

Mariusz Szpringer, Włodzimierz Szpringer

Kontrahenci centralni z perspektywy ekonomicznej analizy prawa

Globalny kryzys gospodarczy i finansowy spowodował falę bankructw, wzrost bezrobocia, straty inwestorów i konieczność przekazania przez rządy znacznych kwot, aby zapobiec załamaniu się światowego systemu bankowego. Napięcia doprowadziły do tego, że niektóre kraje strefy euro musiały wystąpić o pomoc do UE i MFW.

Jednym z ważnych czynników, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu i doprowadziły do zaburzeń na globalnym rynku finansowym było zaangażowanie instytucji finansowych w obrót instrumentami pochodnymi (derywatami) rynku OTC (*over-the-counter market*). Handel tymi instrumentami spowodował powstanie pomiędzy licznymi instytucjami finansowymi sieci współzależności, opierającej się na wzajemnych ekspozycjach kredytowych.

Szybki wzrost obrotu transakcyjnego na rynku OTC w okresie przedkryzysowym, jak również ogólna nieprzejrzystość rynków pozagiełdowych w połączeniu ze skomplikowanym, niestandardowym charakterem wielu ww. instrumentów, powodowały nieraz utratę możliwości kontrolowania ryzyka wynikającego ze wspomnianych ekspozycji. Dlatego w następstwie kryzysu podjęto w UE działania na rzecz wprowadzenia konkretnych rozwiązań regulacyjnych, aby umocnić mechanizmy osłonowe i złagodzić brak odporności rynku na niekontrolowany

przyrost ryzyka w obrocie instrumentami finansowymi.

Na szczycie przywódców państw G-20 w Pittsburghu we wrześniu 2009 r. wezwano do reformy infrastruktury rynku derywatów OTC, przez wprowadzenie obowiązku centralnego rozliczania najbardziej wystandaryzowanych kontraktów pochodnych, będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym w izbach typu CCP, jak również obowiązku zgłaszania tych kontraktów do tzw. repozytoriów transakcji. Uznano, że transakcje pozagiełdowe miały istotny wpływ na rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego i wymagają większej kontroli. Najwcześniej zareagowały Stany Zjednoczone, gdzie wprowadzono ustawę Dodd-Frank Act (weszła w życie w dniu 21 lipca 2010 r.), nieco później do prac nad podobnym rozwiązaniem przystąpiły instytucje UE [Sikorzewski, 2011]. Wyrazem tych działań jest rozporządzenie nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r., w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. U. UE L 201/1 z 27.7.2012 ze zm.), zwane „rozporządzeniem EMIR” (*European Market Infrastructure Regulation*), które ma na celu m.in. ograniczenie ryzyka kryzysu.

Koncepcja rozporządzenia EMIR

Głównym zadaniem EMIR jest ograniczenie ryzyka na rynku transakcji po-

chodnych i dostarczenie nadzorcom informacji, dzięki którym mogą monitorować rynek instrumentów pochodnych i nie dopuścić do kolejnego kryzysu finansowego. Rozporządzenie EMIR (wraz z uzupełniającymi go aktami delegowanymi), określa zakres obowiązku centralnego rozliczania transakcji w CCP i zasady zarządzania ryzykiem w odniesieniu do kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, zasady raportowania kontraktów dotyczących instrumentów pochodnych, a także ustanawia jednolite zasady prowadzenia działalności przez kontrahentów centralnych – CCP i repozytoria transakcji.

Na mocy upoważnień zawartych w rozporządzeniu EMIR opracowywane są projekty tzw. regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych w kluczowych obszarach. Akty te są przyjmowane przez Komisję Europejską w formie prawnej rozporządzeń delegowanych. Większość standardów technicznych do rozporządzenia EMIR obowiązuje od dnia 15 marca 2013 r. W dniu 3 października 2013 r. wszedł w życie standard regulujący organizację i funkcjonowanie tzw. kolegów nadzorczych dla CCP. Wciąż jednak pozostają do wydania standardy dotyczące typów kontraktów objętych obowiązkiem centralnego rozliczania.

Kontrahenci centralni – CCP, zwani też „centralnymi kontrpartnerami” to izby rozliczeniowe, które w sensie prawnym działają pomiędzy stronami kontraktów będących w obrocie na jednym rynku finansowym (lub ich większej liczbie), stając się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy. W efekcie podmioty te przyjmują na siebie rolę kontrahenta dla każdego spośród kontrahentów transakcji, które są przekazywane do rozliczenia. W ten sposób CCP odpowiadają za rozliczenie transakcji, co ogranicza jednostkowe ryzyko kredytowe poszczególnych stron transakcji i ma gwarantować płynne rozliczenie kontraktów.

W praktyce rynkowej istnieją dwie najczęściej stosowane metody przejmowania przez izbę CCP praw i obowiązków stron rozliczanych kontraktów, tj. poprzez wykorzystanie mechanizmu nowacji rozliczeniowej albo mechanizmu zwanego *open offer*. Sens prawny nowacji rozliczeniowej polega na zastąpieniu pierwotnej umowy zawartej przez strony transakcji dwiema nowymi umowami, w których zawsze jedną stroną jest CCP, zaś drugą stroną jest jedna ze stron pierwotnej umowy, czyli – odpowiednio – strona kupująca w jednej umowie i strona sprzedająca w drugiej umowie. Tym samym dochodzi do wygaśnięcia praw i obowiązków wynikających ze wspomnianej umowy pierwotnej, zaś w ich miejsce pojawiają się stosunki prawne łączące CCP z poszczególnymi kontrahentami. Każdy z kontrahentów staje się zobowiązany do spełnienia swego świadczenia wyłącznie na rzecz CCP, i jednocześnie posiada wyłączenie względem CCP roszczenie o spełnienie odpowiadającego mu świadczenia wynikającego z pierwotnej umowy. Mechanizm *open offer* różni się od nowacji rozliczeniowej tym, że umiejscowienie CCP pomiędzy kontrahentami następuje wcześniej. W tym przypadku w ogóle nie dochodzi do zawiązania się pomiędzy stroną kupującą a stroną sprzedającą stosunku umownego (tj. tego, co określiliśmy jako „pierwotną umowę” przy nowacji rozliczeniowej). Istotą *open offer* jest to, że CCP staje się stroną transakcji w chwili uzgodnienia przez stronę kupującą i sprzedającą warunków transakcji. Rozporządzenie EMIR pozostawia swobodę wyboru mechanizmu wstępowania CCP w prawa strony transakcji.

Nowością regulacyjną są też repozytoria transakcji (*trade repositories*). Są to osoby prawne, których przedmiot działalności stanowi gromadzenie i przechowywanie na szczeblu centralnym danych dotyczących instrumentów pochodnych. Pełnią więc funkcję centralnych rejestrów

danych o zawieranych kontraktach pochodnych (w tym o kontraktach rozliczanych centralnie w CCP). Zgodnie z art. 9 rozporządzenia EMIR, kontrahenci i izby CCP zapewniają zgłaszanie szczegółowych informacji na temat każdego zawartego przez siebie kontraktu pochodnego oraz wszelkich zmian, lub rozwiązania kontraktu do repozytorium transakcji, zarejestrowanemu zgodnie z właściwymi przepisami rozporządzenia EMIR.

Na tle obowiązku centralnego rozliczania, przepisy rozporządzenia przewidują podział na dwa typy kontrahentów: tzw. kontrahentów finansowych oraz tzw. kontrahentów niefinansowych. Przez kontrahentów finansowych rozumie się firmy inwestycyjne, banki, zakłady ubezpieczeń i reasekuracji, zarządzających funduszami UCITS, instytucje pracowniczych programów emerytalnych oraz alternatywne fundusze inwestycyjne zarządzane przez ZAFI. Z kolei, za kontrahentów niefinansowych uważa się wszelkie przedsiębiorstwa (z wyłączeniem kontrahentów finansowych oraz izb CCP) mające siedzibę w UE. Zasadą jest obligatoryjne stosowanie przepisów rozporządzenia EMIR dotyczących centralnego rozliczania transakcji przez kontrahentów finansowych (z pewnymi wyjątkami dotyczącymi m.in. tzw. transakcji wewnątrzgrupowych, czyli zawieranych w obrębie grupy kapitałowej). W odniesieniu do kontrahentów niefinansowych obowiązek centralnego rozliczania transakcji w CCP aktywuje się natomiast dopiero z chwilą przekroczenia pewnych progów rozliczeniowych (*clearing thresholds*), których wartości są wyliczane w oparciu o regulacyjne standardy techniczne.

Kontrahenci niefinansowi (korporacyjni) podlegają więc regułom centralnego rozliczania w ograniczonym zakresie, tj. tylko gdy ich pozycje na pozagiełdowych instrumentach pochodnych będą uznane za znaczące. Regulatorom chodziło o to, aby przesadnie nie ingerować w

rynek i nie narzucać przedsiębiorstwom zbyt obciążających i kosztownych wymogów w porównaniu ze skalą i charakterem prowadzonej działalności. Ze względu na założenie, że ich działalność w zakresie instrumentów pochodnych wiąże się z zabezpieczaniem prowadzonej przez nich działalności gospodarczej, a nie ze spekulacją (np. Dodd-Frank Act opisuje to jako *bona fide hedging*) [Sikorzewski, 2011].

Istotną kwestią jest zdefiniowanie, jakiego typu kontrakty należy uznać za wystarczająco standardowe, by podlegały obowiązkowi rozliczenia przez CCP. Przepisy EMIR tworzą tutaj pole dla dwóch typów inicjatywy: „oddolną”, polegającą na tym, że identyfikacja ww. kontraktów realizuje się za sprawą krajowego organu nadzoru poprzez udzielenie CCP autoryzacji w zakresie rozliczania określonych klas instrumentów (art. 5 ust. 1 rozporządzenia EMIR), oraz „odgórną”, w ramach której ESMA może z własnej inicjatywy, po konsultacji m.in. z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego, zidentyfikować, jakie kontrakty powinny podlegać obowiązkowi rozliczania (art. 5 ust. 3 rozporządzenia EMIR).

Zgodnie z art. 5 ust. 2 rozporządzenia EMIR finalne określenie klas instrumentów pochodnych podlegających obowiązkowi rozliczania w CCP ma zostać dokonane przez Komisję Europejską w regulacyjnych standardach technicznych. Rozporządzenie nakazuje, aby określenie klas instrumentów odbywało się z uwzględnieniem takich kryteriów jak stopień standaryzacji, wolumen i płynność danej klasy instrumentów, a także dostępność informacji o wycenach takich instrumentów. Im wyższy stopień standaryzacji tych instrumentów oraz ich płynności, a także dostępności wiarygodnych i powszechnie przyjętych zasad ich wyceny, tym większe prawdopodobieństwo, że zostaną one sklasyfikowane jako podlegające rozliczeniu w CCP.

