



Irena Pyka

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
irena.pyka@ue.katowice.pl

Mateusz Muszyński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
mateuszmuszynski@vp.pl

NOWE REGULACJE BEZPIECZNEGO OBROTU INSTRUMENTAMI POCHODNYMI NA RYNKU POZAGIEŁDOWYM W POLSCE

Streszczenie: Rozwój nieregulowanego rynku instrumentów pochodnych w Polsce, po globalnym kryzysie finansowym został zharmonizowany z nowymi regulacjami rynku OTC strefy euro. W opracowaniu analizuje się zachodzące w nim zmiany, wykazując, że obserwowany wzrost obrotów na nieregulowanym rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce jest wynikiem szeregu autonomicznych czynników, niezależnych od działań międzynarodowych nadzorców i regulatorów. Transformowane na polski nieregulowany rynek instrumentów pochodnych zmiany zasad jego funkcjonowania nie hamują więc dynamiki i przekształceń w rodzajowej i podmiotowej strukturze obrotu derywatywami w Polsce. W długim okresie mogą jednak prowadzić do ograniczenia na nim popytu i podaży oraz zmniejszenia skali jego fragmentaryzacji.

Słowa kluczowe: pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych, MiFID2, EMIR, CCP (*Central Counterparty*), KDPW CCP.

Wprowadzenie

Rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce rozwija się relatywnie szybko, biorąc pod uwagę, że dopiero w ostatniej dekadzie XX w. pojawiają się silniejsze motywy do zawierania na nim transakcji finansowych. Pomimo to na koniec 2012 r. wartość nominalna tych transakcji, według danych BIS, wynosiła zaledwie niecałe 0,01% ich wartości nominalnej na rynku światowym.

Celem opracowania jest identyfikacja charakteru zmian obserwowanych na rynku instrumentów pochodnych w okresie po globalnym kryzysie finansowym,

ze szczególnym uwzględnieniem wdrażanych na nim nowych regulacji skierowanych głównie na poprawę bezpieczeństwa inwestycyjnego. Zasadniczym przedmiotem oceny jest rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, którego rozwój po globalnym kryzysie finansowym został zharmonizowany z nowymi regulacjami rynku OTC strefy euro.

W opracowaniu wskazuje się, że obserwowany wzrost obrotów na nieregulowanym rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w gospodarce światowej, ale również i w Polsce, jest wynikiem szeregu autonomicznych czynników, czyli niezależnych od działań międzynarodowych nadzorców i regulatorów. Dlatego też wprowadzane po globalnym kryzysie finansowym na rynku OTC strefy euro zmiany, transformowane na polski nieregulowany rynek instrumentów pochodnych, nie hamują dynamiki jego rozwoju, a także nie wywołują zmian w rodzajowej i podmiotowej strukturze obrotu derywatywami na polskim rynku finansowym. W długim okresie mogą jednak prowadzić do ograniczeń popytu i podaży w handlu instrumentami pochodnymi na rynku nieregulowanym w Polsce i zmniejszenia skali jego fragmentaryzacji.

1. Obrót instrumentami pochodnymi na rynku OTC

Rynek OTC powstał w Stanach Zjednoczonych pod koniec XVIII w. Aktualnie rynki pozagiełdowe działają w wielu krajach. Do największych rynków OTC (*over-the-counter*) zalicza się NASDAQ – amerykański regulowany rynek pozagiełdowy, SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotation System*) rynek pozagiełdowy w Wielkiej Brytanii, EASDAQ – rynek pozagiełdowy w Brukseli czy Alternex, alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi w strefie euro.

W Polsce rynek pozagiełdowy obejmuje Bonspot – regulowany rynek pozagiełdowy, alternatywne systemy obrotu papierami wartościowymi i nieregulowany obrót instrumentami finansowymi. Rozwija się on jako uzupełnienie giełdowego obrotu instrumentami finansowymi i ma nad nim tę zasadniczą przewagę, że pozwala na lepsze dopasowanie warunków transakcji do zróżnicowanych potrzeb inwestorów polskiego rynku finansowego.

