

Prof. dr hab. Danuta Hübner
Przewodnicząca Komisji Spraw Konstytucyjnych Parlamentu Europejskiego

Najnowsze rozwiązania dotyczące odporności, restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji kontrahentów centralnych: na jakim etapie jest Unia Europejska i dlaczego bieżąca debata jest ważna?

Listopad 2017

Relatywnie mało znane opinii publicznej podmioty infrastruktury rynków finansowych, tzw. kontrahenci centralni (ang. Central Clearing Counterparties - CCPs) mają zasadnicze znaczenie dla właściwego funkcjonowania tych rynków, ograniczając zagrożenia związane z zawieraniem transakcji finansowych o podwyższonym ryzyku. Zmiany w europejskich przepisach wprowadzone po kryzysie finansowym w latach 2008-2009 zwiększyły znaczenie i rolę tych podmiotów. W rezultacie upadłość któregoś z nich miałyby niezwykle silne konsekwencje dla całego systemu finansowego.

Polska, mimo iż nie należy do strefy euro, jest coraz silniej powiązana ze światem zintegrowanych rynków finansowych. Nasze banki i instytucje zarządzające aktywami są zarówno klientami, jak i członkami centralny H kontrahentów. Polska ma także swojego kontrahenta centralnego – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych rozliczający instrumenty pochodne, jak również dłużne i kapitałowe, tzn. akcje i obligacje zarówno w złotychkach, jak i euro.

Zarówno na poziomie globalnym, jak i w Unii Europejskiej, uruchomione zostały prace nad utworzeniem systemu i reguł postępowania na wypadek bankructwa jednego z kontrahentów centralnych oraz wzmocnienia nadzoru nad tymi instytucjami w celu zmniejszenia ryzyka ich bankructwa. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na dynamikę tych prac legislacyjnych w Unii Europejskiej stał się BREXIT. Największy kontrahent centralny Unii Europejskiej znajduje się na terenie Zjednoczonego Królestwa dokonując rozliczeń ogromnej większości transakcji zawieranych na terenie Unii w europejskiej walucie. Bez odpowiedniego nadzoru Unia pozbawiłaby się kontroli nad podmiotami, które mają zasadnicze znaczenie dla stabilności jej systemu finansowego. Uczestnicy rynku są świadomi konieczności ustanowienia właściwego nadzoru kontrahentów centralnych w państwach trzecich.

Kontrahent centralny pośredniczy pomiędzy stronami zawierającymi umowy na rynkach finansowych, stając się nabywcą w stosunku do każdego sprzedającego oraz sprzedającym w stosunku do każdego kupującego. W praktyce oznacza to, że w momencie rozliczenia transakcji finansowej, pierwotna umowa pomiędzy sprzedającym a kupującym zostaje rozwiązana, a w jej miejsce pojawiają się dwa nowe kontrakty, w których kontrahent

centralny przejmuje dotychczasowe role stron. Powstaje umowa pomiędzy kontrahentem centralnym a pierwotnym sprzedającym, na podstawie której kontrahent centralny dokonuje zakupu produktu od pierwotnego sprzedawcy oraz umowa pomiędzy kontrahentem centralnym a pierwotnym kupującym, w ramach której kontrahent centralny odsprzedaje produkt zakupiony od pierwotnego sprzedawcy pierwotnemu kupującemu.

W kategoriach ekonomicznych, rezultat nowych transakcji jest identyczny z transakcją oryginalną. Jednakże pośrednictwo kontrahenta centralnego implikuje dwie istotne zmiany.