Termin na przedłożenie Komisji projektu standardów technicznych przez ESMA wynosił 6 miesięcy, od powiadomienia ESMA o zakończeniu pierwszej autoryzacji CCP na prowadzenie rozliczeń w zakresie danej klasy instrumentów. Pierwsza autoryzacja CCP miała miejsce w marcu 2014 r., a pierwszy projekt standardu (dotyczący kontraktów typu IRS) został przedłożony Komisji w październiku 2014 r. Po przeprowadzeniu dalszego procesu legislacyjnego, standardy określające klasy kontraktów obowiązkowo kierowanych do rozliczania w CCP powinny wejść w życie w I połowie 2015 r.

Zgodnie z art. 14 ust. 1 rozporządzenia EMIR świadczenie usług rozliczeniowych w charakterze CCP podlega obowiązkowi uzyskania zezwolenia. Rozporządzenie EMIR ustanawia zasadę jednolitego paszportu dla autoryzowanych izb CCP w UE, gdyż zezwolenie jest od momentu jego udzielenia skuteczne na całym terytorium UE. Spektrum wymogów regulacyjnych powoduje wszelako, że nie jest łatwo uzyskać status CCP. Zezwolenie uzależnione jest nie tylko od spełnienia licznych wymogów kapitałowych (m.in. minimalny kapitał założycielski w równowartości 7,5 mln euro), czy organizacyjnych (obszerne wymogi korporacyjne oraz konieczność powołania stałego komitetu ryzyka jako ciała doradczego), ale także od dostępu danego CCP do odpowiedniej płynności. Kompetencję do udzielania zezwoleń CCP przyznano krajowym organom nadzoru (ESMA wydaje zezwolenia tylko w wyjątkowych okolicznościach określonych w rozporządzeniu). W przypadku Polski organem takim jest Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), zgodnie z art. 3 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2014 r., poz. 1537, ze zm.). Zgodnie z wieloetapową procedurą autoryzacji, określoną w art. 17-19 rozporządzenia EMIR, przed wydaniem

zezwoleń KNF zasięga opinii kolegium nadzorczego.

Kolegium nadzorcze jest formalnym ciałem doradczym, w skład którego wchodzi – oprócz przedstawiciela ESMA i organu właściwego dla CCP – również reprezentanci m.in. banków centralnych emitujących waluty unijne o największym znaczeniu dla rozliczanych w danym CCP instrumentów finansowych, przedstawiciele właściwych organów nadzoru nad uczestnikami rozliczającymi CCP mającymi siedzibę w trzech państwach członkowskich UE, które przekazują łącznie w okresie jednego roku największe składki do prowadzonego przez CCP funduszu rozliczeniowego. Przykładowo, w skład kolegium nadzorczego utworzonego dla polskiej izby KDPW_CCP weszli przedstawiciele ESMA, KNF, NBP oraz organów nadzoru nad rynkiem finansowym z Belgii i Francji. Przedstawiciel ESMA nie ma jednak prawa głosu w kolegium, gdyż celem udziału ESMA nie jest uczestnictwo w merytorycznym procesie decyzyjnym związanym z przygotowaniem opinii kolegium, lecz zapewnienie spójnego i prawidłowego stosowania przepisów rozporządzenia EMIR.

Regulator europejski (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, ESMA) jest natomiast wyposażony w uprawnienia do rejestrowania repozytoriów transakcji, wycofywania rejestracji oraz sprawowania nadzoru nad repozytoriami. Oczywiście można się zastanawiać, czy przerzucenie części uprawnień nadzorczych z lokalnych nadzorców na ESMA jest uzasadnione. W zakresie określonym w rozporządzeniu EMIR i standardach technicznych, odpowiednie organy mają zapewniony dostęp do danych zgromadzonych w repozytorium, potrzebnych do wykonywania ich praw i obowiązków (są to m.in. ESMA, Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, krajowe organy nadzoru nad CCP, banki centralne – członkowie ESBC).

Istota działania CCP

Pierwszą podstawową cechą centralnego rozliczania transakcji w CCP jest wstępowanie CCP w prawa i obowiązki, wynikające z rozliczanego kontraktu na bazie opisanych wyżej mechanizmów prawnych (CCP sam staje się stroną wszystkich przyjętych do rozliczenia transakcji). Drugą podstawową cechą jest zaangażowanie kapitału własnego CCP w proces zabezpieczenia rozliczeń. Innymi słowy, CCP gwarantują dokonanie rozliczenia transakcji majątkiem własnym, którego minimalne parametry są określane w drodze regulacji. Trzecią istotną cechą CCP jest to, że jedynym przedmiotem ich działalności jest dokonywanie rozliczeń oraz kompleksowe zarządzanie ryzykiem związanym z rozliczeniami. W tym celu każda izba CCP prowadzi system zabezpieczania rozliczeń transakcji, którego rolą jest niedopuszczanie do wystąpienia w obrocie instrumentami finansowymi sytuacji awaryjnych, polegających na niewykonywaniu zobowiązań wynikających z zawartych kontraktów. I wreszcie – co jest efektem powyższych cech – mechanizm działania CCP umożliwia rozdzielanie (mutualizację) strat pomiędzy dużą liczbę uczestników rynku, dzięki czemu przyczynia się do amortyzowania skutków materializacji ryzyka systemowego. W ten sposób ciężar ewentualnych strat ulega rozproszeniu i nie uderza bezpośrednio w małą liczbę podmiotów, chroniąc je przed negatywnymi konsekwencjami [Gregory, 2014].

Te cechy podnoszą stopień wiarygodności CCP jako kontrahenta w porównaniu do poszczególnych instytucji zawierających transakcje na rynku finansowym. Znajduje to wyraz m.in. w możliwości stosowania przez instytucje kredytowe obniżonych wymogów kapitałowych, z tytułu ekspozycji na transakcje rozliczane w kwalifikowanym CCP, tj. CCP, który zgodnie z rozporządzeniem EMIR uzyskał autoryzację lub został uznany jako

CCP z państwa trzeciego. Stosuje się tu wagę ryzyka 2 proc. Od tego wymogu należy odróżnić wymóg kapitałowy z tytułu wpłat do funduszu rozliczeniowego w CCP (jest on uzależniony m.in. od wielkości środków własnych CCP, które w ramach kaskadowego pokrywania strat będą wykorzystane przed środkami pochodzącymi z wpłat do tego funduszu, wniesionych przez uczestników prawidłowo wykonujących zobowiązania). Metody kalkulacji obu wymogów zawarto w art. 306-308 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów kapitałowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (tzw. rozporządzenie CRR). Dodatkowo, w 2014 r. Komisja Europejska wydała rozporządzenia (nr 591/2014 z dnia 3 czerwca 2014 r. oraz nr 1317/2014 z dnia 11 grudnia 2014 r.), dwukrotnie przedłużając o 6 miesięcy okresy przejściowe wynikające z rozporządzenia CRR (zezwalają one na stosowanie obniżonych wymogów kapitałowych już przed autoryzacją izby, jeśli działała ona jako CCP przed wejściem w życie standardów technicznych określonych w art. 89 ust. 3 rozporządzenia EMIR).

Zaletą mechanizmu centralnego rozliczania jest ponadto zredukowanie łącznego wolumenu wzajemnych ekspozycji w obrocie instrumentami finansowymi. Stając się stroną wszystkich rozliczanych transakcji, CCP jest w stanie kalkulować wszystkie należne świadczenia transakcyjne na bazie netto i stosować metodę wielostronnego nettingu (wielostronnej kompensacji) zobowiązań. Z drugiej strony, konsekwencją mechanizmu rozliczania transakcji w CCP jest jednak pełna kumulacja ryzyka rozliczeniowego w tych podmiotach, co oznacza, że ryzyko kredytowe kontrahenta, ryzyko prawne, ryzyko płynności oraz ryzyko operacyjne zostają scentralizowane w CCP. Są to zatem instytucje o bardzo poważnym znaczeniu

dla całego systemu finansowego. Pomimo tego, wyspecjalizowany profil działalności CCP (zarządzanie wyłącznie ryzykiem wynikającym z rozliczeń), oraz restrykcyjne unormowania prawne w zakresie prowadzenia tej działalności sprawiają, że właśnie w CCP pokłada się nadzieje na ograniczanie ogólnego wymiaru ryzyka systemowego.

Fundamentem prawidłowego funkcjonowania rozliczeń w CCP jest system zabezpieczania rozliczeń. Jego rolą jest zapewnienie środków finansowych niezbędnych do ewentualnego pokrycia strat, jakie mogą powstać w przypadku niewykonania zobowiązań przez uczestników rozliczających izby CCP. Na system zabezpieczania rozliczeń składają się aktywa wnoszone przez uczestników rozliczających izby oraz środki własne izby.

Aktywa pochodzące od uczestników to przede wszystkim depozyty zabezpieczające (*margins*). Zgodnie z regulacyjnymi standardami technicznymi (rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 153/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r., Dz. U. UE L 52/41 z 23.2.2013 r.), depozyty zabezpieczające dzielą się na depozyty wstępne (*initial margins*) oraz zmienne depozyty zabezpieczające (*variation margins*), zwane też depozytami właściwymi. Pierwsze służą przede wszystkim pokryciu potencjalnej przyszłej ekspozycji kredytowej CCP wobec uczestnika rozliczającego wnoszącego depozyt – w przypadku niewypłacalności tego uczestnika powodującej stratę przewyższającą wartość wynikającą z ostatniej wyceny właściwego depozytu zabezpieczającego. Natomiast właściwe depozyty zabezpieczające służą zabezpieczeniu ekspozycji bieżących danego uczestnika rozliczającego, przy uwzględnieniu faktycznych zmian cen rynkowych. Wycena tych właściwych depozytów dokonywana jest przez CCP każdego dnia. Poza depozytami zabezpieczającymi, uczestnicy rozliczający obowiązani są do wnoszenia wpłat (składek)

do funduszu na wypadek niewykonania zobowiązań, zwanego też funduszem rozliczeniowym (*default fund contributions*). Fundusz rozliczeniowy jest zasobem środków (jego finansowanie następuje *ex ante*) utrzymywanym na bieżąco przez CCP w celu pokrycia strat, dla których pokrycia nie wystarczają depozyty zabezpieczające. Składki do funduszu rozliczeniowego są proporcjonalne do wartości ekspozycji poszczególnych uczestników rozliczających.

