

**Urszula Mrzygłód**

Uniwersytet Gdański

**Monika Szmelter**

Uniwersytet Gdański

# **PROBLEM RYZYKA KONTRAHENTA NA RYNKU POZAGIEŁDOWYCH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH**

## **Wprowadzenie**

Rozpoczęty w 2007 r. kryzys finansowy na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych objął swoim zasięgiem globalny świat finansów i spowodował przedłużającą się niestabilność rynków finansowych oraz systemów bankowych. Jednym z segmentów systemu finansowego, który znacząco przyczynił się do rozprzestrzenienia się kryzysu finansowego, był rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych (OTC), podlegający w ostatnich kilkunastu latach dynamicznemu rozwojowi. W porównaniu do segmentu giełdowego, OTC w mniejszym stopniu był przedmiotem zainteresowania instytucji regulacyjnych. W rezultacie, rozwojowi rynku OTC towarzyszyło narastanie ryzyka, którego skrajnym przykładem realizacji były konsekwencje ogłoszenia upadłości przez Lehman Brothers. Ryzyko kontrahenta, o którym tutaj mowa, jest szczególnym rodzajem ryzyka kredytowego, które jest związane z możliwością niewywiązania się partnera z zawartej przez niego transakcji finansowej. W warunkach pogłębiającej się globalizacji finansowej, proces narastania ryzyka kontrahenta przyczynił się do wzrostu ryzyka systemowego w wielu państwach w czasie kryzysu. W odpowiedzi na to zagrożenie Unia Europejska oraz Stany Zjednoczone podjęły szereg inicjatyw regulacyjnych, których celem jest zwiększenie bezpieczeństwa transakcji zawieranych na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych. Działania te objęły swoim zasięgiem również polski rynek finansowy.

Celem artykułu jest przedstawienie problemu ryzyka kontrahenta w perspektywie metod zarządzania nim w segmencie pozagiełdowych instrumentów pochodnych oraz scharakteryzowanie EMIR – inicjatywy regulacyjnej w tym obszarze.

## 1. Definicja ryzyka kontrahenta

Ryzyko kredytowe oznacza możliwość poniesienia straty finansowej z powodu niewywiązania się partnera transakcji z jego zobowiązań<sup>1</sup>, a według definicji Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) jest to „[...] ryzyko nieoczekiwanego niewykonania zobowiązania lub pogorszenia się zdolności kredytowej zagrażającej wykonaniu zobowiązania”<sup>2</sup>. Klasyfikacja KNF odnośnie ryzyka bankowego w ramach ryzyka kredytowego wyróżnia: ryzyko kontrahenta, ryzyko koncentracji oraz ryzyko inwestycji w podmioty zależne<sup>3</sup>. W tabeli 1 zaprezentowano klasyfikację ryzyk w działalności bankowej zgodnie z przyjętym przez KNF podziałem.

Warto w tym miejscu przypomnieć pierwszy znaczący przypadek upadłości instytucji finansowej, która działała na międzynarodowym rynku finansowym. Bank Herstatt w dniu 26 czerwca 1974 r. został postawiony w stan upadłości, która spowodowała niewywiązanie się przez ten podmiot ze swoich zobowiązań wynikających z zawartych transakcji walutowych. Tym samym banki, które tego dnia dokonały rozliczenia swojej części transakcji, nie otrzymały w zamian zapłaty z banku Herstatt<sup>4</sup>. Przypadek ten spowodował szeroką dyskusję o konieczności wprowadzenia nadzoru nad działalnością międzynarodową banków oraz przyczynił się do powstania komitetu ds. nadzoru i regulacji sektora bankowego pod auspicjami Banku Rozliczeń Międzynarodowych w Bazylei<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> I. Tymuła: *Swapy finansowe*. Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2000, s. 15; W. Żółtkowski: *Zarządzanie ryzykiem bankowym w praktyce*. CeDeWu, Warszawa 2007, s. 24-25.

<sup>2</sup> BION w bankach – mapa klas ryzyka i ich definicje. Witryna internetowa Komisji Nadzoru Finansowego, knf.gov.pl (5.11.2012).

