

PL

PL

PL



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 15.9.2010
SEK(2010) 1059

DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI

STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW

Dokument uzupełniający

Wniosek

**ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY
w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem
regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji**

{KOM(2010) 484 wersja ostateczna}
{SEK(2010) 1058}

Instrumenty pochodne są ważnym elementem współczesnych finansów. Zasadniczo są to kontrakty finansowe ułatwiające obrót ryzykiem i jego redystrybucję. Nazywają się tak, ponieważ ich wartość jest pochodną wartości instrumentu bazowego, którą może być cena instrumentu finansowego (np. akcji spółki publicznej) lub towaru (np. ropy). Jako że służą do redystrybucji ryzyka, mogą być stosowane do ochrony przed określonym rodzajem ryzyka (zabezpieczenie) lub przeciwnie – do podejmowania ryzyka (inwestowanie lub spekulacja). Można je również wykorzystać do arbitrażu między różnymi rynkami.

Instrumenty pochodne obejmują instrumenty o całkowicie zestandaryzowanych parametrach (np. kontrakty terminowe typu future), do których należą wartość referencyjna lub termin zapadalności, i instrumenty, które są w pełni dostosowane do indywidualnych potrzeb danego inwestora (np. swapy). Od rodzaju instrumentów pochodnych zależy zazwyczaj również sposób prowadzenia obrotu nimi: obrót w pełni zestandaryzowanymi instrumentami pochodnymi jest z reguły prowadzony w zorganizowanych systemach obrotu, to jest na giełdach instrumentów pochodnych, natomiast niestandardowe (lub przygotowywane na zamówienie) instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu dwustronnego, zwanego powszechnie obrotem poza rynkiem regulowanym.

W wyniku kryzysu finansowego nieregulowany rynek instrumentów pochodnych znalazł się w centrum uwagi organów regulacyjnych. Groźba upadłości, przed którą stanął bank Bear Sterns w marcu 2008 r., utrata zdolności płatniczej przez bank Lehman Brothers w dniu 15 września 2008 r. oraz konieczność udzielenia pomocy finansowej AIG dzień później unaocznily nieprawidłowości w funkcjonowaniu tego rynku. W tym kontekście organy regulacyjne zwróciły szczególną uwagę na rolę, jaką odegrały w kryzysie swapy ryzyka kredytowego.

Od października 2008 r. Komisja pracuje nad wyeliminowaniem nieprawidłowości, które kryzys uwidocznili. W perspektywie krótkoterminowej Komisja skupiła się na rynku swapów ryzyka kredytowego, uzyskując od najważniejszych dealerów na rynku zobowiązanie do rozpoczęcia rozliczania swapów ryzyka kredytowego europejskich podmiotów referencyjnych przez partnerów centralnych (CCP). W perspektywie średnioterminowej Komisja skoncentrowała się na szczegółowym przeglądzie rynków instrumentów pochodnych zakończonym opublikowaniem dwóch komunikatów w sprawie rynków instrumentów pochodnych, odpowiednio w lipcu i październiku 2009 r.

W pierwszym komunikacie zbadano rolę, jaką instrumenty pochodne odegrały w kryzysie finansowym, przyjrano się ryzyku i korzyściom związanym z rynkami instrumentów pochodnych oraz przeanalizowano, w jaki sposób ograniczyć stwierdzone rodzaje ryzyka. W drugim komunikacie określono przyszłe działania polityczne, które Komisja zamierza zaproponować, aby zwiększyć przejrzystość rynków instrumentów pochodnych, ograniczyć ryzyko kredytowe kontrahenta i transakcyjne ryzyko operacyjne oraz wzmocnić integralność rynku i nadzór.

Części propozycji zapowiedzianych przez Komisję towarzyszy przedmiotowe sprawozdanie z oceny skutków. Dotyczy ono tych propozycji, których celem jest zwiększenie przejrzystości oraz ograniczenie ryzyka operacyjnego i ryzyka kredytowego kontrahenta poprzez wykorzystanie infrastruktury rynku rozliczania i rozrachunku transakcji.