Poza wymienionymi kategoriami środków, system zabezpieczania rozliczeń obejmuje także własne celowe środki izby CCP, z przeznaczeniem na wykorzystanie w ramach mechanizmu tzw. kaskadowego pokrywania strat (*default waterfall*). Środki własne izby CCP wykorzystywane w tym celu określa się jako *skin in the game* (SIG). W świetle regulacji europejskich suma środków własnych na potrzeby kaskadowego pokrywania strat musi stanowić przynajmniej 25 proc. minimalnego kapitału regulacyjnego CCP, określonego w art. 16 rozporządzenia EMIR. Co istotne, suma środków stanowiących SIG oraz środków funduszu rozliczeniowego, musi umożliwiać izbie CCP przetrzymanie niewykonania zobowiązania przez co najmniej dwóch uczestników rozliczających, w odniesieniu do których ekspozycje kredytowe są największe w skrajnych, lecz prawdopodobnych warunkach rynkowych.

Mechanizm kaskadowego pokrywania strat polega na zapewnieniu ściśle określonej sekwencyjności uruchamiania środków zgromadzonych w systemie zabezpieczania rozliczeń. W przypadku niewypłacalności uczestnika rozliczającego (i co za tym idzie – niewykonania przez niego zobowiązań wynikających z zawartych transakcji), jego zobowiązania pokrywane są z jego depozytów zabezpieczających oraz z wpłat tego uczestnika do funduszu rozliczeniowego. Jeżeli kwoty te

nie pozwolą na pokrycie zobowiązań, wykorzystuje się wspomnianą pulę środków własnych CCP. W sytuacji, gdy i te kwoty nie doprowadzą do pokrycia zobowiązań, wówczas sięga się do pozostałych środków funduszu rozliczeniowego, tj. do wpłat pozostałych uczestników, zaś w ostatniej kolejności – do pozostałych środków własnych izby CCP (przy czym dopuszczalne jest poprzedzenie tego ostatniego etapu kaskadowego pokrycia strat wezwaniem uczestników izby CCP do wniesienia wpłat dodatkowych do funduszu). Warto zwrócić uwagę, że w celu pokrycia strat wynikających z niewykonania zobowiązań przez danego uczestnika, CCP nie może wykorzystywać środków wniesionych z tytułu depozytów zabezpieczających przez uczestników prawidłowo wykonujących swe zobowiązania (art. 45 ust. 4 rozporządzenia EMIR).

Warto zauważyć, że wpłaty wniesione do funduszu rozliczeniowego przez uczestników prawidłowo wykonujących zobowiązania mogą zostać wykorzystane dopiero, gdy niewystarczająca okaże się pula celowych środków własnych CCP. Tak określona sekwencyjność wykorzystania zasobów systemu zapewnia, że dzięki zaangażowaniu środków własnych CCP, mutualizacja strat dokonuje się na relatywnie późnym etapie ich pokrywania, a więc – jak można zakładać – jedynie w sytuacji, gdy suma niewykonanych zobowiązań będzie bardzo wysoka (przy czym, dzięki temu mechanizmowi, następuje ona jedynie w części, tj. w zakresie, w jakim straty nie zostały pokryte innymi środkami). Jednocześnie, zobowiązanie CCP do wykorzystania określonej puli środków własnych w ramach mechanizmu pokrywania strat, ma za zadanie ograniczać pokusy nadużyć po stronie CCP. Dzięki temu bowiem CCP powinien dążyć do przezornego zarządzania ryzykiem. Z tych względów regulację tę należy uznać za zgodną z zasadą proporcjonalności regulacyjnej.

Można więc uogólnić, że główną zaletą centralnego rozliczania za pośrednictwem CCP jest redukcja ryzyka kontrahenta. Z drugiej jednak strony, efektem upowszechniania centralnego rozliczania jest zwiększenie zapotrzebowania na płynność konieczną dla prawidłowego działania systemu zabezpieczania rozliczeń. Kwestia ta została dostrzeżona w regulacjach unijnych. Stosownie do art. 44 ust. 1 rozporządzenia EMIR, CCP musi mieć stały dostęp do odpowiedniej płynności. Jak wskazano w punkcie 71 preambuły do rozporządzenia EMIR, płynność tę można zapewnić poprzez dostęp do płynności banku centralnego, do płynności mającego zdolność kredytową, rzetelnego banku komercyjnego lub z obu tych źródeł równocześnie. Mierząc swe zapotrzebowanie na płynność, izba CCP musi uwzględniać ryzyko utraty płynności po niewykonaniu zobowiązania przez co najmniej dwóch uczestników rozliczających, w odniesieniu do których ekspozycje CCP są największe. Jest to logiczne, bowiem w świetle regulacji właśnie do pokrycia takich rozmiarów strat muszą wystarczyć podstawowe składniki systemu zabezpieczania płynności rozliczeń (tj. cały fundusz rozliczeniowy oraz pula SIG). Jeżeli straty są większe, to CCP może ratować sytuację poprzez uruchomienie płynności awaryjnej z banku centralnego lub komercyjnego.

Warto podkreślić, iż regulacje unijne nie wskazują „preferowanego” źródła płynności dla CCP. Nie ulega wszelako wątpliwości, że bank centralny jest – zwłaszcza w okresie zaburzeń na rynkach finansowych – bezpieczniejszym i bardziej niezawodnym źródłem płynności aniżeli nawet silne kapitałowo banki komercyjne. Zasadne wydaje się zatem dążenie do sytuacji, w której izby CCP będą przynajmniej częściowo korzystać z możliwości awaryjnego pozyskania płynności banku centralnego na potrzeby prowadzonych rozliczeń.

Dodatkowo, biorąc pod uwagę zmieniającą się w czasie ekspozycję CCP na ryzyko, rozporządzenie EMIR zobowiązuje CCP do dokonywania regularnych przeglądów modeli i parametrów służących do obliczania wymogów w zakresie depozytów zabezpieczających, składek do funduszu rozliczeniowego oraz wymogów dotyczących zabezpieczeń. Rozporządzenie to narzuca ponadto standardy odnoszące się do regularnego stosowania *stress testów* (testów warunków skrajnych) i *back testów* (testów opartych na weryfikacji historycznej), w celu oceny jakości i wiarygodności ww. modeli. Ocenie podlegają też procedury ciągłości działania (*business continuity*).

W centrum debaty jest problem zabezpieczeń. Z jednej strony wykorzystanie wielostronnego nettingu powinno sprzyjać zmniejszaniu zapotrzebowania na zabezpieczenia w skali całego rynku, lecz z drugiej strony rygorystyczne regulacje odnoszące się do jakości zabezpieczeń powodują, że ograniczeniu ulega ogólny zasób zabezpieczeń akceptowalnych przez CCP. Skoro zaś podaż zabezpieczeń odpowiadających wymogom regulacyjnym jest ograniczona, rozważa się możliwości wielokrotnego korzystania z określonego rodzaju zabezpieczeń (*re-use*), a także ich mobilności, przenoszalności czy transformacji między obszarami czy regionami. Powstają modele optymalnego wykorzystania zabezpieczeń, które mają pewne cechy bezpieczeństwa, dostępności oraz płynności. Kontekst stanowi lepsza informacja i przejrzystość infrastruktury rynku finansowego.

Paleta zabezpieczeń może być szeroka, często można rozważać alternatywne, innowacyjne formy zabezpieczeń, np. w ramach Portfolio Management. Stanowią one przedmiot specjalnych porozumień ramowych (*Master Agreements*), których podstawy koncepcyjne opracowuje International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Dla instytucji finansowych,

w tym banków, wprowadzenie CCP stanowi wyzwanie strategiczne, gdyż muszą one dokonać przeglądu wewnętrznych procedur i produktów w kontekście wzrostu kosztów kontraktowania, rozliczania i raportowania transakcji, jak również depozytów zabezpieczających i pozostałych zabezpieczeń [FSI, 2014, Anderson, Joeveer, 2014, Summers, Wells, 2014].

Należy oczywiście zauważyć, że istnieje pewne pole wyboru systemów zabezpieczeń – od systemów dwustronnych w kierunku systemów centralnych prowadzonych przez izby CCP. Zaletą systemu scentralizowanego powinna być wszakże profesjonalizacja zarządzania ryzykiem związanym z zabezpieczeniami. Rolą nowych regulacji jest m.in. określenie wymogów mających na celu zapewnienie odpowiedniej jakości zabezpieczeń gromadzonych przez CCP. Przykładowo, zgodnie z rozporządzeniem EMIR, izby CCP mogą przyjmować jedynie wysoce płynne zabezpieczenia o minimalnym ryzyku kredytowym i rynkowym (określane są na podstawie Aneksu I i II rozporządzenia nr 153/2013). Poza tym CCP musi stosować redukcje wartości aktywów, odpowiadające ich potencjalnemu spadkowi wartości w okresie między datą ich wyceny a datą ich spodziewanego upłynnienia.

Próba oceny instytucji CCP w kontekście polityki konkurencji

Koncepcja tworzenia izb CCP, zapisana w rozporządzeniu EMIR, jest uzasadniona celowością zwiększenia przejrzystości rynku derywatów oraz zapobiegania ryzyku systemowemu, a co za tym idzie – wspomaganie stabilności systemu finansowego. Niską przejrzystością rynku derywatów OTC w okresie poprzedzającym wprowadzenie nowych regulacji przypisuje się właśnie zdecentralizowanemu charakterowi tego rynku [NBP, 2013]. Izby CCP powinny temu problemowi zaradzić, lecz równocześnie, jako instytucje ważne systemowo, wyznaczają

nowe, trudne wyzwania dla skutecznego nadzoru [Gomber, Jager, 2014, Schuster, Ruschkowski, 2014]. W tym względzie warto zwrócić uwagę, że regulacja EMIR prowadzi do powstania pewnego rodzaju monopolu w zakresie typu instytucji, z których usług muszą korzystać podmioty dokonujące obrotu na rynku derywatów. Tendencja do ograniczania liczby izb CCP będzie prawdopodobnie pogłębianą przez przewagę podmiotów o ugruntowanej pozycji rynkowej, połączoną z występowaniem wysokich kosztów utopionych (*sunk costs*), związanych z wymogami regulacyjnymi warunkującymi możliwość wejścia na rynek.