Po pierwsze, kontrahent centralny we wszystkich nowo powstałych transakcjach staje się stroną. Oznacza to, że nawet jeśli jedna ze stron pierwotnego kontraktu zbankrutuje, druga strona otrzyma zapłatę na podstawie nowego kontraktu, ponieważ w momencie rozliczenia transakcji obowiązek zapłaty jest przenoszony na kontrahenta centralnego. Kontrahent centralny musi więc posiadać wiedzę w zakresie oceny i zarządzania ryzykiem oraz zdolność zgromadzenia zasobów kapitałowych wystarczających na pokrycie ryzyka niewypłacalności uczestników umowy, co zapewnia mu zdolność swojej własnej wypłacalności. Zasoby, w postaci gotówki lub wysokiej jakości aktywów, są gromadzone w wysokości odzwierciedlającej prawdopodobieństwo (obliczone w oparciu o modele matematyczne) niewykonania zobowiązań przez kontrahenta w okresie trwania transakcji. Do tzw. depozytów wstępnych (ang. initial margin) może być dodany depozyt uzupełniający (ang. variation margin), który jest korektą odzwierciedlającą wahania koniunktury, jak również, potencjalne, dodatkowe opłaty nakładane na niektóre podmioty, aby zapobiegać dodatkowym ryzykom.

Po drugie, skupienie dużej liczby transakcji przez kontrahenta centralnego umożliwia mu efektywniejszą ich obsługę. W szczególności, obsługa dużej liczby operacji pozwala kontrahentowi centralnemu zastosować, w ramach odpowiednich przepisów prawa, kompensację wielostronną (ang. multilateral netting) czyli, równoważenie grup lub części transakcji, które, po zsumowaniu osiągają tę samą wartość, ale mają przeciwne kierunki. W uproszczeniu, jeśli, w danym momencie, biorąc pod uwagę wszystkie zawarte transakcje, kontrahent centralny jest winny danemu podmiotowi 10 mln euro, ale ma otrzymać od tego samego podmiotu 8 mln euro, będzie musiał zapłacić temu podmiotowi tylko 2 mln euro. Ponieważ w tym systemie ostateczne kwoty pieniężne, jakie przepływają są niższe od kwot, które krążyłyby bez tego systemu, kompensacja redukuje zapotrzebowanie na gotówkę w systemie finansowym i w związku z tym ryzyko związane z przetwarzaniem i dokonywaniem płatności.

W kategoriach ekonomicznych, rozliczanie jest usługą oferowaną przez kontrahentów centralnych członkom (zwykle dużym bankom), którzy posiadają u nich otwarte rachunki oraz zawierają kontrakty bezpośrednio z nimi. Ponieważ członkostwo wiąże się z kosztami (np. wnoszenie składek do specjalnego funduszu na wypadek niewykonania zobowiązania, uruchamianie w sytuacji, gdy kontrahent centralny ponosi straty przewyższające zabezpieczenie), mniejsze podmioty, takie jak małe banki lub podmioty zarządzające aktywami nie mogą pozwolić sobie na członkostwo, które pozwoliłoby im rozliczać transakcje. W zamian za to dokonują oni rozliczeń pośrednio, współpracując i zawierając kontrakty z członkami.

Znaczenie kontrahentów centralnych dla systemu finansowego jest szczególnie istotne w przypadku niektórych rodzajów transakcji.

Ryzyko kredytowe kontrahenta jest niewielkie w odniesieniu do transakcji jednorazowych (np. sprzedaż lub zakup akcji), znaczące natomiast w przypadku szerokiej gamy bardziej skomplikowanych transakcji, powszechnie wykorzystywanych i odgrywających kluczową rolę na rynkach finansowych. Transakcje te dotyczą zdarzeń, które mają nastąpić w przyszłości lub odbywać się sukcesywnie w określonym czasie. Ważne jest wtedy, aby w danym okresie strony transakcji nie stały się niewypłacalne.