Przejrzystość

Nieregulowany rynek instrumentów pochodnych jest z natury nieprzejrzysty. Jest tak, ponieważ instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym są kontraktami negocjowanymi prywatnie, a zatem wszelkie informacje ich dotyczące są zazwyczaj dostępne jedynie dla umawiających się stron.

Kryzys finansowy unaoczniał brak informacji na temat pozycji i ekspozycji poszczególnych przedsiębiorstw, jeżeli chodzi o instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Po pierwsze, brak informacji uniemożliwia organom regulacyjnym wykrywanie na czas ryzyka narastającego w poszczególnych instytucjach oraz w całym systemie. Brak informacji nie pozwala również właściwie ocenić konsekwencji niewykonania zobowiązania przez uczestnika rynku, a zatem odpowiednio zareagować w przypadku wystąpienia takiego niewykonania zobowiązania (jasno widać to na przykładzie banku Lehman Brothers). Po drugie, wspomniany brak informacji sprzyja podsycaniu podejrzliwości i niepewności wśród uczestników rynku w czasie kryzysu.

Ryzyko kredytowe kontrahenta

Kontrakty dotyczące instrumentów pochodnych wiążą kontrahentów przez czas obowiązywania kontraktu dotyczącego instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. W czasie obowiązywania kontraktu kontrahenci nabywają prawo do wzajemnych należności, ponieważ prawa i zobowiązania zawarte w kontrakcie zmieniają się wraz z instrumentem bazowym, stanowiącym podstawę kontraktu. Wiąże się z tym ryzyko kredytowe kontrahenta, to jest ryzyko, że kontrahent może nie honorować swoich zobowiązań wynikających z kontraktu, kiedy te staną się należne. Rozliczenia są czynnością umożliwiającą zarządzanie tego rodzaju ryzykiem w czasie. Można ich dokonywać centralnie, za pośrednictwem CCP, lub dwustronnie. Chociaż na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych stosuje się obydwa rodzaje rozliczeń, najczęściej korzysta się z rozliczeń dwustronnych.

Kryzys pokazał, że poziom ryzyka kredytowego kontrahenta związanego z instrumentami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym jest dużo wyższy, niż myśleli zarówno uczestnicy rynku, jak i organy regulacyjne. Oznacza to, że kwota zabezpieczeń stosowanych w celu ograniczenia ryzyka kredytowego kontrahenta była niewystarczająca. Głównym tego powodem było nieodpowiednie zabezpieczenie części rynku objętej rozliczeniami dwustronnymi, albo dlatego że od niektórych uczestników rynku nie wymagano wniesienia zabezpieczeń w celu ochrony ich transakcji na instrumentach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, albo w wyniku problemów związanych z procesami zarządzania ryzykiem tych uczestników rynku, którzy wnoszą zabezpieczenia.

Ryzyko operacyjne

Transakcje na instrumentach będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym przebiegają w kilku etapach, począwszy od momentu, w którym dwie strony osiągną porozumienie co do zawarcia transakcji, a kończąc na momencie potwierdzenia transakcji. Ponadto w trakcie obowiązywania kontraktu dotyczącego instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym należy zarządzać szeregiem zdarzeń (np. zarządzanie depozytami zabezpieczającymi i rozliczanie wypłat gotówkowych) wynikającymi z praw i zobowiązań określonych w kontrakcie.

Zważywszy, że nieregulowany rynek instrumentów pochodnych pozwala na wysoki stopień elastyczności w definiowaniu ekonomicznych i prawnych warunków kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych, występuje znaczna liczba wysoce zindywidualizowanych i złożonych kontraktów. Takie kontrakty wciąż wymagają istotnych ręcznych operacji na wielu etapach ich obsługi. Zwiększa to ryzyko operacyjne i może prowadzić do ryzyka prawnego, może też ograniczać przejrzystość, a nawet skutkować wzrostem ryzyka kredytowego kontrahenta.