Badania nad regulacją infrastruktury rynku finansowego kojarzą dwie perspektywy: mikro (koszty transakcyjne) i makro (ryzyko systemowe). Właściwa kompozycja czynnika publicznego i prywatnego wydaje się również istotna dla prawidłowego określania zasad zarządzania instytucjami infrastruktury rynku finansowego. Przewaga interesów prywatnych może bowiem powodować obawy o wolną, równą i uczciwą konkurencję, natomiast dominacja interesu publicznego i nadmierna regulacja może być destrukcyjna dla efektywności [Ferrarini, Saguto, 2014]. Kluczowa dla prawidłowego rozwoju rynku usług CCP jest więc koordynacja i wyważenie preferencji i interesów wszystkich interesariuszy.

W tym kontekście należy wskazać, że struktura CCP odpowiada postulatowi głównych interesariuszy tego rynku, wspiera rynek technikami prawa prywatnego, zmierza do zachowania przejrzystości polityki cenowej i, o ile to możliwe, wspomaga warunki konkurencji, tj. przede wszystkim otwarty i równy dostęp do usług rozliczeniowych świadczonych przez izby CCP. Konieczność zapewnienia skutecznego funkcjonowania tych mechanizmów wspomagających wynika bowiem stąd, że izby CCP mają charakter infrastrukturalny – tzn. „urządzenia

kluczowego” (*essential facility*) lub „użyteczności publicznej” (*public utilities*) w rozumieniu prawa konkurencji. Podobny charakter (tj. systemowa istotność oraz świadczenie usług typu infrastrukturalnego), mają centralne depozyty papierów wartościowych, i również w tym wypadku postulat łagodzenia ryzyka systemowego oraz zapewnienia sprawności działania infrastruktury znalazł ostatnio wyraz w nowej regulacji unijnej.

Co więcej, usługi świadczone przez instytucje pełniące funkcje infrastruktury rynku finansowego, w szczególności usługi rozliczeniowe i rozrachunkowe, mają charakter sieciowy. Warto więc mieć na uwadze typowe dla tej infrastruktury efekty zewnętrzne sieci, wśród których można wyróżnić przede wszystkim wzmocnienie płynności i sprawności działania poprzez wzrost liczby użytkowników. Z tej przyczyny, tylko perspektywa ekonomii sieci jest zdolna do właściwej analizy procesu tworzenia łańcucha wartości na rynku usług infrastruktury rynku finansowego, mono- lub oligopolistycznej struktury tego rynku, oraz uwzględniania współzależności różnych ogniw systemu finansowego, którego właściwemu funkcjonowaniu infrastruktura ta ma służyć. Podejście bazujące na ekonomii sieci jest również przydatne dla właściwej oceny celowości regulacji krajowych i międzynarodowych, szans i zagrożeń konkurencji regulacyjnej, jak również pogłębionego zrozumienia problemu ryzyka systemowego [Economides, 1993, Glaserman, Peyton, 2013, Oatley i in., 2013].

W odniesieniu do konkurencji należy też podkreślić współzależności między różnymi częściami regulacji rynku finansowego, np. EMIR i MiFIR. Akty wykonawcze do regulacji EMIR mają przesądzić, jakie rodzaje derywatów muszą być rozliczane poprzez CCP, natomiast zgodnie z MiFIR obrót nimi może mieć miejsce tylko na określonych platformach handlowych (przy czym regulacja zmierza do

zapewnienia konkurencji pomiędzy tymi platformami). Z jednej strony ograniczanie handlu kwalifikowanymi, standardowymi derywatami tylko do określonych platform handlowych zmniejsza swobodę podmiotów rynkowych w zakresie wyboru miejsca dokonywania obrotu i uprzywilejowuje ww. platformy jako ośrodki handlu. Z drugiej strony podkreśla się, iż równy, niedyskryminacyjny dostęp do tych platform sprzyja konkurencji [EC, 2014, Eckhardt, 2012, Gehring, 2002]. Tym niemniej, same kryteria ingerencji regulacyjnej w sferę obrotu instrumentami finansowymi nie zawsze są w pełni jasne.

Rolą obu ww. regulacji jest zwiększenie przejrzystości rynków finansowych, co może przyczynić się do wzrostu efektywności ustalania cen i kosztów. W konkretnym przypadku efektywność rynku może się jednak pogorszyć. Wprawdzie regulacje powinny sprzyjać integralności rynku finansowego, jednak należy też mieć na uwadze, że izby CCP w wielu aspektach będą mogły ze sobą konkurować, np. na poziomie polityki cenowej, ale też niektórych istotnych aspektów zarządzania ryzykiem, np. na poziomie szczegółowego wyliczania depozytów zabezpieczających. Nie można wykluczyć, że dla pozyskania większej liczby uczestników CCP będą próbowały stosować przepisy w sposób mniej konserwatywny niż wymagałoby tego rzeczywiste ryzyko. Niekiedy takie konkurowanie może prowadzić do zaniżania standardów (*race to the bottom*) i wpływać negatywnie na bezpieczeństwo.

W świetle literatury opisującej infrastrukturę rynku finansowego, tradycyjna ekonomia finansowa oraz analiza kosztów i efektów nie jest w pełni adekwatna do tej dozy niepewności i złożoności, z jaką mamy do czynienia w odniesieniu do współczesnego rynku finansowego. Proponuje się w tej mierze perspektywę holistyczną; filozofii, socjologii, ekonomii instytucjonalnej. Zgodnie z teorią Johna

Rawlsa, argumentem na rzecz regulacji rynku i powołania CCP jest diagnoza przyczyn ostatniego kryzysu finansowego i jakościowe oszacowanie przewagi korzyści ogólnospołecznych, w porównaniu do strat wynikających z ograniczenia wolności uczestników rynku finansowego. Do tego trzeba dodać teorię infrastruktury, konkurencji oraz celowości regulacji negatywnych cech monopolii i oligopolii. Odwrotna zależność (*trade-off*) między konkurencją a ryzykiem jest łagodzona dzięki dążeniu do zapewnienia równego dostępu, zwiększenia liczby uczestników, korzyści skali i obniżce kosztów. Można wówczas równocześnie pobudzać konkurencję i redukować ryzyko [McNamara, 2014, Fontaine, Saiz, Slive, 2012].

Presja regulatorów na rozwój centralnych izb rozliczeniowych dla derywatów OTC otworzyła nowe pole do refleksji, nad strukturą tego rynku i nad optymalną liczbą izb dla danej klasy aktywów. Jak wskazuje się w literaturze, istnieją zwolennicy powstania jednej globalnej izby rozliczeniowej dla każdej klasy aktywów lub nawet jednej globalnej izby wieloproduktowej. Pozwoliłoby to, ich zdaniem, na maksymalizację efektu kompensacji, i co za tym idzie – na redukcję ekspozycji na ryzyko operatora. Inni natomiast wskazują na korzyści płynące z działania na rynku większej liczby izb CCP (m.in. ze względu na ograniczanie nadużywania siły rynkowej przez monopolistę) [Sikorzewski, 2011]. Nawet jednak w takiej sytuacji, nie jest pożądana duża liczba tych izb, gdyż mogłoby to prowadzić do rozdrobnienia infrastruktury oraz nieefektywności jej funkcjonowania, przejawiającej się m.in. w spadku liczby uczestników poszczególnych izb, a co za tym idzie – spadku korzyści skali i zakresu.

Należy bowiem pamiętać, iż infrastruktura rynku izb rozliczeniowych jest zbliżona do konfiguracji monopolu naturalnego, gdzie wobec wysokich kosztów stałych i znikomej wysokości kosztów

zmiennych największe korzyści skali, a więc minimalizację kosztów jednostkowych, osiąga się, gdy na rynku działa jeden operator lub ich niewielka liczba. Prowadzi to do wniosku, że optymalną strukturą rynkową prawdopodobnie byłby w tym przypadku wąski oligopol dla poszczególnych rynków lokalnych, lub rodzajów rozliczanych instrumentów. Warto również dodać, że jako sposób na ograniczenie negatywnych skutków rozdrobnienia izb rozliczeniowych, przy jednoczesnym uniknięciu ryzyka związanego z jedną, globalną izbą jest wskazywany rozwój współpracy między izbami rozliczeniowymi – tzw. uzgodnienia interoperacyjne. Ta forma współpracy sprzyja jednak przenikaniu ryzyka pomiędzy różnymi izbami CCP, które – nawet jeśli działają niezależnie od siebie – tworzą tym samym krytyczną z systemowego punktu widzenia sieć współzależności.

Generalnie można więc skonkludować, iż specyfika sieciowa rynku usług infrastruktury, której najznamienitszym przykładem są izby CCP, jak również naturalna charakterystyka ekonomiczna tego rynku, której wyrazem są silne tendencje oligopolistyczne, będą sprzyjać wzrostowi systemowego znaczenia instytucji infrastruktury na rynku finansowym. Tendencję tę z pewnością potęgować będzie wymuszony regulacyjnie monopol instytucjonalny wynikający z obowiązku korzystania z usług autoryzowanego CCP przy rozliczaniu wielu transakcji. Obowiązek centralnego rozliczania, na którym bazuje przyjęty model regulacyjny, można w praktyce uznać za swoisty przywilej konkurencyjny dla izb CCP, które już mają ugruntowaną pozycję rynkową.

Dodd-Frank Act w USA – regulacyjny pierwowzór instytucji CCP

Zbieżne cele Dodd-Frank Act w USA i EMIR w UE, to łagodzenie ryzyka sy-

stemowego i zwiększenie przejrzystości transakcji na rynku instrumentów pochodnych. Wspólną cechą jest także powierzenie kluczowych kompetencji organom regulacyjnym, tj. ESMA w UE oraz Securities and Exchange Commission – SEC i Commodities Futures Trading Commission – CFTC w USA. Istnieje natomiast szereg różnic technicznych, np. co do zakresu i charakterystyki derywatów podlegających obowiązkowemu rozliczaniu przez CCP i zgłaszaniu do repozytorium transakcji [KPMG, 2012]. Przegląd braków regulacji, a zwłaszcza w odniesieniu do Dodd-Frank Act, uświadamia wiele zagrożeń pospiesznego, wymuszonego kryzysem, uchwalania nowego prawa.