Przykładem są transakcje zwane instrumentami pochodnymi (ang. derivatives). Mogą to być na przykład instrumenty typu swap (ang. swaps) czyli wymiana pomiędzy dwoma uczestnikami rynku strumieni pieniężnych pochodzących z różnych źródeł w danym okresie, opcje (ang. options) czyli prawo do zakupu lub sprzedaży określonego produktu w określonym terminie, po określonej, ustalonej w momencie zawarcia transakcji cenie lub kontrakty terminowe typu futures (ang. futures) czyli sztywne zobowiązanie się do zakupu lub sprzedaży określonego produktu w określonym terminie po określonej, ustalonej w momencie zawarcia transakcji cenie. Te powszechnie wykorzystywane instrumenty pochodne są częścią strategii, która pozwala zredukować ryzyko na rynkach finansowych. Na przykład opcje i kontrakty terminowe typu futures mogą pełnić rolę zabezpieczenia poprzez określenie ceny maksymalnej lub minimalnej danego produktu dla danego kontrahenta. Strategie oparte na instrumentach pochodnych mogą mieć przez to bardzo duży wpływ na realną gospodarkę, pozwalając importerom i eksporterom zredukować ryzyko wynikające z wahań kursów wymiany walut lub bankom na oferowanie kredytów o stałych stopach oprocentowania w miejsce kredytów o stopach zmiennych oprocentowania.

Jeszcze innym przykładem tak istotnych transakcji obejmujących ciąg działań są transakcje warunkowego zakupu (tzw. transakcje repo). Polegają one na pozyskaniu gotówki w zamian za papiery wartościowe na określony termin, po którym następuje zwrot gotówki oraz otrzymanie papierów wartościowych z powrotem. Transakcje te znacząco ułatwiają sprawne funkcjonowanie rynków finansowych ponieważ pozwalają ich uczestnikom uzyskać potrzebną gotówkę. Są one także, w dużej mierze, operacjami stosowanymi przez banki centralne w realizowaniu ich polityki monetarnej.

To zestawienie pokazuje potrzebę uczynienia tych transakcji bezpiecznymi i minimalizacji ryzyka kredytowego kontrahenta, a kontrahenci centralni, prowadzący działalność od wielu lat (mimo, że nie byli obiektem zainteresowania ze strony regulatorów i ustawodawców aż do wybuchu ostatniego kryzysu finansowego) są najlepszym miejscem, żeby tego dokonać. Z tego powodu w 2009 r. podczas szczytu G 20 w Pittsburgu zobowiązano się, że wszystkie transakcje na instrumentach pochodnych o standardowej charakterystyce, które nie były realizowane na regulowanych rynkach finansowych, będą rozliczane poprzez kontrahentów centralnych.

Wdrożenie agendy szczytu w Pittsburgu w UE rozpoczęło się od uchwalenia rozporządzenia w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (ang. European Market Infrastructure Regulation – EMIR) w 2012 r.

Rozporządzenie to ustanawia, między innymi, ramy dla autoryzacji i nadzoru centralnych partnerów rozliczeniowych w UE, podstawowe zasady dotyczące zabezpieczeń, testy warunków skrajnych modeli, oraz innych praktyk ograniczających ryzyko, jak również elementy procedury realizowanej w momencie, gdy kontrahent centralny jest narażony na ryzyko straty. Reguluje również sposób, w jaki zasoby (zabezpieczenia, zasoby własne kontrahentów centralnych, składki na rzecz funduszu na wypadek niewykonania

zobowiązania) muszą być wykorzystywane w takich sytuacjach. Większość tych reguł została doprecyzowana w przepisach wykonawczych wydanych do rozporządzenia. Co istotne, rozporządzenie wprowadza również "obowiązek rozliczania" (ang. clearing obligation) transakcji na instrumentach pochodnych, co jest bezpośrednim przełożeniem zobowiązań podjętych w Pittsburgu. Dotyczy on tych rodzajów instrumentów pochodnych, które są kwalifikowane do obowiązku rozliczenia przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities Market Authority - ESMA) po analizie listy produktów rozliczanych przez kontrahentów centralnych autoryzowanych w Unii. Jeśli instrument pochodny został zakwalifikowany do rozliczania, poddanie go pod obowiązek będzie odbywało się stopniowo, zależnie od specyfiki kontrahenta. Podmioty dobrowolnie rozliczające transakcje podlegają temu wymogowi w pierwszej kolejności. W następnej, obowiązkowi temu będą podlegały duże podmioty aktywne na rynku instrumentów wtórnych, na koniec podmioty mniejsze, które nie są uczestnikami rynku finansowego.