Cele

Celem przedmiotowej oceny skutków jest zbadanie możliwości znalezienia rozwiązań na szczeblu wspólnotowym pozwalających wyeliminować wymienione powyżej problemy. Ogólnym celem jest ograniczenie ryzyka systemowego w celu zwiększenia bezpieczeństwa i wydajności nieregulowanego rynku instrumentów pochodnych. Jak wspomniano powyżej, osiągnięcie tego ogólnego celu wymaga realizacji trzech celów szczegółowych, to jest (i) zwiększenia przejrzystości, (ii) ograniczenia ryzyka kredytowego kontrahenta oraz (iii) ograniczenia ryzyka operacyjnego związanego z instrumentami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Ponieważ zakres tych celów wciąż jest dość szeroki, należy określić cele o charakterze bardziej operacyjnym:

1. uzyskiwanie pełnych i szczegółowych informacji na temat pozycji instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym;
2. szersze stosowanie rozliczania za pośrednictwem CCP;
3. usprawnienie praktyk rozliczania dwustronnego;
4. zwiększenie standaryzacji kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych będących w obrocie poza rynkiem regulowanym.

Preferowane warianty polityki i instrumenty jej realizacji

W ocenie skutków zawarto analizę skutków każdego ewentualnego wariantu polityki w powiązaniu z przedstawionymi powyżej celami operacyjnymi oraz porównano je do scenariusza podstawowego w celu określenia najodpowiedniejszego toku działania. Na podstawie tej analizy w ocenie skutków stwierdzono, że największe korzyści netto zostałyby osiągnięte w wyniku przyjęcia środków, które:

1. nakładałyby na uczestników rynku obowiązek zgłaszania wszystkich niezbędnych informacji na temat posiadanych portfeli instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym do danego repozytorium transakcji lub, jeżeli nie byłoby to możliwe, bezpośrednio organom regulacyjnym; nakładałyby obowiązek publikowania informacji o pozycjach w ujęciu zagregowanym;
2. nakładałyby obowiązek stosowania rozliczania za pośrednictwem CCP instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym spełniających ustalone kryteria kwalifikowalności;
3. wyznaczałyby szczegółowo zakres dwustronnych rozliczeń transakcji na instrumentach pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym oraz

4. wyznaczałyby szczegółowo zakres harmonizacji przepisów i standaryzacji procesów.

Mając na względzie preferowane warianty oraz potrzebę zapewnienia stosowania ram prawnych dokładnie w takim samym zakresie w całej UE, unikając nadmierne rygorystycznego wdrażania przepisów i pozostawiania szczątkowych uprawnień ustawodawcom krajowym, rozporządzenie wydaje się najstosowniejszym instrumentem polityki pozwalającym osiągnąć pożądane cele.

Infrastruktura rynku rozrachunku i rozliczania transakcji

Decyzja o nałożeniu obowiązku korzystania z CCP i repozytoriów transakcji doprowadzi do zwiększenia systemowego znaczenia partnerów centralnych i nadania systemowej roli repozytoriom transakcji (o ile już takowej nie odgrywały). Rodzi to konieczność zapewnienia bezpieczeństwa i należytego funkcjonowania infrastruktury, aby zapobiec sytuacji, w której korzystanie z niej doprowadzi do zwiększenia ryzyka systemowego, zamiast je obniżyć. Aby osiągnąć ten cel, w ocenie skutków stwierdzono, że należy zająć się pozostałymi zagadnieniami, które zostały wskazane w odniesieniu do funkcjonowania CCP i repozytoriów transakcji.

Partnerzy centralni

Partner centralny został zdefiniowany jako podmiot, który plasuje się między stronami kontraktów będących przedmiotem obrotu na jednym lub kilku rynkach finansowych, stając się nabywcą w stosunku do każdego sprzedającego i sprzedającym w stosunku do każdego nabywcy. Mając na uwadze jego centralną rolę na rynku, partner centralny zazwyczaj nie ponosi ryzyka rynkowego (które wciąż obciąża pierwotne strony transakcji). Jako kontrahent każdej pozycji partner centralny ponosi jednak ryzyko kredytowe w przypadku stwierdzenia upadłości jednego z jego kontrahentów. Podobnie kontrahenci partnera centralnego ponoszą ryzyko kredytowe w postaci ewentualnej upadłości partnera centralnego. Partner centralny ogranicza swoje narażenie na ryzyko kredytowe kontrahenta za pomocą pewnych mechanizmów ochronnych, zazwyczaj obejmujących ograniczenia dostępu, narzędzia zarządzania ryzykiem (takie jak zabezpieczenia) oraz podział strat. Te mechanizmy są określane wspólnym mianem „kaskady ryzyka” partnera centralnego.