<sup>3</sup> Ryzyko koncentracji oznacza możliwość pogorszenia się zdolności kredytowej w efekcie braku dywersyfikacji portfela, także nadmiernej ekspozycji wobec jednego podmiotu lub podmiotów powiązanych. Z kolei ryzyko inwestycji w podmioty zależne odnosi się m.in. do możliwości poniesienia straty z powodu konieczności wsparcia finansowego podmiotu zależnego. Ibid.

<sup>4</sup> J.D. Becker: *International Insolvency: The Case of Herstatt*. „American Bar Association Journal” 1976, Vol. 62.

<sup>5</sup> J. Walmsley: *The Foreign Exchange Handbook. A User's Guide*. John Wiley & Sons, New York 1983, s. 62.

Tabela 1

## Klasy ryzyka bankowego według Komisji Nadzoru Finansowego

Klasy ryzyka				
kredytowe	płynności	modeli	operacyjne	rynkowe
<ul style="list-style-type: none"> <li>– kontrahenta,</li> <li>– koncentracji,</li> <li>– inwestycji w podmioty zależne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– niedopasowania aktywów i pasywów,</li> <li>– rozliczenia,</li> <li>– koncentracji,</li> <li>– opcji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– danych,</li> <li>– założeń,</li> <li>– metodologiczne,</li> <li>– administrowania</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– technologiczne i techniczne,</li> <li>– outsourcingu,</li> <li>– nadużyć i defraudacji,</li> <li>– prania brudnych pieniędzy,</li> <li>– bezpieczeństwa,</li> <li>– zdarzeń zewnętrznych (ciągłości działania)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– kursowe,</li> <li>– stóp procentowych,</li> <li>– cen towarów,</li> <li>– cen instrumentów</li> </ul>
biznesowe	kapitałowe	zarządzania	pozostałe	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– wyniku finansowego,</li> <li>– strategiczne,</li> <li>– otoczenia ekonomicznego,</li> <li>– regulacyjne,</li> <li>– konkurencji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zarządzania kapitałem,</li> <li>– niewypłacalności</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ciągłości procesów,</li> <li>– zasobów ludzkich,</li> <li>– raportowania,</li> <li>– ładu korporacyjnego,</li> <li>– zgodności,</li> <li>– kontroli wewnętrznej,</li> <li>– zarządzania podmiotami powiązanymi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– prawne,</li> <li>– utraty reputacji,</li> <li>– podatkowe i rachunkowe,</li> <li>– produktu (skarg klientów)</li> </ul>	

Źródło: BION w bankach – mapa klas ryzyka i ich definicje. Komisja Nadzoru Finansowego, knf.gov.pl (5.11.2012).

Zgodnie z definicją przyjętą przez Parlament Europejski i Radę w regulacji z dnia 4 lipca 2012 r. dotyczącej pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych, ryzykiem kontrahenta określa się ryzyko ogłoszenia upadłości przez partnera transakcji przed jej ostatecznym rozliczeniem – realizacją przepływów pieniężnych wynikających z transakcji finansowej<sup>6</sup>. Z kolei w opublikowanym przez FDIC dokumencie z 2011 r. dotyczącym dobrych praktyk zarządzania ryzykiem kredytowym kontrahenta, zdefiniowano je jako ryzyko upadłości kontrahenta lub

<sup>6</sup> Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories. „Official Journal of the European Union” 27.7.2012, Vol. 55, Art. 2.

też znaczącego pogorszenia się jego wiarygodności kredytowej przed ostatecznym rozliczeniem transakcji finansowej. Ponadto FDIC w podejściu reprezentowanym przez FDIC ryzyko kredytowe kontrahenta stanowi zagrożenie dla obydwu partnerów transakcji z uwagi na zmiany wyceny transakcji (instrumentów)<sup>7</sup>.