Na sformułowanie oraz wprowadzenie w życie obowiązku rozliczania potrzebny był czas i dopiero w czerwcu 2016 r., jako pierwsze, do obowiązku zostały zakwalifikowane najbardziej powszechne rodzaje instrumentów pochodnych - swapy stopy procentowej (ang. Interest Rate Swaps). Obecnie najwięksi kontrahenci muszą rozliczać w różnych walutach swoje swapy stopy procentowej jak również swapy ryzyka kredytowego (ang. Credit Default Swaps), które są rodzajem umowy finansowej analogicznej do umowy ubezpieczenia, dającej prawo do otrzymania zapłaty w przypadku, gdy dany podmiot stanie się niewypłacalny. Jednakże, wprowadzenie obowiązku rozliczania tego ostatniego zostało odroczone dla małych kontrahentów, ponieważ dostęp do rozliczeń dla tych podmiotów jest utrudniony.

Warunek obowiązkowego rozliczania, które ma być skutecznym środkiem ograniczania ryzyka, wynika z tego, że kontrahenci centralni dysponują odpowiednimi narzędziami, które pozwalają im być rzetelnymi stronami umowy. Kontrahenci centralni nie podejmują aktywnie ryzyka, ale eliminują go z transakcji i koncentrują po swojej stronie ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych, w których są stroną. Potrzebne są więc takie ramy prawne, które zapewniają odporność kontrahentów centralnych i jednocześnie uniemożliwiają im pokusę zaniżania standardów zarządzania ryzykiem. Bez wątplenia, odporność kontrahentów centralnych staje się tym ważniejsza, że coraz więcej transakcji musi być i jest rozliczana przez nich, ale i z uwagi na fakt, że na rynku działa niewielu kontrahentów centralnych rozliczających ogromną liczbę transakcji. Przykładowo, na terenie UE jest ich tylko 17, przy czym wielu z kontrahentów centralnych zajmuje się rozliczaniem tylko niektórych instrumentów pochodnych.

Dodatkowo, duzi kontrahenci centralni są ze sobą powiązani. Związki te mogą wynikać z tego, że instytucje finansowe mogą być członkami kilku kontrahentów centralnych. Oznacza to, że jeśli jakaś instytucja ma problem z dotrzymaniem zobowiązań, będzie to dotyczyło dwóch lub więcej kontrahentów centralnych, a nie jednego. Powiązania te (w różnym zakresie, zależnie od rodzaju usług), mogą powstawać w ramach świadczonych usług, takich jak przetwarzanie płatności lub przechowywanie aktywów zdeponowanych jako zabezpieczenie, jeśli takie usługi są oferowane przez jeden podmiot kilku kontrahentom centralnym. W następstwie tego, prawie wszyscy kontrahenci centralni są, podobnie jak duże banki, instytucjami o znaczeniu systemowym, przez co ich bankructwo może mieć bardzo negatywne skutki dla całego systemu finansowego lub realnej gospodarki.

Z tego powodu, podjęto międzynarodowy wysiłek zmierzający do ustalenia wytycznych dla prawodawstwa w zakresie wzmocnienia kontrahentów centralnych. Dzięki temu opracowano rekomendacje, które, w ramach poszczególnych systemów prawa, pozwolą ujednoczyć podejście do tego problemu, który ma naturę globalną biorąc pod uwagę globalną skalę instrumentów.

W kwietniu 2012 r. Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (ang. International Organisation of Securities Exchanges Commission – IOSCO) opublikowała „Zasady dotyczące Infrastruktury Rynku Finansowego” (ang. Principles for Financial Market Infrastructures – PFMI), które w części dotyczą kontrahentów centralnych. Na dzień dzisiejszy informacja zwrotna potwierdza, że przepisy zostały wprowadzone w życie i sprawdzają się w praktyce Unijnej, ale praca nad ulepszaniem odporności kontrahentów centralnych trwa nieustannie i wyłaniają się wciąż nowe obszary zainteresowań, jak np. testy warunków skrajnych.