Ze względu na rolę w ograniczaniu ryzyka partnerzy centralni stanowią zasadniczy element rynku, który obsługują. W konsekwencji ich upadłość staje się potencjalnym zdarzeniem systemowym. Ze względu na istotną rolę z punktu widzenia systemu partnerzy centralni podlegają regulacji na szczeblu krajowym. Ponieważ uregulowania dotyczące partnerów centralnych różnią się w poszczególnych państwach członkowskich, wynikający z tego brak równych warunków prowadzenia działalności sprawia, że świadczenie usług przez CCP jest droższe i potencjalnie mniej bezpieczne, niż byłoby to pożądane, oraz stanowi przeszkodę w integracji rynku finansowego UE.

W związku z powyższym Komisja rozważała możliwość wprowadzenia w 2006 roku przepisów dotyczących partnerów centralnych na szczeblu UE, lecz zrezygnowała z tego pomysłu i opowiedziała się za połączeniem samoregulacji sektora (wezwała sektor do uzgodnienia kodeksu postępowania) i współpracy państw członkowskich (wezwała do wprowadzenia zaleceń ESBC i CESR dotyczących partnerów centralnych), aby zapewnić bezpieczniejsze i sprawniejsze świadczenie usług CCP w UE.

Od tego czasu stało się oczywiste, że podejście wybrane przez Komisję nie wystarczy do rozwiązania problemów związanych z partnerami centralnymi, częściowo ze względu na wady samego podejścia, a częściowo z powodu pojawienia się nowych problemów. Wady stwierdzono w związku ze spostrzeżeniem, że zalecenia nie umożliwią uzyskania tych samych wyników w obszarze harmonizacji uregulowań co prawodawstwo na szczeblu UE. Nowe problemy obejmują przeszkody w tworzeniu powiązań, pojawienie się zagrożenia związanego z konkutowaniem w obszarze ryzyka między partnerami centralnymi oraz problem przenoszenia zabezpieczenia w środowisku partnerów centralnych.

W związku z wymienionymi powyżej problemami w ramach oceny skutków zbadano możliwe sposoby zwiększenia bezpieczeństwa i wydajności infrastruktury rozliczania i rozrachunku transakcji w UE oraz ochrony inwestorów. W tym celu określono w niej cztery szczegółowe cele, to jest: (i) zwiększenie bezpieczeństwa partnerów centralnych, (ii) ustanowienie równych warunków świadczenia usług CCP, (iii) ułatwienie tworzenia powiązań między partnerami centralnymi oraz (iv) wprowadzenie dodatkowych zabezpieczeń dla uczestników rynku korzystających z usług partnerów centralnych pośrednio. Wymienione cele szczegółowe wymagają realizacji następujących celów operacyjnych:

1. usunięcia przeszkód w transgranicznym świadczeniu usług CCP;
2. usunięcia przeszkód w tworzeniu powiązań między partnerami centralnymi;
3. uniemożliwienia partnerom centralnym konkutowania w obszarze ryzyka oraz
4. ułatwienia przenoszenia pozycji klientów oraz powiązanych depozytów zabezpieczających.