## 2. Ryzyko kontrahenta na rynku OTC

Singh oraz Aitken zwracają uwagę, że ryzyko kontrahenta w segmencie OTC oznacza zagregowaną stratę ponoszoną przez system finansowy w wyniku braku realizacji zobowiązań przez partnera transakcji. W przypadku kontraktów pochodnych istotą jest niedostarczenie instrumentów finansowych będących przedmiotem inwestowania w kontrakcie pochodnym (np. obligacji). Instytucje finansowe, które zawarły kontrakt z partnerem ogłaszającym upadłość, są zatem zmuszone do jej zastąpienia, które to działanie może być niezwykle kosztowne z uwagi na wysoką wrażliwość cen instrumentów finansowych na tego rodzaju zdarzenia<sup>8</sup>.

Rosnące zainteresowanie regulatorów ryzykiem kontrahenta jest związane z ogłoszonymi w czasie kryzysu upadłościami przez podmioty finansowe, tj. Lehman Brothers, które odgrywały istotną rolę na międzynarodowym rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. W czasie ostatniego kryzysu finansowego banki aktywnie działające na rynku pozagiełdowych instrumentów finansowych charakteryzowały się ogromną wartością ekspozycji na ryzyko kontrahenta. Singh i Aitken podkreślają, że rynek derywatów OTC jest wysoce skoncentrowany. W 2007 r. 90% obrotów na tym rynku w USA było realizowanych przez 10 banków<sup>9</sup>. Upadłość Lehmana spowodowała rozpoczęcie nowej fazy międzynarodowego kryzysu finansowego poprzez gwałtowny wzrost ryzyka kontrahenta i jednoczesne zmniejszenie płynności rynku instrumentów pochodnych OTC. W konsekwencji rosnącego zagrożenia niewypłacalnością kolejnych instytucji finansowych wzrósł popyt na bezpieczne instrumenty finansowe o wysokiej płynności, co doprowadziło do załamania płynności rynków finansowych, wzrostu stóp procentowych rynków pieniężnych i koncentracji obrotu na jednodniowych

<sup>7</sup> Interagency Supervisory Guidance on Counterparty Credit Risk Management. Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of Thrift Supervision, 29.07.2011. Federal Deposit Insurance Corporation, <http://www.fdic.gov> (30.10.2013).

<sup>8</sup> M. Singh, J. Aitken: *Counterparty Risk, Impact on Collateral Flows, and Role for Central Counterparties*. „International Monetary Fund Working Paper” 2009, WP/09/173.

<sup>9</sup> Ibid.

transakcjach *overnight*. W przypadku instrumentów pochodnych, instytucje finansowe – dealerzy tego rynku, regulowali wielkość własnych ekspozycji poprzez zawieranie transakcji odwrotnych powodując wzrost ryzyka kontrahenta w tym segmencie<sup>10</sup>.

### 3. Wewnętrzne techniki ograniczania ryzyka kontrahenta na rynku pozagiełdowym OTC

Rynki (giełdowy oraz OTC), z powodu odmiennego sposobu organizacji handlu, różnią się istotnie między sobą pod względem metod neutralizowania ryzyka partnera. W segmencie giełdowym mają zastosowanie ustandaryzowane depozyty zabezpieczające wnoszone przez uczestników handlu oraz izba rozliczeniowa pełniąca rolę gwaranta realizacji kontraktów giełdowych (występująca jako sprzedający względem kupującego i odwrotnie). W przypadku handlu na rynku OTC banki, w celu zapewnienia bezpieczeństwa wykonania przez drugą stronę warunków transakcji, stosują głównie limity kontrahenta oraz wymagają wniesienia depozytu zabezpieczającego. Należy jednak wskazać, że drugie ze wskazanych narzędzi rzadko znajdowało dotychczas zastosowanie na rynku pozagiełdowym.

Poziom limitu kontrahenta stanowi o maksymalnej ekspozycji kredytowej banku w stosunku do poszczególnych partnerów. W ramach tego limitu są również zdefiniowane rodzaje transakcji, które mogą być realizowane, jak i termin zapadalności. Wytyczne, dotyczące zasad konstrukcji limitów kontrahenta, są zawarte w rekomendacjach wydawanych przez instytucje nadzorujące działalność banków. Natomiast ogólne zasady stosowane przez banki w tym zakresie można znaleźć w ich okresowych raportach dotyczących adekwatności kapitałowej i zarządzania ryzykiem. W relacjach z klientami banki ustanawiają szczegółowe zasady utylizacji przyznanych im limitów w umowach dodatkowych na poszczególne rodzaje instrumentów pochodnych.