Równolegle, w sytuacji gdy kontrahenci centralni nabierają charakteru systemowego, uwaga jest kierowana na zaprojektowanie specjalnego systemu zarządzania ich możliwą upadłością.

Dzisiejsze standardy wyznaczone przez obowiązujące przepisy dotyczące kontrahentów centralnych są wysokie, a zasady stosowane przez banki (podlegają one wymogom kapitałowym, a także przepisom w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji), są dodatkową linią obrony przed ryzykiem wystąpienia sytuacji, w której bank będący członkiem kontrahenta centralnego bankrutuje w konsekwencji czego kontrahent centralny ponosi straty, które mogą doprowadzić go do bankructwa. Dlatego ryzyko upadłości kontrahenta centralnego powinno być maksymalnie ograniczone, być właściwie sytuacją, która praktycznie się nie powinna zdarzyć.

Ustalenie reguł postępowania w takich sytuacjach oraz zapewnienie, że kontrahenci centralni są przygotowani na taką sytuację może dodatkowo zwiększyć ich odporność oraz dyscyplinę. Stąd wzięły się prace nad ramami prawnymi uporządkowanej restrukturyzacji i upadłości kontrahentów centralnych. Chodzi zarówno o działania, jakie należy podjąć, gdy kontrahent centralny napotyka trudności mimo, że nie zagraża mu jeszcze utrata płynności czy wypłacalności, jak i te służące uporządkowanej likwidacji kontrahentów centralnych. Wtedy chodzi o zapewnienie alternatywnego dla braku wypłacalności systemu, który ma na celu alokację strat oraz zarządzanie upadłością w uporządkowany sposób w przypadku, gdy restrukturyzacja nie przyniesie zamierzonego skutku oraz jeśli brak wypłacalności zostanie uznany za mniej korzystny.

W odróżnieniu od problematyki odporności, ustawodawstwo unijne nie zawiera przepisów z zakresu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji kontrahentów centralnych. Taki system powstał na poziomie globalnym w odniesieniu do banków w postaci Dyrektywy w sprawie restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji banków (Bank Recovery and Resolution Directive – BBRD).

Prace nad ramami prawnymi dla kontrahentów centralnych zaczęły się w 2015 r, gdy Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO), Komitet ds. Płatności i Infrastruktury Rynkowej (Committee on Payments and Market Infrastructures – CPMI) oraz Rada Stabilności Finansowej (Financial Stability Board – FSB) ustaliły plan działania w trzech obszarach: odporności, restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. CPMI

wraz z IOSCO miały wspólnie opracować zasady dotyczące odporności i restrukturyzacji, podczas gdy Rada Stabilności Finansowej podjęła się ustalenia zasad dotyczących uporządkowanej likwidacji.

Plan działania ujrzał światło dzienne 5 lipca 2017 wraz publikacją trzech dokumentów z wytycznymi: jeden dotyczący odporności przygotowany przez Komitet ds. Płatności i Infrastruktury Rynkowej oraz Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych, rozwijający niektóre elementy istniejących już Zasad dotyczących Infrastruktury Rynku Finansowego (PFMI); kolejny dotyczący restrukturyzacji przygotowany również przez Komitet ds. Płatności i Infrastruktury Rynkowej oraz Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych, oraz trzeci dotyczący uporządkowanej likwidacji przygotowany przez Radę Stabilności Finansowej. Do ustawodawców, w tym UE, leży wprowadzenie powyższych wytycznych w życie.