W ocenie skutków zawarto analizę skutków każdego ewentualnego wariantu polityki w powiązaniu z przedstawionymi powyżej celami operacyjnymi oraz porównano je do podstawowego scenariusza w celu określenia najodpowiedniejszego toku działania. Na podstawie tej analizy w ramach oceny skutków stwierdzono, że największe korzyści netto zostałyby osiągnięte w wyniku przyjęcia środków, które:

1. wprowadzałyby paszport na usługi partnerów centralnych, któremu towarzyszyłoby zatwierdzanie i nadzorowanie partnerów centralnych na szczeblu krajowym, przy wzmocnionej roli kolegium organów nadzoru;
2. wprowadzałyby wspólne wymogi i procedury ustanawiania prawa partnerów centralnych do interoperacyjności, pod warunkiem uwzględnienia ryzyka i zatwierdzenia powiązania przez właściwe organy;
3. wprowadzałyby wspólne, surowe standardy ryzyka dla partnerów centralnych oraz
4. nakładałyby na partnerów centralnych wymóg oferowania uczestnikom pośrednim możliwości umieszczania depozytów zabezpieczających na wydzielonych (wspólnych lub powierniczych) rachunkach, pozostawiając partnerom pośrednim wybór, czy skorzystać z oferty.

Również w tym przypadku rozporządzenie wydaje się najstosowniejszym instrumentem polityki pozwalającym osiągnąć pożądane cele.

Repozytoria transakcji

Repozytorium transakcji jest scentralizowanym rejestrem zawierającym elektroniczną bazę danych otwartych transakcji na instrumentach pochodnych (kontraktów) będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Oprócz tej podstawowej działalności repozytorium transakcji może również świadczyć inne usługi, takie jak zarządzanie zdarzeniami dotyczącymi kontraktów i obsługa transakcji. Repozytoria stanowią jeden z najnowszych składników infrastruktury rynkowych (pierwsze zostało uruchomione pod koniec 2006 r.) i do niedawna ich funkcjonowanie nie było regulowane. Podstawową korzyścią repozytorium transakcji w wymiarze polityki publicznej jest zwiększenie przejrzystości dzięki funkcji przechowywania danych oraz integralność przechowywanych informacji.

Główny problem, który pojawił się w czasie kryzysu, dotyczył szybkości uzyskania dostępu organów regulacyjnych do informacji przechowywanych w repozytorium transakcji dokonywanych na kredytowych instrumentach pochodnych (jedynym, który wówczas istniał). W związku z systemową rolą, jaką zaczęły odgrywać repozytoria transakcji ze względu na wymóg zgłaszania, kwestia dostępu organów regulacyjnych do informacji stanie się jeszcze ważniejsza. Dodatkowo wymóg zgłaszania będzie wymagał uwzględnienia innych aspektów funkcjonowania repozytoriów transakcji.

W ramach przedmiotowej oceny skutków zbadano sposoby zapewnienia bezpiecznych, należycie działających i wydajnych repozytoriów transakcji, które będą stanowiły niezbędne uzupełnienie wymogu zgłaszania oraz zapewnią właściwym organom dostęp do niezbędnych informacji, tak aby mogły wywiązywać się ze swoich obowiązków. Aby osiągnąć ten ogólny cel, w ocenie skutków wyznaczono trzy bardziej szczegółowe cele polityki, to jest: (i) zapewnienie bezpieczeństwa i integralności danych przechowywanych w repozytorium transakcji, (ii) ustanowienie równych warunków świadczenia usług w ramach repozytorium transakcji oraz (iii) zapewnienie właściwym organom swobodnego dostępu do informacji przechowywanych w repozytoriach transakcji. W ramach oceny skutków wyznaczono jeden cel operacyjny, tj. wprowadzenie wspólnych przepisów regulujących działalność repozytoriów transakcji.

W ocenie skutków zawarto analizę skutków każdego ewentualnego wariantu polityki w powiązaniu z przedstawionymi powyżej celami operacyjnymi oraz porównano je do podstawowego scenariusza w celu określenia najodpowiedniejszego toku działania. Na podstawie tej analizy w wyniku oceny skutków stwierdzono, że największe korzyści netto zostałyby osiągnięte w wyniku przyjęcia prawodawstwa regulującego działalność repozytoriów transakcji, przewidującego rejestrację i nadzór na szczeblu UE przez ESMA.

Również w tym przypadku rozporządzenie wydaje się najstosowniejszym instrumentem polityki pozwalającym osiągnąć pożądane cele.