Dodd-Frank Act w gruncie rzeczy potwierdza specjalne traktowanie podmiotów „zbyt dużych, by upaść”. Zamiast ograniczać oczekiwania rynku, że niektóre wielkie instytucje finansowe zaliczają się do tej kategorii, Dodd-Frank Act tworzy wyraźny zestaw kryteriów oceny firm istotnych systemowo – wybranych przez Radę Stabilności Finansowej i FED. Skomplikowane przepisy wpłyną na jeszcze większą koncentrację już silnie skoncentrowanego sektora finansowego. Ponadto, sieć regulacji Dodd-Frank Act faworyzuje duże instytucje finansowe, które mogą pozwolić sobie na opłacanie drogich usług prawniczych. Nowe wymagania będą natomiast nieproporcjonalnie kosztowne dla małych instytucji. Dodd-Frank Act zaniedbuje interesy inwestorów detalicznych i faworyzuje ochronę inwestorów najbogatszych. Przepisy nakładają też bowiem nowe koszty na spółki niefinansowe – koszty, które zostaną przerzucone na inwestorów i konsumentów. Dążenie do wspierania stabilności finansowej oznacza więc w istocie nowe koszty [DBR, 2010]

Dla przykładu, spready w kontraktach CDS poszerzyły się po wdrożeniu instytucji CCP. Zjawiska tego nie można tłumaczyć redukcją ryzyka kontrahenta czy

poprawą płynności. Przyczynę dostrzega się w koszcie usługi centralnego rozliczania, który w dużej mierze przerzucono na końcowych użytkowników. Koszt może się powiększać, gdy wskutek zmienności CDS utrzymującej się przez dłuższy czas CCP żąda wyższych zabezpieczeń [Kaya, Kaal, 2014].

Dodd-Frank Act poszerza kompetencje regulacyjne wielu organów – nie tylko SEC, co jednak powoduje niekiedy pewne wątpliwości. Przykładowo, niejasne są kryteria ingerencji ze strony Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) w procesy upadłościowe (FDIC może uznaniowo wspierać upadające firmy i faworyzować poszczególnych wierzycieli). Wiele nowych, dodatkowych kompetencji nadzorczych w zakresie ryzyka systemowego uzyskały FED i Rada Stabilności Finansowej. Niejasny jest natomiast status tych uprawnień z perspektywy demokratycznego państwa prawa i gospodarki rynkowej, gdyż zakłóca podstawowe funkcje rynku (np. Volcker Rule, która zakazuje bankom angażowania się w niektóre inwestycje w fundusze hedgingowe).

W USA wdrożenie Dodd-Frank Act (obowiązki rejestracyjne oraz obowiązki dotyczące zachowania przejrzystości – *disclosure*), wpłynęło pozytywnie na efekty działań rynkowych funduszy typu hedge-funds. Poprzednio działania SEC w tej mierze okazały się nieskuteczne (sąd zakwestionował tzw. *hedge-funds rule*, którą SEC interpretował jako zrównanie pojęcia klienta jako indywidualnego inwestora (co nie wynikało wprost z *Investment Advisers Act*), a także obowiązek rejestracyjny, który aktualizował się, gdy doradca doradzał funduszom mającym więcej niż 15 udziałowców).

Dodd-Frank Act ma szerszy zakres niż rozporządzenie EMIR. Poza przepisami regulującymi rynek derywatów OTC, wprowadza on jeszcze instytucje mające na celu monitorowanie i zapobieganie nadmiernemu ryzyku systemowemu

(Financial Stability Oversight Council i Office of Financial Research), oraz nadzór finansów konsumenckich (w ramach Consumer Financial Protection Bureau). W obszarze derywatów pozagiełdowych duch obu propozycji pozostaje wszelako ten sam [Sikorzewski, 2011].

Biorąc pod uwagę dużą rolę rynku derywatów jako źródła światowego kryzysu finansowego, a także wolumen globalnego obrotu derywatami (ponad 700 bilionów USD, czyli dziesięciokrotność światowego PKB), Dodd-Frank Act forsuje koncepcję transgranicznego stosowania regulacji tej ustawy. Celem jest promowanie stabilności, przejrzystości i rozliczalności globalnego rynku instrumentów pochodnych, a także zachęcanie prawodawców w innych jurysdykcjach do ustanowienia standardów w tej dziedzinie. Istotnym motywem tej regulacji jest także zapobieganie konkurencji regulacyjnej (podobnie jak zapobieganie szkodliwej konkurencji podatkowej w przypadku FATCA).

Transgraniczne stosowanie Dodd-Frank Act powinno mieć miejsce zawsze wówczas, gdy jednym z kontrahentów jest rezydent USA, a także, gdy byłby poważnie zagrożony interes gospodarki amerykańskiej. Rozdział VII Dodd-Frank Act nie znajduje wszelako zastosowania, gdy regulacja w innym kraju odpowiada standardom tej ustawy. W świetle definicji rynku OTC, większość swapów podlega obowiązkowi rozliczania za pośrednictwem CCP oraz rejestrowania handlu, związanych z nim ryzyk lub konfliktów interesów, w repozytoriach transakcji, prowadzonych przez Securities and Exchange Commission – SEC lub przez Commodities Futures Trading Commission – CFTC. Rozdział VII Dodd-Frank Act definiuje w tym celu kategorię Swap Dealers – SD oraz Major Swap Participants – MSP [Kramer Levin, 2012, Greenerberger, 2012].

Zaostrzenie norm ostrożnościowych polega na zwiększeniu obowiązkowych

wymogów kapitałowych, wprowadzeniu obligatoryjnych funduszy na wypadek niewykonania zobowiązań (do których będą uiszczać składki wszyscy członkowie izby), i na odpowiedniej segregacji aktywów kontrahentów w celu zapewnienia płynności centralnej izbie rozliczeniowej, w przypadku upadłości jednego z uczestników izby. Dyspozycje te dotyczą zarówno CCP działających na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, jak i izb rozliczających instrumenty będące przedmiotem obrotów na rynkach pierwotnych.

Ustawa Dodd-Frank i regulacja EMIR mają na celu wspieranie przejrzystości i bezpieczeństwa w międzynarodowym systemie finansowym. Są one niewątpliwie istotnym krokiem w tym kierunku. Nie oznacza to jednak, że proponowane rozwiązania należy traktować jako panaceum na wszelkie problemy dotyczące świata pozagiełdowych produktów pochodnych. Wątpliwości budzą zagadnienia dotyczące zarządzania zabezpieczeniami kontrahentów, innowacyjności rynków pozagiełdowych, liczby i jakości izb rozliczeniowych CCP, ich zabezpieczeń oraz dostępu do usług banków centralnych [Alfes, 2005, Rinker, 2003].

Instytucja CCP a zagrożenie ryzykiem systemowym

Wprowadzenie obowiązku rozliczania wielu kontraktów w CCP w zestawieniu z absorpcją ryzyka przez CCP powoduje, że w systemie finansowym pojawia się nowa kategoria instytucji niezwykle istotnych z perspektywy systemowej. Można spotkać opinię, iż CCP staną się najważniejszymi systemowo instytucjami rynku finansowego. Dodatkowo, jak wskazano wyżej, należy spodziewać się niewielkiej łącznej liczby izb CCP dla poszczególnych rynków, co wynika z infrastrukturalnych cech usług świadczonych przez te instytucje. Powoduje to, że co do zasady poszczególne izby CCP będą zarządzać bardzo

dużym ryzykiem. Przykładowo, w USA szacuje się, że w przyszłości aż 85 proc. derywatów będzie rozliczanych przez ok. 4 centralnych kontrpartnerów. Taka struktura rynku zapewne będzie się utrzymywać, gdyż usługi świadczone przez CCP są rentowne tylko przy założeniu wysokich udziałów rynkowych.

Konkurencja między CCP może wywoływać presję np. na obniżanie wymogów dotyczących zabezpieczeń, co może generować ryzyko systemowe. CCP muszą przestrzegać norm kapitałowych i płynnościowych, by przetrwać skutki ewentualnej upadłości dużych uczestników rozliczających. Należy pamiętać, że w przeszłości dochodziło do załamania handlu instrumentami finansowymi na giełdach nie tylko w Kuala Lumpur czy Johannesburgu, ale też Eurex czy Intercontinental Exchange [Bachstadt, Pietrzak, 2013, Berger, Haag, Andreereeg, 2013, Schillings, 2012].

Koncepcja regulacji EMIR wydaje się generalnie zgodna z zasadą proporcjonalności. Z jednej strony zaletą tego rozwiązania jest większa przejrzystość (dzięki raportowaniu danych o zawartych kontraktach), i łagodzenie ryzyka systemowego (dzięki przejmowaniu ryzyka kontrahenta przez CCP). Z drugiej strony, w wyniku istnienia wielu krajowych i międzynarodowych izb rozliczeniowych, nasila się presja konkurencji, co może powodować zjawisko konkurencji regulacyjnej, np. w zakresie żądanych od partnerów depozytów zabezpieczających transakcje, hazard moralny dotyczący oceny stopnia standaryzacji instrumentów, czy wreszcie zagrożenie zbyt dużym znaczeniem i rozmiarem CCP [Sidanius, Wetherilt, 2012]. Trzeba dodać, iż w praktyce działania izb CCP ważną rolę spełniają połączenia (uzgodnienia) interoperacyjne pomiędzy różnymi izbami. Ich celem jest usprawnienie rozliczenia kontraktów w CCP w wymiarze transgranicznym. Pomimo pozytywnej roli jaką spełniają, powiąza-

nia te stanowią jednak potencjalny kanał przenoszenia ryzyka systemowego pomiędzy poszczególnymi izbami CCP.

Jakkolwiek więc centralizacja rozliczania transakcji w CCP porządkuje proces rozliczeń, to jednak ze względu na rozmiar ryzyka skoncentrowanego w CCP oraz rozbudowane powiązania z innymi instytucjami rynku finansowego, jednostki te mogą potęgować zjawiska szoków związanych z zaburzeniami na rynkach [Gregory, 2014]. Jeżeli taki podmiot jak CCP wpadnie w kłopoty, to konsekwencje ekonomiczne mogą być bardzo dotkliwe dla całego rynku. Wprawdzie – dzięki narzuceniu przez prawo rygorystycznych wymogów kapitałowych oraz wymogów w zakresie zarządzania ryzykiem rozliczeniowym – CCP mają stanowić barierę dla nadmiernego wzrostu ryzyka systemowego, lecz problem może powstać w sytuacjach awaryjnych, gdy podmioty te nie będą w stanie wykonać względem kontrahentów swych zobowiązań wynikających z transakcji przyjętych do rozliczenia. Jeśli bowiem prowadzony przez CCP system zabezpieczania płynności rozliczeń nie zadziała prawidłowo, lub zgromadzone w nim środki finansowe okażą się niewystarczające do pokrycia zobowiązań (np. wskutek niewykonania zobowiązań transakcyjnych przez kilku dużych uczestników izby rozliczeniowej), wówczas skoncentrowane w CCP ryzyko może się zmaterializować, prowadząc do niewykonania dużej liczby transakcji, co w konsekwencji może oznaczać efekt zarażenia na dużą skalę. Oznacza to, że instytucje publiczne (np. rządy, banki centralne) mogą być bardziej skłonne do udzielania w takich sytuacjach pomocy. To z kolei prowadzi do wniosku, iż ważną rolę odgrywa jasne określenie zasad udzielania wsparcia CCP w takich sytuacjach, tak aby nie wzmacniać hazardu moralnego – pokusy nadużycia [Peirce, 2013].