Rozważając kwestię zabezpieczeń przed urzeczywistnieniem się ryzyka kontrahenta, należy dokonać odrębnej analizy rynku międzybankowego i klientowskiego. W przypadku transakcji zawieranych pomiędzy bankami, limit przyznany partnerowi jest głównie uzależniony od jego wiarygodności kredytowej, czyli ratingu kredytowego, jakim się legitymuje. Im lepiej jest on oceniany przez agencje ratingowe, tym większe są potencjalne możliwości, aby zawrzeć z nim kontrakt.

<sup>10</sup> *Financial Stress and Deleveraging. Macroeconomic Implications and Policy*. International Monetary Fund, „Global Financial Stability Report” October 2008.

Duża jest więc rola samych agencji, aby poprawnie wyceniły ryzyko związane z daną instytucją (co, nie zawsze robiły, o czym można się było przekonać zwłaszcza w trakcie kryzysu z 2007 r.). W procesie przyznawania limitu brany jest też pod uwagę ogólny stan ekonomiczno-finansowy kontrahenta (dochodowość i wypłacalność). Jeżeli z kolei podmiot nie posiada zewnętrznej oceny kredytowej, to poziom limitu jest mu przyznawany na podstawie szczegółowej analizy jego sytuacji finansowej (w tym poziom funduszy podstawowych kontrahenta), ogólne badanie tzw. elementów jakościowych, m.in. renoma, konkurencyjność, wiarygodność oraz analizy różnych rodzajów ryzyka<sup>11</sup>. Banki stosują w tym zakresie własne wewnętrzne modele wyznaczania limitu partnera. Pewne okoliczności bezpośrednio wskazują na niemożność przyznania limitu partnerowi. Są nimi niewątpliwe krótki, nieprzekraczający roku, okres działania instytucji na rynku oraz toczące się względem niej postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne, czy sytuacja, w której została objęta ona programem naprawczym<sup>12</sup>. Tymczasem depozyty zabezpieczające w praktyce rynku międzybankowego są stosowane niezwykle rzadko. Ta technika jest używana wyłącznie w przypadku partnera o niskiej wiarygodności kredytowej. Depozyt może zostać wniesiony zarówno w formie pieniężnej, jak też w postaci określonych skarbowych papierów wartościowych i stanowi on pewien procent wartości zawartej transakcji.

W relacjach z klientami banki stosują przede wszystkim limity (w stosunku do wszystkich), a jeżeli to narzędzie hedgingowe jest niewystarczające, żądają wniesienia depozytu zabezpieczającego w postaci kaucji. Sposób konstrukcji limitów i jego użycia jest różny w poszczególnych instytucjach (banki decydują się na różne rozwiązania<sup>13</sup>). Z uwagi na to, że tzw. klienci znacznie rzadziej legitymują się ratingiem zewnętrznym, proces przyznawania im limitu niemal zawsze ma charakter złożonej procedury (scharakteryzowanej powyżej). Klient, chcący uzyskać limit na zawieranie transakcji na rynku derywatów, musi złożyć wniosek kredytowy, w którym precyzuje, że stara się o przyznanie mu limitu na pochodne instrumenty finansowe. Ponadto, dołącza do niego oświadczenie o limitach i zaangażowaniu na tym rynku w relacjach z innymi bankami. Decyzja o przyznaniu mu limitu jest podejmowana przez dział zarządzania ryzykiem w banku. W warunkach pozytywnej – klient uzyskuje z banku informację o przydzielonym mu limicie, obejmującą jego szczegółowe parametry, m.in. kwotę, walutę, czy datę ważności. Poziom limitu jest uzależniony od tego, czy ma on charakter zabezpieczonego, czy też nie. W warunkach ustanowienia kaucji początkowej jego war-

<sup>11</sup> Rekomendacja C dotycząca zarządzania ryzykiem koncentracji zaangażowań. KNB, www.knf.org, listopad 2012 r.