Współczesne rynki pozagiełdowe mogą występować w formie regulowanej i nieregulowanej. Dokonuje się na nich obrót różnymi instrumentami finansowymi, w tym nieformalny obrót papierami wartościowymi. Rynek OTC wskutek tego funkcjonuje w szerokiej formule inwestycyjnej, nie ogranicza się wyłącznie do nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi i jest mocno rozproszony.

W Polsce nieregulowany rynek instrumentów pochodnych rozwija się szybko, a jego średnie dzienne obroty, nawet po globalnym kryzysie finansowym, pozostają stale wyższe niż na rynku giełdowym, chociaż procentowe i walutowe instrumenty pochodne znajdują się również w giełdowej ofercie inwestycyjnej (por. tabela 1).

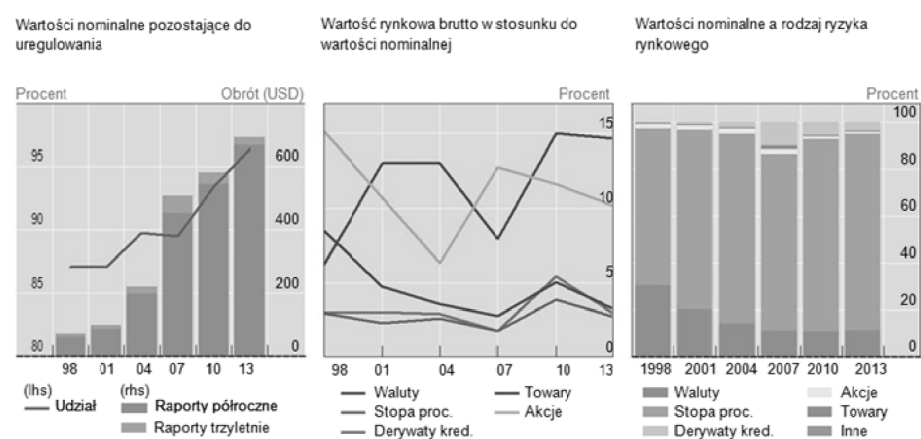
Tabela 1. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2010-2013 (w mln zł)

	2010	2011	2012	2013
Pozagiełdowe instrumenty pochodne	7 638,3	10 822,3	9 094,0	10 173,7
– procentowe instrumenty pochodne	5 824,1	9 008,0	7 461,8	8 316,1
– walutowe instrumenty pochodne	1 814,2	1 814,3	1 632,2	1 857,6
Giełdowe instrumenty pochodne	1 413,2	1 534,8	934,6	971,7
– procentowe instrumenty pochodne	–	–	–	10,7
– walutowe instrumenty pochodne	15,3	26,5	21,7	37,8
– instrumenty związane z rynkiem akcji	1 397,9	1 508,3	912,9	923,3
– w tym <i>futures</i> na WIG20	1 319,6	1 381,6	832,8	813,8

Uwagi: obroty na rynku pozagiełdowym wyliczono według wartości nominalnej, a na rynku giełdowym – według kwot rozliczenia transakcji. Rynek giełdowy obejmuje jedynie instrumenty notowane na GPW. W przypadku tego rynku uwzględniono transakcje sesyjne i pakietowe. Giełdowe procentowe instrumenty pochodne obejmują kontrakty na stopy procentowe oraz kontrakty na obligacje, które były przedmiotem obrotu na GPW od października 2013 r. Kategoria walutowych instrumentów pochodnych nie obejmuje transakcji *fx swap*.

Źródło: NBP [2014, s. 303].

Nieregulowany rynek instrumentów pochodnych rozwija się także dynamicznie w gospodarce światowej (por. schemat 1). W latach 1998-2013 wartość nominalna kwot pozostających do uregulowania znacznie wzrosła, pomimo globalnego kryzysu finansowego. Spadła jedynie w latach 2007-2013 ich wartość rynkowa brutto w stosunku do wartości nominalnej, co świadczy o zwiększonej wycenie ryzyka rynkowego obrotu tymi instrumentami na rynku OTC. Skala tej wyceny jest jednak zróżnicowana wobec typów instrumentów pochodnych. Największym bezpieczeństwem inwestycyjnym cieszą się instrumenty pochodne stopy procentowej, a w dalszej kolejności walutowe instrumenty pochodne. W 2007 r. wysokim zaufaniem inwestorzy obdarzali również kredytowe instrumenty pochodne, jednak w latach 2008-2013 zaufanie to mocno spadło. W Polsce banki krajowe utrzymują stale największe zaangażowanie w instrumenty pochodne stopy procentowej, głównie IRS i FRA [NBP, 2014, s. 304]. Obserwowane zmiany nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi świadczą o tym, że istotnym czynnikiem rozwoju i fragmentaryzacji rynku jest skłonność jego uczestników do absorpcji ryzyka inwestycyjnego.