Z powyższych względów jednym z kluczowych zagadnień z perspektywy

skutecznego zapobiegania ryzyku systemowemu, jest stworzenie dla izb CCP możliwości dostępu do płynności w banku centralnym. Wspomaganie płynnościowe CCP przez bank centralny wydaje się zasadne przede wszystkim w ekstremalnych warunkach rynkowych po to, aby uchronić izbę CCP przed poważnymi trudnościami finansowymi lub nawet upadłością. Sytuacja taka zachodzi np. w obliczu niewypłacalności kilku znaczących uczestników rozliczających izby CCP, która może spowodować, że łączna pula środków finansowych zgromadzonych w prowadzonym przez CCP systemie zabezpieczania płynności rozliczeń okaże się niewystarczająca do pokrycia wszystkich zobowiązań wynikających z rozliczeń transakcji. Regulacje przewidują wprawdzie dość restrykcyjne zasady w zakresie zabezpieczania płynności rozliczeń, tym niemniej nie można wykluczyć, że skala niewykonania zobowiązań przez uczestników izby będzie większa niż wynikałoby to z wymogów ostrożnościowych. Wówczas najpewniejszym źródłem pozyskania niezbędnej płynności byłby bank centralny.

Dzięki możliwości zasilenia CCP pieniądzem banku centralnego, ogranicza się ryzyko gwałtownego spadku cen aktywów składających się na zabezpieczenia wniesione przez uczestników izby. Gdyby bowiem izba CCP nie dysponowała możliwością zwrócenia się o wsparcie do banku centralnego, jedyną drogą szybkiego uzyskania niezbędnych środków pieniężnych byłaby sprzedaż zabezpieczeń na bardzo dużą skalę, co z kolei skutkowałoby istotnym spadkiem cen ww. aktywów na rynku finansowym. Można przeto stwierdzić, iż zasilenie płynnościowe przez bank centralny powinno być traktowane jako instrument o charakterze quasi-naprawczym. Należałoby go stosować w interesie ogólnie rozumianego rynku finansowego, mając na uwadze potrzebę zapewnienia

jego stabilności. Zważywszy na specyfikę CCP jako instytucji, której rolą jest amortyzowanie ryzyka systemowego, zasilanie CCP w płynność przez bank centralny nie powinno być traktowane jako typowy instrument naprawczy, z którego czyni się użytek np. w następstwie nieprawidłowego (odbiegającego od obowiązujących reguł) zarządzania ryzykiem przez izbę CCP. Takie postrzeganie tego instrumentu potęgowałoby bowiem zjawisko hazardu moralnego i mogłoby osłabiać dążenie CCP do bezpiecznego wykonywania swej działalności.

Kwestia możliwości dostępu izb CCP do płynności banku centralnego nie jest jednak traktowana jednolicie w poszczególnych porządkach prawnych. W niektórych państwach (w tym w Unii Europejskiej), nie istnieją bowiem przepisy uprawniające bank centralny do udostępniania płynności takim podmiotom jak izby rozliczeniowe. Przykładem jest Polska, gdzie zgodnie z ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r., poz. 908, ze zm.), bank centralny może udzielać wsparcia kredytowego jedynie bankom oraz – w ściśle określonych przypadkach – Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu i Krajowej Spółdzielczej Kasie Oszczędnościowo-Kredytowej.

Problem dostępu izb CCP do kredytu w banku centralnym nie istnieje wówczas, gdy prowadzą one działalność jako instytucje kredytowe (a więc gdy jednocześnie posiadają licencję bankową oraz działają jako CCP). Jest to rozwiązanie praktykowane w wielu krajach, niekiedy nawet (jak np. we Francji) istnieje wymóg prawny, by każda izba rozliczeniowa była równocześnie instytucją kredytową. CCP będące bankami normalnie korzystają z płynności banku centralnego, np. LCH, Clearnet SA, Eurex Clearing AG [Gregory, 2014]. Jednakże w sytuacji, gdy izba CCP nie posiada licencji bankowej (a tak jest np. w Polsce), nie może korzy-

stać z udogodnień płynnościowych oferowanych bankom przez bank centralny. Oczywiście, kwestia korzystania przez podmioty niebankowe z instrumentów kredytowych banku centralnego, zależy od uwarunkowań prawnych przyjętych w danym państwie. W niektórych krajach istnieją przepisy umożliwiające izbom CCP, niebędącym bankami, dostęp do kredytowania w banku centralnym, jeżeli podmioty te uczestniczą w systemach płatności wysokokwotowych prowadzonych przez bank centralny [IMF, 2010, 2011]. Jeśli chodzi o Polskę, NBP przedstawił w 2013 r. wstępną koncepcję zmian w ustawie o NBP, przyznających bankowi centralnemu uprawnienia, m.in. do zasilania kredytem śróddziennym podmiotów uczestniczących w systemach płatności wysokokwotowych NBP, o ile podmioty te podlegają nadzorowi KNF. Do grupy tych podmiotów zaliczałyby się więc również izby rozliczeniowe. W ramach działań na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego NBP miałby też uzyskać możliwość wpierania ww. podmiotów kredytem udzielanym na okres dłuższy niż jeden dzień operacyjny.

Potrzeba upowszechnienia rozwiązania polegającego na dostępie CCP do pieniądza banku centralnego jest dostrzegana przez gremia międzynarodowe. W pracach prowadzonych przez wiodące banki centralne w ramach Banku Rozrachunków Międzynarodowych wskazano, że należy doprowadzić do sytuacji, w której zniesione zostaną wszelkie utrudnienia natury technicznej dla wsparcia płynnościowego CCP przez banki centralne [FSB, 2012]. Zaznaczono jednak, że na potrzeby swoich planów zapewnienia płynności izby CCP nie powinny z góry zakładać dostępności kredytu z banku centralnego. Potwierdza to zasadność podejścia, zgodnie z którym udzielanie kredytu CCP przez bank centralny powinno być dozwolone, ale ukształtowane tak, by nie generować hazardu moralnego.

Dla zapewnienia całościowego wymiaru regulacji, niezbędne jest też przyjęcie – tak jak wobec instytucji kredytowych – zasad przeprowadzania działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP. Będzie się to przyczyniać do pewniejszego reagowania na skrajne warunki rynkowe, w których CCP nie byłoby w stanie poprawnie spełniać swojej roli. Ustanowienie jasnych unijnych reguł w tym zakresie stanowi ponadto nieodzowny element systemowej wiarygodności tych podmiotów, albowiem jest warunkiem istnienia pewności prawnej związanej z ochroną środków finansowych gromadzonych w systemie zabezpieczania rozliczeń, jak też z dochodzeniem od CCP ewentualnych roszczeń w sytuacjach awaryjnych.

Poza kwestiami płynnościowymi pewne kontrowersje budzi regulacja niektórych innych aspektów zarządzania ryzykiem w CCP. W szczególności zwraca się uwagę na problem potencjalnej procykliczności depozytów zabezpieczających. Wskazuje się przede wszystkim, że wartość ustalanych przez CCP depozytów zabezpieczających oraz tzw. *haircut*, czyli korekta wartości aktywów stanowiących zabezpieczenie, są uzależnione od aktualnych uwarunkowań rynkowych, a co za tym idzie od wahań cen instrumentów finansowych. W ten sposób, w trudnych warunkach rynkowych, spadek cen aktywów wykorzystywanych tytułem zabezpieczeń może napędzać ogólny spadek cen aktywów na rynku finansowym, gdyż uczestnicy rozliczający w celu uzupełnienia wartości zabezpieczeń żądanych przez CCP będą musieli wyprzedawać inne aktywa [NBP, 2013]. Może to prowadzić do globalnego spadku cen instrumentów finansowych. Standardy techniczne przewidują zatem, że ustalanie wysokości depozytów zabezpieczających powinno uwzględniać potencjalne uwarunkowania wynikające z przyszłych warunków rynkowych. Celem jest unikanie desta-

bilizujących lub dużych zmian wysokości zabezpieczeń wymaganych przez CCP (art. 28 rozporządzenia 153/2013), dzięki stosowaniu konserwatywnych metod kalkulacji zabezpieczeń oraz dokonywania korekt ich wartości [Hermans, McGoldrick, Schmiedel, 2013].

Dla łagodzenia skutków silnych wahań wartości depozytów zabezpieczających, CCP powinni też stosować jeden z przewidzianych przez to rozporządzenie mechanizmów niwelujących skalę zmienności, tj. bufor depozytowy (w wysokości co najmniej 25 proc. kwoty wyliczonych depozytów zabezpieczających), który może być wykorzystany do wyczerpania w okresach znacznych wzrostów wymaganej wartości zabezpieczenia), lub alternatywne rozwiązania (przypisywanie 25 proc. wagi obserwacjom dotyczącym warunków skrajnych w danym okresie retrospekcji, lub ustalenie wysokości depozytów zabezpieczających na poziomie nie niższym niż wynikałoby to z wyliczeń w oparciu o zmienność szacowaną w okresie retrospekcji wynoszącym 10 lat).

Pewnym problemem z punktu widzenia bezpieczeństwa systemu zabezpieczania rozliczeń w CCP, może być sposób wyliczania kwoty celowych środków własnych izby (czyli tzw. SIG) do wykorzystania w systemie kaskadowego pokrywania strat. Jak trafnie zwraca uwagę NBP, poważną niedoskonałością regulacyjną jest brak uwzględnienia w kwocie SIG skali ryzyka kredytowego kontrahenta ponoszonego przez izbę CCP, co może poważnie osłabiać rolę SIG jako czynnika motywującego CCP do ostrożnego zarządzania ryzykiem. Z tego względu rozsądna byłaby korekta algorytmu wyznaczania kwoty SIG o czynnik bazujący na wielkości funduszu rozliczeniowego. Pozwalałoby to lepiej odzwierciedlić rozmiar ryzyka.