W listopadzie 2016 r. Komisja Europejska opublikowała propozycję rozporządzenia ustanawiającego system restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji kontrahentów centralnych. Fundament projektu stanowią reguły ustalone na poziomie międzynarodowym. Ostateczna wersja tych reguł nie była znana w tym czasie, jednak Komisja pisząc projekt w możliwie największym stopniu uwzględniła toczone wówczas dyskusje oraz istniejący projekt dokumentu zawierającego wytyczne. Projekt ten bardzo wiernie odzwierciedla założenia Dyrektywy w sprawie restrukturyzacji i uporządkowanej restrukturyzacji, której podlegają banki przy czym, podstawowa struktura, elementy proceduralne oraz niektóre narzędzia, którymi dysponują organy realizujące uporządkowaną likwidację są w obu tekstach tożsame.

Podobnie jak w odniesieniu do banków, projekt stanowi, że państwa członkowskie w trybie natychmiastowym powołają organy odpowiedzialne za restrukturyzację i uporządkowaną likwidację kontrahentów centralnych. Kontrahenci centralni będą mieć obowiązek przygotowania planów restrukturyzacji, przedstawiając w nich strategię działania, jaką zastosują w przypadku wystąpienia trudności finansowych. Za implementację planów restrukturyzacji, które będą musiały być zatwierdzone przez organy do spraw restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, będą odpowiedzialni kontrahenci centralni. Organy nadzoru kontrahentów centralnych będą uprawnione do podjęcia środków wczesnej interwencji przed podjęciem decyzji o likwidacji. Organy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji opracują plan uporządkowanej likwidacji, który zaczną realizować w sytuacji, gdy pewne, osiągnięte kryteria płynności czy wypłacalności wykażą, że sytuacja finansowa kontrahenta centralnego pogorszyła się w zbyt dużym stopniu. Tekst zawiera listę narzędzi i uprawnień, które pozwalają organowi odpowiedzialnemu za restrukturyzację i uporządkowaną likwidację alokować straty i/lub umożliwi kontrahentowi centralnemu powrócić na neutralną pod względem ryzyka pozycję, wystawić kontrahenta centralnego na sprzedaż lub pozwolić kontrahentowi centralnemu tymczasowo pełnić funkcję instytucji pomostowej stosując zlagodzoną wersję przepisów.

Projekt jest obecnie przedmiotem dyskusji dwóch współ-ustawodawców, Parlamentu Europejskiego oraz Rady Unii Europejskiej.

Jednym z głównych wyzwań będzie zapewnienie, by różne narzędzia były dostosowane do specyfiki kontrahentów centralnych, których model biznesowy różni się od modelu biznesowego banków. Na przykład, struktura układu bilansu kontrahentów centralnych jest

różna, przez co zasoby finansowe, które będą dostępne na pokrycie strat nie będą takie same jak banków (raczej depozyty zabezpieczające oraz składki na rzecz funduszu na wypadek niewykonania zobowiązania niż kapitał własny). Ponadto, kontrahenci centralni nie są częścią większych grup prowadzących podobną działalność w różnych krajach i nie otwierają oddziałów ani filii, jakkolwiek są przeważnie częścią przedsiębiorstw zarządzających platformami handlowymi, które są w posiadaniu różnych typów infrastruktury rynków finansowych, wkraczając na różnych etapach procesu w wyniku zawartej transakcji. Ma to wpływ na przepisy dotyczące zasobów, jakie spółki macierzyste mogą przekazać kontrahentom centralnym. Niektóre z narzędzi określonych w obecnym projekcie, takie jak prawo organów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji do zwiększania składek gotówkowych, anulowania w ostateczności niektórych kontraktów lub redukcja wypłat niektórych zysków członkom, co jest obowiązkiem kontrahentów centralnych, zostały dostosowane do tych podmiotów. Część pozostałych narzędzi, jak na przykład tymczasowa działalność kontrahentów centralnych, którzy będą nadal realizować część swoich usług będąc stopniowo likwidowanymi, zostały zapożyczone z systemów przewidzianych dla banków i na tym etapie nie wiadomo, jak te rozwiązania sprawdzą się w praktyce.