<sup>12</sup> Raporty wybranych banków dotyczące ich adekwatności kapitałowej i zarządzania ryzykiem.

<sup>13</sup> Więcej w: J. Zajac: *Polski rynek walutowy w praktyce*. KE Liber, Warszawa 2002, s. 277-281.

tość będzie wyższa. Środki wniesione przez klienta w ramach kaucji zostają zdeponowane na rachunku kaucji i są oprocentowane. Podobnie jak w przypadku depozytów zabezpieczających na rynku giełdowym, banki w razie ujemnej wyceny rynkowej transakcji i w efekcie niedostatecznej ilości środków na tym rachunku, wzywają klientów do jego uzupełnienia lub ustanowienia dodatkowego zabezpieczenia w wyznaczonym terminie<sup>14</sup>.

Techniki ograniczania ryzyka kontrahenta o charakterze wewnętrznym stanowią tradycyjne metody hedgingowe, a banki posiadają długoletnie doświadczenie w ich stosowaniu. Nie oznacza to jednak, że nie ulegają one ewolucji w celu wzmocnienia ich efektu zabezpieczającego. Przeciwnie – metodyka ich ustanawiania oraz działania jest poprawiana tak, aby uwzględnić dotychczasowe doświadczenia i ograniczyć do minimum wypadki urzeczywistnienia się ryzyka kontrahenta. Dzieje się to zarówno z inicjatywy samych banków, jak i nadzorujących je instytucji.

#### 4. Zewnętrzne metody ograniczania ryzyka kontrahenta

Porównując rynek OTC do giełdowego, bardzo często wskazuje się na jego nietransparentny charakter oraz zdecydowanie wyższe prawdopodobieństwo zmaterializowania się ryzyka kontrahenta. Owe mankamenty są wskazywane od wielu lat, jednakże dopiero kryzys finansowy z 2007 r. skłonił regulatorów rynku finansowego do zmierzania się nimi i zastosowania rozwiązań wzorowanych na rynku giełdowym. Chodzi tu o obowiązek rozliczania transakcji na standardowych derywatach pozagiełdowych przez centralnych kontrpartnerów oraz raportowania ich do repozytorium transakcji. Te dwa rozwiązania należy uznać za postęp w zakresie zarządzania ryzykiem kontrahenta w bankach oraz zwiększenia przejrzystości funkcjonowania segmentu pozagiełdowego. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na ich odmienny charakter w stosunku do technik tradycyjnych – ryzyko kontrahenta jest w ich przypadku transferowane „na zewnątrz”. Należy przy tym wskazać, że uczestnicy rynku dużo wcześniej przed kryzysem z 2007 r. mieli możliwość przelocowania ryzyka kredytowego wynikającego z konkretnych umów transakcji pozagiełdowymi derywatami na instytucję zewnętrzną. Od momentu pojawienia się na rynkach finansowych derywatów kredytowych, banki we wzajemnych relacjach mogą bowiem ograniczać ryzyko kredytowe kontrahenta poprzez zastosowanie swapów kredytowych (CDS). Czynią to niezwykle rzadko, lecz niewątpliwie taką

<sup>14</sup> Umowy transakcji na pochodnych instrumentach finansowych wybranych banków.

potencjalną możliwość posiadają. W ramach umowy swapa kredytowego można bowiem nabyć ochronę na wypadek urzeczywistnienia się szeroko rozumianego ryzyka kredytowego<sup>15</sup>. Swapy kredytowe są instrumentami finansowymi, dzięki którym można zabezpieczyć każdy rodzaj ryzyka kredytowego.