Abstrahując od uwarunkowań związanych z zabezpieczaniem rozliczeń przez CCP, odrębnym instrumentem wpływa-

jącym na wzrost skuteczności zarządzania ryzykiem w systemie finansowym powinny być repozytoria transakcji. Wszystkie transakcje zawierane na rynku będą zgłaszane do repozytoriów i to nawet wtedy, gdy nie uczestniczy w nich CCP. Oznacza to, że EMIR w praktyce dotknie każdego uczestnika rynku transakcji pochodnych. Taki wymóg regulacyjny pozwoli nadzorcy monitorować rynek i przeciwdziałać niebezpiecznym sytuacjom. Obowiązek raportowania danych repozytoriów wszedł w życie z dniem 12 lutego 2014 r. (tj. 90 dni po rejestracji pierwszych repozytoriów w UE).

Należy dodać, że rynek instrumentów pochodnych ma bardzo innowacyjny charakter, który czyni go atrakcyjnym dla inwestorów. Jednak nadmierna standaryzacja kontraktów wymuszona przez obowiązek korzystania z centralnej izby rozliczeniowej może tę atrakcyjność zmniejszyć, lub wręcz przeciwnie – zachęcać do tworzenia specjalnych kontraktów pozwalających na ominięcie tego wymogu. W tym przypadku oczekiwane korzyści w zakresie zarządzania ryzykiem i poprawa przejrzystości transakcji zostaną znacznie osłabione przez zachowania uczestników rynku [Jaskulla, 2012].

Pierwsze doświadczenia polskie związane z funkcjonowaniem izb CCP

Kamieniem milowym w zakresie dostosowania polskiego rynku finansowego do standardów centralnego rozliczania transakcji, było doprowadzenie do ustanowienia w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 r., poz. 94 ze zm.), przepisów umożliwiających korzystanie z mechanizmu nowacji rozliczeniowej. Zmiana ta weszła w życie w dniu 4 sierpnia 2012 r. Pozwoliło to na odpowiednio wczesne przygotowanie realiów polskiego porządku regulacyjnego do specyfiki unijnego rozporządzenia w zakresie techniki rozli-

czania transakcji. Kolejnym krokiem było zatwierdzenie przez KNF w grudniu 2012 r. zapisów wprowadzających nowację w regulaminach rozliczeń transakcji izby rozliczeniowej KDPW_CCP dla rynku zorganizowanego oraz obrotu niezorganizowanego. Już wówczas izba KDPW_CCP uzyskała możliwość działania jako CCP w rozumieniu funkcjonalnym, tj. występowania jako strona rozliczanych transakcji na potrzeby rozliczeń i wygaszania tym samym pierwotnie powstałych zobowiązań poszczególnych stron transakcji względem siebie.

Izba KDPW_CCP, pomimo swej nazwy, nie była wtedy jeszcze CCP autoryzowanym w rozumieniu przepisów unijnych. Szybko jednak, w dniu 28 czerwca 2013 r. KDPW_CCP złożyła w KNF wniosek o zezwolenie na działalność w charakterze CCP. Po przeprowadzeniu procedury autoryzacyjnej określonej w rozporządzeniu EMIR, w tym zasięgnięciu opinii kolegium nadzorczego, izba KDPW_CCP uzyskała zezwolenie na działalność jako CCP w dniu 8 kwietnia 2014 r. Była to jedna z trzech pierwszych autoryzacji w UE. Jako pierwsza została autoryzowana szwedzka izba Nasdaq OMX Clearing AB (w dniu 18 marca 2014 r.), zaś jako druga – holenderska izba European Central Counterparty N.V. (w dniu 1 kwietnia 2014 r.). Do końca 2014 r. autoryzację uzyskało w UE łącznie 15 izb rozliczeniowych.

Izba KDPW_CCP uzyskała autoryzację w zakresie rozliczania kilku kategorii kontraktów pochodnych w złotych, tj. FRA, IRS, OIS, basis swaps. Izba oferuje także rozliczanie transakcji typu repo, zabezpieczonych krajowymi obligacjami skarbowymi [NBP, 2013]. Aktualnie KDPW_CCP S.A. dąży do utrwalenia kluczowej pozycji na polskim rynku, oraz zapewnienia gotowości do skutecznej konkurencji z zagranicznymi izbami rozliczeniowymi. Należy dodać, że zamiar rozpoczęcia rozliczeń instrumentów po-

chodnych typu IRS oraz FRA nominowanych w złotych, sygnalizowały już w 2012 r. duże europejskie CCP – Eurex Clearing AG i LCH.Clearnet SA. Dlatego pod rządami rozporządzenia EMIR polska izba musi liczyć się z możliwością wzrostu konkurencji ze strony zagranicznych CCP. Elementem tych działań jest dążenie do zwiększenia zakresu świadczonych usług. Pod koniec 2014 r. izba KDPW_CCP złożyła do KNF wnioszek o rozszerzenie autoryzacji, by uzyskać możliwość rozliczania kolejnych typów instrumentów, tj. IRS, OIS i FRA nominowanych w euro.

Funkcjonowanie w Polsce autoryzowanej izby CCP powinno mieć dobroczynny wpływ na krajowy rynek instrumentów finansowych. Jak słusznie wskazuje się w literaturze, dostępność CCP na polskim rynku kapitałowym umożliwi bankom krajowym efektywniejsze z kosztowego punktu widzenia uczestnictwo w CCP w stosunku do sytuacji, w której zmuszone byłyby do uczestnictwa w izbie zagranicznej [Sobolewski, Tymoczko, 2014]. Niewielkie co do zasady banki polskie są podmiotami zbyt małymi i zbyt słabymi kapitałowo, by opłacało im się bezpośrednio uczestnictwo w zagranicznych CCP, wskutek czego najprawdopodobniej musiałyby wówczas korzystać np. z pośrednictwa banków zagranicznych (zapewne swych spółek-matek). Co więcej, uczestnictwo w polskim CCP sprawia, że jako zabezpieczenia mogą być wykorzystywane polskie skarbowe papiery wartościowe, które aktualnie nie są akceptowane w zagranicznych CCP (nawet zaś gdyby zaczęły być akceptowane, byłyby postrzegane przez te CCP jako mniej bezpieczne ze względu na możliwe wahania kursu złotego). Dla banków krajowych sytuacja taka byłaby wysoce niedogodna, biorąc pod uwagę fakt, że obligacje skarbowe stanowią istotny składnik ich portfeli papierów wartościowych [Sobolewski, Tymoczko, 2014].

Konkluzje

CCP to izby rozliczeniowe, które w sensie prawnym działają pomiędzy stronami kontraktów zawieranych w obrocie instrumentami finansowymi, stając się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy oraz gwarantując dokonanie rozliczeń własnym kapitałem. Dzięki temu CCP zarządzają ryzykiem rozliczeń w sposób scentralizowany. Konstrukcja centralnego rozliczania ogranicza jednostkowe ryzyko kredytowe poszczególnych stron transakcji, redukuje łączną liczbę wzajemnych ekspozycji kredytowych na rynku finansowym i ma zapewniać płynne rozliczenie kontraktów.

W wielu krajach izby CCP istniały od dawna, jednak dopiero rozporządzenie EMIR (a wcześniej ustawa Dodd-Franka w USA), ujęło działalność tych instytucji w wystandaryzowane ramy regulacyjne, poddając je rozbudowanym wymogom autoryzacyjnym i nadzorczym (wcześniej kwestie te regulowano rozmaicie w różnych systemach prawnych).

Regulacja EMIR prowadzi do nadania izbom CCP monopolu w zakresie świadczenia usług rozliczeniowych dla kontraktów podlegających obowiązkowi centralnego rozliczania. Tendencja do występowania na rynku niewielkiej liczby izb CCP będzie prawdopodobnie kontynuowana, ze względu na obszerność wymogów regulacyjnych, sieciowy charakter infrastruktury oraz przewagę podmiotów o ugruntowanej pozycji rynkowej, połączoną z występowaniem wysokich kosztów utopionych (*sunk costs*) na rynku usług infrastruktury.

Badania nad regulacją infrastruktury rynku finansowego (systemy płatności, rozliczeń i rozrachunku, centralni kontrahenci, centralne depozyty, repozytoria transakcji), kojarzą dwie perspektywy: mikro (koszty transakcyjne) i makro (ryzyko systemowe). Właściwa kompozycja czynnika publicznego i prywatnego wy-

daje się również istotna dla prawidłowego określania zasad zarządzania instytucjami infrastruktury rynku finansowego. Przewaga interesów prywatnych może bowiem powodować obawy o wolną, równą i uczciwą konkurencję, natomiast dominacja interesu publicznego i nadmierna regulacja może być destrukcyjna dla efektywności. Kluczowa dla prawidłowego rozwoju rynku usług CCP jest więc koordynacja i wyważenie preferencji i interesów wszystkich interesariuszy.

W niektórych krajach rozwija się dyskusja nad celowością odrębnej regulacji ustawowej infrastruktury rynku finansowego. Zwolennicy odrębnych ustaw powołują się na skutki kryzysu i inspiracje z Dodd-Frank Act oraz EMIR. Przeciwnicy argumentują, że istniejące regulacje (giełd, banków, banku centralnego, instrumentów finansowych) są w tym zakresie wystarczające. Legislacja krajowa powinna nadążać za normami i standardami międzynarodowymi, jednak nie może ulegać tendencji do przeregulowania rynku, która szkodzi pozycji konkurencyjnej krajowego rynku finansowego.

Należy zwrócić uwagę na niedoskonałości rynku finansowego i jego infrastruktury: asymetrię informacji, prowadzącą do hazardu moralnego (pokusy nadużycia) oraz negatywnej selekcji, negatywnych efektów zewnętrznych (np. ryzyka systemowego) oraz ograniczeń konkurencji. Infrastruktura rynku finansowego wykazuje cechy zbliżone do monopolu naturalnego i usług sieciowych: efekt sieciowy, wysokie koszty stałe i utopione, korzyści skali i zakresu, wysokie bariery wejścia nowych rywali. Są to nieodłączne cechy infrastruktury, które powinny być każdorazowo uwzględniane w polityce regulacyjnej. Należy pamiętać, że pozwalają one obniżać koszty, utrzymywać płynność,

ciągłość i niezawodność świadczeń, przez co pośrednio wpływają na efektywność i bezpieczeństwo całego systemu. Stanowią one wszelako przesłankę regulacji, np. zapewnienia równego dostępu do CCP.

