełdach i za pomocą regulowanych, przejrzystych elektronicznych systemów transakcyjnych dla pozagiełdowych instrumentów pochodnych”¹³. Komisja będzie kontynuować współpracę nad tymi kwestiami z amerykańskimi organami, między innymi w kontekście dialogu regulacyjnego dotyczącego usług finansowych, aby zagwarantować globalną spójność podejścia w zakresie polityki i zapobiec groźbie arbitrażu regulacyjnego.

¹³ Zob. dokument amerykańskiego ministerstwa finansów „Financial Regulatory Reform” z dn. 17 czerwca 2009 r.