Schemat 1. Globalny pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych

Źródło: Monetary and Economic Department [2013, s. 2].

Głównymi uczestnikami nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi od momentu jego powstania są banki. Rynek derywatów ma zatem charakter rynku międzybankowego. Zaangażowanie banków w transakcje instrumentami pochodnymi jest jednak zróżnicowane. W Polsce wartość nominalna pozycji brutto banków krajowych na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych na 31 grudnia 2013 r. wyniosła ponad 1,7 bln zł. Instrumenty te wykazywane były przez 40 banków i oddziałów instytucji kredytowych działających w Polsce, przy czym na pięć z nich przypadało nieco ponad 72% wartości nominalnej tych instrumentów, a na 10 – prawie 94% tej wartości [NBP, 2014]. Rozkład ryzyka inwestycyjnego na rynku jest zatem nierównomierny, a straty ponoszone przez jednych uczestników skutkują zyskami pozostałych. Rynek rozwija się więc na bardzo specyficznych zasadach, w tym niskiej awersji do ryzyka inwestycyjnego wielu jego uczestników.

Nieregulowany rynek instrumentów pochodnych posiada jednak szereg innych, specyficznych cech warunkujących jego rozwój (por. tabela 2).

Tabela 2. Cechy pozagiełdowego rynku derywatów (instrumentów pochodnych)

Kryterium oceny	Charakterystyka cech pozagiełdowego rynku derywatów
1	2
1. Sposób zawierania transakcji	Bilateralne kontrakty między kontrahentami.
2. Sposób organizacji rynku OTC	Za pośrednictwem brokera lub bez. Elektroniczne platformy obrotu.
3. Rodzaj regulacji	Rynek nieregulowany. Nie podlega nadzorowi finansowemu.

cd. tabeli 2

1	2
4. Przejrzystość rynku	Rynek mało przejrzysty. Dane o funkcjonowaniu rynku praktycznie niedostępne publicznie. Dla najbardziej wystandaryzowanych derywatów brokerzy udostępniają kwotowania informacyjne.
5. Typy transakcji	Różnorodne transakcje terminowe realizowane w oparciu o coraz bardziej złożone instrumenty pochodne. Różne terminy zapadalności transakcji. Różna wartość nominalna transakcji.
6. Ryzyko inwestycyjne	Zależne od stosowanej strategii: <i>hedging</i> , spekulacja, arbitraż. Wysokie ryzyko kredytowe kontrahenta ograniczane depozytem zabezpieczającym i rozliczenia przez izby rozliczeniowe. Obszar istotnych zmian po globalnym kryzysie finansowym i podstawa segmentacji rynku derywatów (OTC). Wysokie ryzyko prawne ograniczane przez działalność ISDA – <i>International Swaps and Derivatives Association</i> .

Źródło: Opracowanie własne.

Współczesny rynek pozagiełdowy opiera się głównie na elektronicznym obrocie instrumentami finansowymi znacznie przyspieszającym handel derywatami. Wiele zawieranych na nim transakcji ma wyłącznie charakter prywatny i nie podlega nadzorowi, co często obniża koszty finansowe jego uczestników, którzy stosują różne strategie inwestowania w instrumenty pochodne. Banki natomiast, jako najważniejsze instytucje finansowe tego rynku, poprzez długoletnie doświadczenia wypracowały wewnętrzne techniki ograniczania ryzyka transakcji nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi. Do tego celu głównie wykorzystują *hedging* umożliwiając im rynkowe zabezpieczenie ponoszonego ryzyka. Natomiast od momentu pojawienia się pochodnych kredytowych, ryzyko transakcji zabezpieczają wykorzystaniem swapów kredytowych (CDS); nieraz tylko stosują wskazówki nadzorców. Natomiast niska skala przejrzystości rynku jest korzystna dla wielu uczestników nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi.