Koncepcja tworzenia izb CCP, zapisana w rozporządzeniu EMIR, jest uzasadniona celowością zwiększenia przejrzystości rynku derywatów, zapobiegania ryzyku systemowemu i wspomagania stabilności systemu finansowego. Równocześnie jednak CCP, jako instytucje ważne systemowo, wyznaczają nowe, trudne wyzwania dla skutecznego nadzoru. Z uwagi na specyfikę rynku usług infrastruktury, jak również silną koncentrację ryzyka systemowego w CCP, istotna staje się rola nadzorców polegająca na ciągłym monitorowaniu pewnych niedoskonałości regulacyjnych, oraz oceny stosowanych przez CCP metod zarządzania ryzykiem i procedur ciągłości działania. Niezbędna jest też bieżąca obserwacja kanałów transmisji ryzyka systemowego, w szczególności silnych powiązań CCP z innymi uczestnikami rynku finansowego (w tym ekspozycji względem dużych banków i firm inwestycyjnych, które są uczestnikami izby), jak też powiązań interoperacyjnych z innymi izbami CCP. Wreszcie, kluczowe dla wspierania bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego poprzez CCP, jest zapewnienie właściwego nadzoru nad kwestią zachowania płynności w procesie rozliczeń, w tym zwłaszcza usunięcie barier prawnych dla awaryjnego zasilania płynnościowego CCP przez bank centralny, ustanowienie na poziomie unijnym procedur naprawczych oraz zasad restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP, które byłyby wykorzystywane w skrajnych warunkach rynkowych, skutkujących niemożnością prawidłowego niwelowania strat przez CCP.

Bibliografia:

1. Alfes A. [2005], *Central Counterparty – Zentraler Kontrahent – Zentrale Gegenpartei: Über den Vertragsschluss an der Frankfurter Wertpapierbörse mittels des elektronischen Handelssystems Xetra unter Einbeziehung einer Central Counterparty*, Berlin, Dunckler Humblot.
2. Anderson R.W., Jóeveer K. [2014], *The Economics of Collateral*, London, London School of Economics and Political Science, April.
3. Awrey D. [2011], *Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets*, ssrn.com/abstract=1916649, dostęp 28/01/2015.
4. Bächstädt K.H., Pietrzak M. [2013], *Kreditderivate: Auswirkungen der EMIR auf Hedging und Besicherung*, „Kredit & Rating. Praxis“, No. 5.
5. Berger R., Haag H., Andereeg P. [2013], *Zinsderivateinsatz in einer neu regulierten Welt, Joint Bond Event: Schweizer Anleihenmarkt vor grosser Regulierungswelle*, Zürcher Kantonalbank, November 7.
6. Braithwaite J.P. [2011], *Public Law and the Public Law's Central Counterparty. Prescription for the Derivatives Market*, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1791740, dostęp 20/01/2015.
7. DBR [2010], *US-Finanzmarktreform. Die Ökonomie des Dodd-Frank Acts*, „Deutsche Bank Research“, Dezember, No. 6.
8. EC [2014], *Derivatives/EMIR*, „Banking and Finance“, European Commission, ec.europa.eu, dostęp 28/01/2015.
9. EC [2014], *A Reformed Financial Sector for Europe, COM(2014) 279 final*, European Commission, Brussels.
10. ECB [2007], *The Role of Central Counterparties. Issues Related to Central Counterparty Clearing*, ECB-FED Chicago Conference, European Central Bank, July.
11. Economides N. [1993], *Network Economics with Application to Finance*, „Financial Markets, Institutions & Instruments“, Vol.2, No. 5.
12. Eckhardt P. [2012], *EU-Verordnung MIFIR*, CEP, Analyse, Nr. 16.04.
13. ESMA [2014], *Post-trading/Clearing and Reporting EMIR*, ESMA, www.esma.europa.eu/page/post-trading, dostęp 20/01/2015.
14. Ferrarini G.A., Saguato P. [2014], *Regulating Financial Market Infrastructure*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 259/2014, June, 2014.
15. Fontaine J.S., Perez-Saiz H.P., Slive J. [2012], *Competition and Strategic Control of the Central Counterparty. When Lower Risk Increases Profit*, Bank of Canada Working Paper, No. 35, November.
16. Fontaine J.S., Saiz H.P., Slive J. [2012], *Access, Competition and Risk in Centrally Cleared Markets*, „Bank of Canada Review“, Autumn.
17. FSB [2012], *OTC Derivatives Market Reforms: Third Progress Report on Implementation*, Financial Stability Board, June, Statement of the BIS Economic Consultative Committee, www.financial-stabilityboard.org/publications/r_120615.pdf, dostęp 20/01/2015.
18. FSI [2014], *Financial System Inquiry*. Final Report, Commonwealth of Australia, November.
19. Glasserman P., Peyton H.Y. [2013], *How Likely is Contagion in Financial Networks?*, University of Oxford, Discussion Papers Series, No. 642, March, 2013.
20. Gomber P., Jäger B., *MiFID: Eine systematische Analyse der Zielerreichung*, „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft“, 2014, No. 1.
21. Greenberger M., [2012], *The Extraterritorial Provisions of the Dodd-Frank Act Protects U.S. Taxpayers from Worldwide Bailouts*, works.bepress.com/michael_greenberger/47/, dostęp 20/01/2015.
22. Greene E.F., Potiha I. [2012], *Issues in Extraterritorial Application of Dodd-Frank's Derivatives Rules. Update with Focus on OTC Derivatives and Clearing Requirements*, web.law.columbia.edu, dostęp 20/01/2015.
23. Gregory J. [2014], *Central Counterparties. Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives*, Chichester, Wiley.
24. Hermans L., McGoldrick P., Schmiedel H. [2013], *Central Counterparties and Systemic Risk*, „Macro-Prudential Commentaries“, No. 6, November.
25. Horii R., Yamamoto K., Ohdoi R. [2008], *Financial Infrastructure Technological Shift, and Inequality in Economic Development*, MPRA Paper No. 7919.
26. IMF [2010], *Global Financial Stability Report*, IMF, April.
27. IMF [2011], *Observance by LCH Clearnet Ltd of the CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties – Detailed Assessment of Observance*, IMF, July.
28. Jaskulla E.M. [2012], *Werden zentrale Gegenparteien durch die Umsetzung von EMIR zum Risiko?* „Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht“, No. 11.
29. Kaal W.A., Luppi B., Paterlini S. [2014], *Did the Dodd-Frank Act Impact Hedge Funds Performance?*, MaCCI Law&Economics Conference “Financial Regulation and Competition”, University of Mannheim and Centre of European Policy Studies, 5-7 November.
30. KNF [2014], *Regulacja instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regu-*

- lowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (EMIR), Warszawa, Komisja Nadzoru Finansowego.
31. KPMG [2012], *Neue Regulierung der OTC-Derivate in der EU und den USA*, KPMG Luxembourg, www.valueforfunds.lu/documents/emir-22-03-2012.pdf, dostęp 24/01/2015.
 32. Kramer Levin [2012], *Extraterritoriality of Dodd-Frank Act*, www.eifr.eu/files/file1377819.pdf, dostęp 18/01/2015.
 33. Lee R. [2010], *The Governance of Financial Market Infrastructure*, Oxford Finance Group, January.
 34. Lees J.A. [2012], *Derivatives Clearinghouses and Systemic Risk: A Bankruptcy and Dodd-Frank Analysis*, "Stanford Law Review", Vol. 64, No. 4.
 35. Minoiu C., Sharma S. [2014], *Financial Networks Key to Understanding Systemic Risk*, "Survey Magazin", IMF, 20 May.
 36. Markose S. [2014], *The Challenge*, Multi-Agent Financial Network (MAFN). Models and Complexity Perspective for Policy Design, Global Economic Symposium, www.global-economic-symposium.org.
 37. McNamara S. [2014], *Financial Market Uncertainty and the Rawlsian Argument for Central Counterparty Clearing of OTC Derivatives*, "Notre Dame Journal of Law", Ethics&Public Policy, Vol. 28, Issue 1.
 38. NBP [2013], *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa, Narodowy Bank Polski, grudzień.
 39. NBP [2014], *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.*, Warszawa, Narodowy Bank Polski.
 40. Oatley T., Winecoff W.K., Pennock A., Bauerle Danzman S. [2013], *The Political Economy of Global Finance: A Network Model*, "Perspectives on Politics", Cambridge Journals, Vol. 11, Issue 01.
 41. Peirce H. [2013], *10 Ways Dodd-Frank Will Hurt the Economy in 2013*, "US News", 7.01.
 42. Portmann P., Bochud P. [2014], *Banken und Effektenhändler – noch kein Ende der Regulierung in Sicht. Aufsichtsrechtliche Entwicklungen*, PWC Press, 05/02.
 43. Rehlon A., Nixon D. [2013], *Central Counterparties. What are they, why do they matter and how does the bank supervise them?*, "Quartely Bulletin", No. 2, Bank of England.
 44. Rinker M. [2003], *Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem*, Berlin, Erich Schmidt Verlag.
 45. Schuster G., Ruschkowski A. [2014], *EMIR – Überblick und ausgewählte Aspekte*, „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft”, No. 2.
 46. Sidanius Ch., Wetherilt A. [2012], *Thoughts on Determining Central Clearing Eligibility of OTC Derivatives*, "Financial Strategy Paper", No. 14, Bank of England.
 47. Sikorzewski W. [2011], *EMIR i meandry regulacji*, „Miesięcznik Finansowy Bank”, nr 4.
 48. Sobolewski P., Tymoczko D. [2014], *CCP – nowa jakość na rynku OTC*, „Bank”, nr 3/55, marzec.
 49. Summers B.J., Wells K.E. [2014], *Governance of Payment Systems. A Theoretical Framework and Cross-country Comparison*, "Journal of Financial Markets Infrastructures", No. 4.
 50. Schillings R., Skolka T. [2012], *Auswirkungen der EMIR auf die Deutsche Kreditwirtschaft: Herausforderungen bei der Einführung von zentralen Kontrahenten für OTC-Derivate*, „Banken Times Spezial“, 06/07.
 51. Yoshiya S., *Central Clearing of OTC Derivatives – Protection of Cleared Swaps Customer Contracts and Collateral*, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2037546, dostęp 21/01/2015.

Mgr **Mariusz Szpringer**, doktorant Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, SGH.
 Prof. dr hab. **Włodzimierz Szpringer**, Katedra Prawa Administracyjnego
 i Finansowego Przedsiębiorstw, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, SGH.