Dalsze wyzwania odnoszą się do tego, by przepisy dawały pewność prawną, wykluczając przyjmowanie rozbieżnych podejść wśród kontrahentów centralnych oraz organów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Jednocześnie, powinien tworzyć wystarczającą elastyczność postępowania w sytuacjach, które zgodnie z naszą wiedzą, będą z definicji skrajne, a ich wystąpienie mało prawdopodobne.

Istnieje także potrzeba utrzymania spójności środków zachęty ustanowionych w rozporządzeniu w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (EMIR), także będącego w tej chwili przedmiotem zmian, oraz zasad dotyczących zarządzania skutkami niewykonania zobowiązania określonych już w ramach tego rozporządzenia. Interakcja ta będzie mieć w szczególności wpływ na prace nad zasadami dotyczącymi zaspokojenia wierzycieli, którzy, w myśl przepisów międzynarodowych, muszą być rekompensowani w przypadku uruchomienia procedury likwidacyjnej jako ci, którzy znajdują się w gorszej sytuacji niż w momencie podjęcia decyzji o ogłoszeniu niewypłacalności. W odniesieniu do banków, dokonywanie porównania pomiędzy wynikami a, odpowiednio, uporządkowaną likwidacją i niewypłacalnością jest wystarczająco klarowne. Jednakże, w przypadku kontrahentów centralnych, należy wziąć pod uwagę specyfikę obowiązującego systemu, już istniejącego w przepisach prawnych, ale różniącego się od niewypłacalności. Mam na myśli procedurę zarządzania skutkami niewykonania zobowiązania określoną w rozporządzeniu w sprawie infrastruktury rynku europejskiego.

W przyszłości należy również dokonać dokładniejszego rozróżnienia sytuacji, w której niewywiązanie się ze zobowiązania członka, zwykle banku, powoduje, że kontrahent centralny ponosi straty prowadzące do bankructwa od okoliczności, w których straty są następstwem innych czynników, które, w przeciwieństwie do działalności członków, są w większości kontrolowane przez kontrahenta centralnego. Mogą to być straty wynikające z cyberataków, straty ponoszone na inwestycjach dokonywanych przez kontrahentów centralnych, wewnętrzne błędy ludzkie oraz techniczne. Obie sytuacje będą w różny sposób uwzględnione w księgach kontrahentów centralnych, pociągając za sobą inny zakres odpowiedzialności oraz spowodują uruchomienie odmiennych strategii działania. Dlatego niezbędne będzie dokonanie wyraźnego rozgraniczenia lub przynajmniej stworzenie odrębnych sekcji w planach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

Ten ostatni punkt nabrał innego znaczenia wraz z rozpoczęciem procedury Brexitu. W większości przypadków kontrahentów centralnych prowadzących działalność w kilku państwach członkowskich Unii dzieje się tak, że decyzje w sprawie planów restrukturyzacji oraz planów uporządkowanej likwidacji są podejmowane przez kolegium. Gromadzi ono przedstawicieli Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego oraz szeregu organów nadzoru i banków centralnych odpowiednich państw, na przykład organu nadzoru największych członków rozliczających lub banków centralnych emitujących waluty Unii o największym znaczeniu dla rozliczanych instrumentów finansowych. Jest to ta sama struktura, która występuje w rozporządzeniu w sprawie infrastruktury rynku europejskiego jako organ nadzorczy transgranicznych kontrahentów centralnych. Może ona jednak być mało wydajna w odniesieniu do działań w ramach uporządkowanej likwidacji, gdzie wymagane jest szybkie podejmowanie decyzji.

Działania zmierzające do usprawnienia tego systemu zostały już podjęte.

Jednakże, ten specyficzny problem nabiera innego znaczenia w kontekście Brexitu. Czterech z siedemnastu kontrahentów centralnych, a pomiędzy nimi największe i najbardziej zdywersyfikowane, są zlokalizowane na terenie Wielkiej Brytanii. W momencie opuszczenia Unii przez Wielką Brytanię będzie musiał zostać utworzony nowy system dla ich nadzoru. Ta sytuacja, z punktu widzenia Europy kontynentalnej, przemawia za wzmocnieniem jednolitego europejskiego organu nadzoru kontrahentów centralnych, jako że niektóre z 27 państw członkowskich będą mieć na swoim terenie kontrahentów centralnych i tylko część regulatorów będzie dysponować doświadczeniem w zakresie takich podmiotów.