„Centralny kontrpartner to podmiot prawny, który działa pomiędzy stronami kontraktów, będących w obrocie na jednym lub wielu rynkach finansowych, stając się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy”<sup>16</sup>. Centralny kontrpartner pełni funkcję strony transakcji (zastępuje oryginalnych partnerów, przejmuje ich wzajemne prawa i obowiązki) dzięki mechanizmowi nowacji (*novation*) albo w ramach struktury otwartej oferty (*open offer*). Z nowacją mamy do czynienia w warunkach, gdy strony transakcji zawarły umowę, która następnie została rozwiązana, celem podpisania dwóch odrębnych z centralnym kontrpartnerem. Z kolei, w przypadku otwartej oferty partnerzy, po uzgodnieniu parametrów transakcji, zawierają umowę nie pomiędzy sobą, lecz już z centralnym kontrpartnerem. W efekcie oryginalni partnerzy przestają być narażeni na wzajemne ryzyko partnera, zastępując je ryzykiem niewypłacalności centralnego kontrpartnera. Centralny kontrpartner jest to jednak instytucja bezpieczna, gdyż specjalizuje się w zarządzaniu ryzykiem<sup>17</sup>. Tak jak izba rozliczeniowa, aby zapewnić bezpieczeństwo rozrachunku inwestorom zawierającym transakcje za jego pośrednictwem, stosuje on następujące rozwiązania: depozyty zabezpieczające wnoszone przez rozliczających się za jej pośrednictwem uczestników, ich wpłaty do funduszu rozliczeniowego oraz kapitał własny na odpowiednio wysokim poziomie<sup>18</sup>. Centralnego kontrpartnera różni od izby rozliczeniowej z kolei podejmowanie ryzyka rozrachunku, czyli bycie w sensie prawnym stroną transakcji, którą rozlicza. Warto wskazać, że centralni kontrpartnerzy, działają na ryn-

<sup>15</sup> Źródłem transferowanego ryzyka mogą być bowiem zarówno wierzytelności pod tytułem zwrotnym inkorporowane w treści umowy, np. kredytu, pożyczki, depozytu, kaucji, czy w treści papierów wartościowych, np. w obligacjach, papierach komercyjnych, ale również wierzytelności, których przedmiotem są inne świadczenia pieniężne, np. powstałe w rezultacie zawartych transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi, warunkowe (m.in. wynikające z umowy gwarancji bankowej) lub przyszłe. M. Szmelter: *Swap kredytowy jako najlepiej rozwinięty pochodny instrument kredytowy*. W: *Problemy współczesnej gospodarki światowej*. Red. H. Treder. Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego, nr 27, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2009.

<sup>16</sup> Regulation (EU) No. 648/2012..., op. cit., art. 2.

<sup>17</sup> KDPW\_CCP: KDPW\_CCP – cele zadania, korzyści dla rynku. [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), listopad 2012 oraz *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i na świecie*. Red. K. Nakoneczny, B. Wróbel. Departament Edukacji i Wydawnictw, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 36.

<sup>18</sup> Izba rozliczeniowa pełniąca rolę centralnego kontrpartnera KDPW\_CCP, [www.kdpwccp.pl](http://www.kdpwccp.pl), listopad 2012 r.



ku giełdowym już od dawna, choć tendencja do ich tworzenia pojawiła się stosunkowo niedawno (kilka lat temu)<sup>19</sup>.

Centralni kontrpartnerzy obejmują obecnie szeroki zakres instrumentów finansowych: są to zarówno akcje, papiery dłużne, operacje repo, jak i derywaty. Warto wskazać, że pośredniczą oni w obrocie instrumentami pochodnymi na rynku giełdowym, ale robią to też w przypadku derywatów OTC. O ile jednak dotychczas wszystkie transakcje zawierane na giełdzie były rozliczane przez centralnego kontrpartnera czy izbę rozliczeniową, to w odniesieniu do pozagiełdowych instrumentów pochodnych takiego obowiązku nie było. Zmianę w tym zakresie przyniosło rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji (zwane regulacją EMIR). Na jego mocy na obszarze Unii Europejskiej został wprowadzony obowiązek korzystania z pośrednictwa centralnych kontrpartnerów w transakcjach standardowymi derywatami na rynku OTC. Tekst tego rozporządzenia został przyjęty 29 marca 2012 r. i opublikowany 4 lipca 2012 r., a wszedł w życie 20 dni później. Podobne rozwiązanie wprowadziła wcześniej amerykańska ustawa – *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (podpisana przez prezydenta USA w lipcu 2010 r.).