Cechy te, sprzyjając inwestorom, utrudniają pozostałym interesariuszom pozyskanie kompleksowych i porównywalnych w skali międzynarodowej informacji statystycznych o płynności i strukturze rynku OTC. Natomiast z instytucji bezpieczeństwa finansowego uczyniły biernych obserwatorów. Fakty te jednak do momentu globalnego kryzysu finansowego nie budziły większych zastrzeżeń.

2. Determinanty bezpieczeństwa obrotu instrumentami pochodnymi

Poprawa bezpieczeństwa obrotu instrumentami pochodnymi w gospodarce światowej nabrała szczególnego znaczenia w okresie globalnego kryzysu finansowego. Okazało się bowiem, że to banki, jako najważniejsi uczestnicy nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi, w warunkach rygorystycznych norm ostrożnościowych, sprzyjających wzrostowi kosztów pozyskania w nich kapitału, przyczyniły się do dynamicznego rozwoju rynku. Jeszcze przed wybuchem światowego kryzysu finansowego, bardziej opłacalnym stało się w korporacjach bankowych nabywanie ochrony kredytowej z wykorzystaniem instrumentów pochodnych i sekurytyzacji aktywów. Na szczycie państw grupy G-20 w Pittsburgu, we wrześniu 2009 r., rynek OTC uznano za główną przyczynę pogłębienia zaburzeń na rynkach finansowych w latach 2008-2009. Regulacje skierowano w szczególności na brak przejrzystości tego rynku, jego zdecentralizowany charakter, a także trudności w prawidłowej ocenie ekspozycji na ryzyko kontrahentów tego rynku [www 1]. Z tego też powodu na kolejnym spotkaniu w Pittsburgu 26 września 2009 r. przyjęto, że do końca 2012 r. wszystkie zestandardyzowane kontrakty, dotyczące instrumentów pochodnych znajdujących się w obrocie pozagiełdowym, będą rozliczane za pośrednictwem partnerów centralnych, co powinno stworzyć możliwość monitorowania ekspozycji poszczególnych uczestników rynku tych instrumentów, powiązań między nimi oraz sposobność analizy koncentracji ryzyka rynkowego. Na spotkaniu w Toronto, w czerwcu 2010 r. potwierdzono potrzebę wzrostu przejrzystości i nadzoru regulacyjnego tego rynku.

Bezpieczeństwo obrotu instrumentami pochodnymi nie zależy jednak wyłącznie od narzuconych regulacji zewnętrznych. Warunkuje go szereg specyficznych czynników, w tym ściśle powiązanych z techniczną konstrukcją instrumentów pochodnych, charakterem i sposobami rozliczania transakcji na rynku nieregulowanym, a także organizacją obrotu instrumentami pochodnymi.

Warto przypomnieć, że pierwsze instrumenty pochodne pojawiły się w obrocie nieregulowanym jeszcze w XIX w. Miały one charakter towarowych instrumentów pochodnych, których bezpośrednim celem była stabilizacja cen żywności i równomierne rozłożenie popytu i podaży w ciągu roku. Z czasem rozwój międzynarodowego handlu produktami i towarami rolno-spożywczymi spowodował, że na rynku pojawiły się terminowe kontrakty finansowe, oparte głównie na walutach. Przeprowadzane na nich transakcje ograniczały ryzyko cenowe kontraktów towarowych. Pierwsze pochodne instrumenty finansowe miały

charakter bezwarunkowych walutowych kontraktów terminowych *forward*, a z czasem procentowych kontraktów swapowych, do dziś znajdujących się w obrocie nieregulowanym. Pozagiełdowy obrót tymi instrumentami nie stanowił wtedy istotnej przyczyny niestabilności finansowej gospodarki. Wysokie jest bowiem bezpieczeństwo obrotu tymi instrumentami, pomimo nieregulowanego charakteru rynku i wysokiej innowacyjności handlowanych na nim kontraktów.