Jest to zagadnienie odrębne od restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, ale należy mieć go na uwadze podczas debaty w zakresie rozwiązań instytucjonalnych dla restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, ponieważ europejskiemu jednolitemu organowi nadzoru powinien towarzyszyć europejski organ restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

Wspomniałam powyżej, iż kiedy Zjednoczone Królestwo opuści Unię, obecny system nadzoru kontrahentów centralnych krajów trzecich będzie wymagał zmian, wprowadzonych z dostatecznym wyprzedzeniem. LCH Clearnet, największy europejski kontrahent centralny, który znajduje się na terenie Wielkiej Brytanii, przetwarza około trzech czwartych globalnych instrumentów pochodnych denominowanych w euro oraz rozlicza szacunkowo 850 miliardów euro dziennie. Może znaleźć się poza regulacyjnym zasięgiem Unii.

Już w 2011, Europejski Bank Centralny, bronił (nieskutecznie) przed Europejskim Trybunałem Sprawiedliwości, przepisów, które nakazywały rozliczanie produktów finansowych denominowanych w euro w strefie euro, jeśli ich wartość przewyższała określony poziom.

Dzisiaj ponownie dochodzą do głosu argumenty za tym, aby rozliczać produkty denominowane w euro na terenie UE. Takie rozwiązanie, według jego zwolenników, pozwoliłoby lepiej kontrolować praktyki kontrahentów centralnych. Dzięki niemu wyeliminowano by sytuację, w której kontrahenci centralni przejmujący ryzyko podlegają pod inne prawodawstwo niż podmioty ponoszące koszty tego ryzyka (organy krajowe oraz Europejski Bank Centralny), odpowiedzialne za zapewnienie płynności w walucie europejskiej w przypadku, gdy kontrahent centralny ma problemy z realizowanymi przez niego transakcjami denominowanymi w euro.

Warto wziąć pod uwagę i to, że takie rozwiązanie mogłoby mieć negatywny skutek w postaci fragmentacji rynku, w konsekwencji, redukując osiągnane przez kontrahentów centralnych korzyści wynikające z dużej liczby transakcji przez nich realizowanych. Może to mieć konsekwencje w postaci mniejszej płynności, co w rezultacie zwiększyłoby koszty wszystkich uczestników. Równałoby się ono również z decyzją o sztywnym narzuceniu lokalizacji działalności, która zastąpiłaby działanie sił rynkowych jednak bez gwarancji większych zysków. W dalszej kolejności wymagałoby to również od działających na terenie Unii kontrahentów centralnych przejęcia dodatkowych wolumenów transakcji, a od regulatorów państw kontynentalnej Europy, do których przeniesione zostały transakcje, zdolności nadzoru tego rodzaju aktywności.

W każdym przypadku potrzeba czasu na dokonanie relokacji oraz przystosowanie się uczestników.

Mniej skomplikowana i bardziej proporcjonalna opcja, która rozwiązałaby uzasadnione obawy każdej ze stron, polegająca na pogłębionym nadzorze kontrahenta centralnego z krajów trzecich, który, w dużej mierze, oparty jest na nadzorze kraju macierzystego, również jest oceniona jako niewystarczająca.

W czerwcu b.r. Komisja Europejska opublikowała projekt Zmiany rozporządzenia EMIR dotyczący nadzoru kontrahentów centralnych. Prezentuje on bardziej europejskie podejście do nadzoru kontrahentów centralnych oraz bardziej restrykcyjne systemy dla kontrahentów centralnych z krajów trzecich. Jest on we wstępnym etapie prac legislacyjnych w Radzie i Parlamencie Europejskim.