Regulacja EMIR wprowadza także obowiązek raportowania szczegółowych informacji o każdym zawartym kontrakcie derywatami oraz na temat wszelkich zmian lub rozwiązania tego kontraktu do repozytorium transakcji zarejestrowanego przez ESMA (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych)<sup>20</sup>. Będzie on dotyczył wszystkich transakcji rozliczanych przez centralnego kontrpartnera. Gromadzenie i przechowywanie informacji dotyczących derywatów ma na celu przede wszystkim poprawę nadzoru finansowego nad instytucjami dokonującymi transakcji na tym rynku. Dzięki działaniu repozytorium nadzorca posiada dokładniejsze informacje dotyczące ryzyka kontrahenta podejmowanego przez poszczególnych uczestników rynku, jak i na temat ryzyka systemowego, a w konsekwencji jest w stanie szybciej zareagować na ewentualne zagrożenia płynące z tego tytułu<sup>21</sup>.

W Polsce usługi centralnego kontrpartnera, od listopada 2012 r., zaczął świadczyć KDPW\_CCP, stosując mechanizm prawny nowacji rozliczeniowej. Ponadto, w tym samym czasie została udostępniona usługa repozytorium transakcji<sup>22</sup>.

<sup>19</sup> *Systemy rozrachunku...*, op. cit., s. 42.

<sup>20</sup> Regulation (EU) No. 648/2012..., op. cit., art. 9.

<sup>21</sup> Repozytorium Transakcji w KDPW. [www.kdpw.pl](http://www.kdpw.pl), listopad 2012 r.

<sup>22</sup> Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, [www.kdpw.pl](http://www.kdpw.pl), listopad 2012 r.

## Podsumowanie

Kryzys zmusił świat nauki oraz decydentów do ponownego przemyślenia podstawowych zasad ekonomicznych, a także do zwiększenia wysiłku w celu poprawy międzynarodowego bezpieczeństwa finansowego. W szczególności regulatorzy zainteresowali się koniecznością zwiększenia przejrzystości działania na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych oraz wprowadzenia rozwiązań, które mogą zmniejszyć tak istotne na tym rynku ryzyko kontrahenta. Wprowadzenie w ramach EMIR instytucji centralnego kontrpartnera należy ocenić pozytywnie. Jest to rozwiązanie, które powinno się przyczynić do zwiększenia przejrzystości poprzez centralizację transakcji, obiegu informacji oraz wprowadzenia obowiązku raportowania, a tym samym do zmniejszenia ryzyka kontrahenta na tym rynku. O zakresie korzyści wynikających z tego rozwiązania zdecydować oczywiście szczegółowe rozwiązania regulacyjne, które mają być dopiero wprowadzone. Tym niemniej należy zwrócić uwagę na konieczność wprowadzenia rozwiązań nadzorczych nad instytucją centralnego kontrpartnera, tak by jego działanie, poprzez koncentrację działalności, nie przyczyniło się do wzrostu ryzyka systemowego, czy chociażby przeciwdziałało pokusie nadużycia. Ponadto wydaje się zasadne wprowadzenie możliwości uzyskania dostępu do płynnego kapitału przez centralnego kontrpartnera w sytuacji trudności w utrzymaniu własnej płynności<sup>23</sup>.

## COUNTERPARTY RISK PROBLEM ON THE OVER THE COUNTER DERIVATIVES MARKET

### Summary

Financial crisis that began in 2007 on the U.S. mortgage market with remarkable dynamics reached global financial world. Its consequences impaired stability of the financial markets and banking systems, and weakened the economies of many countries. One of the most important factors occurring during the financial crisis was the sudden surge in the counterparty risk. Counterparty risk is a kind of credit risk and is characterized by a situation that the counterparty to a transaction defaults before the final cash flow set-

<sup>23</sup> Na te aspekty zwraca uwagę J.C. Kress: *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity*. „Harvard Journal on Legislation” 2011, Vol. 48.

tlement of the transaction. The purpose of this article is to present the specific problem of counterparty risk in the perspective of risk management techniques in the OTC derivatives market and moreover to explain the EMIR – an important regulatory initiative in this area.