Współczesny nieregulowany obrót instrumentami pochodnymi dokonuje się na bardzo różnorodnych derywatach, często o wysokim poziomie produktowej innowacyjności. Wynika to wprost z samej istoty instrumentu, w którym funkcję podstawowego (*underlying instrument*), od którego zależy jego wartość, mogą pełnić różne zmienne [Hall, 2011, s. 163] (por. tabela 3).

Szybko rosnąca liczba instrumentów pochodnych inkorporujących w sobie specyficzne właściwości inwestorskie przyczynia się do niesymetrycznego rozwoju rynku. Współcześnie zmniejsza się na nim udział towarowych kontraktów terminowych, natomiast wzrasta rynek finansowych kontraktów terminowych. Obserwowana niesymetryczność rozwoju rynku ma też swoje autonomiczne przyczyny (por. tabela 4).

Tabela 3. Zasadnicze grupy instrumentów pochodnych

Kryterium podziału	Rodzaj instrumentu
I. Charakter instrumentu bazowego	1. Towarowe kontrakty terminowe 2. Finansowe kontrakty terminowe
II. Rodzaj transakcji	1. Kontrakty terminowe – <i>forward</i> , (niestandardyzowane), <i>futures</i> , (standardyzowane) 2. Opcje 3. Swapy (transakcje zamiany) 4. Pochodne z pochodnych – kombinacje powyższych kontraktów
III. Sposób rozliczania transakcji	1. Kontrakty terminowe z fizyczną dostawą instrumentu bazowego 2. Kontrakty terminowe rozliczane różnicowo
IV. Sposób organizacji obrotu	1. Giełdowe instrumenty pochodne 2. Pozagiełdowe instrumenty pochodne – instrumenty pochodne rynku OTC
V. Rodzaj instrumentu bazowego	1. Walutowe instrumenty pochodne 2. Instrumenty pochodne na stopy procentowe 3. Instrumenty pochodne oparte na papierach wartościowych 4. Instrumenty pochodne oparte na instrumentach pochodnych
VI. Okres (termin) powstania	1. Derywaty pierwszej generacji (klasyczne) 2. Derywaty drugiej generacji (modyfikowane)

Źródło: Opracowanie własne.

Pierwszy na szeroką skalę wzrost obrotów pozagiełdowymi instrumentami finansowymi notowany w latach 70. ubiegłego stulecia spowodowany został wcześniej nieobserwowaną wysoką zmiennością kursów walutowych, stóp pro-

centowych, cen akcji i cen towarów. Aktualnie tendencji tej towarzyszy dodatkowo wysokie zainteresowanie uczestników rynku kredytowymi instrumentami pochodnymi. Choć zmniejszył się ich udział w rynku derywatów, to pozycja jest stale silniejsza niż kontraktów towarowych.

Tabela 4. Globalny rynek instrumentów pochodnych OTC (*over-the-counter*)

Kwoty pozostające do uregulowania w miliardach USD						
	Wartość nominalna			Wartość rynkowa brutto		
	Czerwiec 2007	Czerwiec 2010	Czerwiec 2013	Czerwiec 2007	Czerwiec 2010	Czerwiec 2013
Razem	507,907	582,655	692,908	11,118	24,673	20,158
Kontrakty walutowe	57,604	62,933	81,025	1,613	3,158	2,613
Kontrakty stopy procentowej	381,357	478,093	577,269	6,73	18,508	15,683
Kontrakty związane z akcjami	9,518	6,868	6,963	1,212	796	707
Kontrakty towarowe	8,255	3,273	2,727	656	492	394
Derywaty kredytowe	51,095	31,416	24,845	906	1,708	732
Inne	78	72	78	1	12	29
Wartość ekspozycji kredytowych	2,672	3,578	3,9

Źródło: Monetary and Economic Department [2013, s. 5].

Kolejny dynamiczny przyrost niestandardowych, nowoczesnych instrumentów pochodnych rozpoczął się na początku lat 90. i był wywołany motywami spekulacyjnymi głównych uczestników rynku. W obrocie nieregulowanym pojawiły się w tym czasie derywaty rynku nieruchomości łączące szybkość i mnogość strategii inwestycyjnych na instrumentach finansowych z zaletami inwestowania w nieruchomości [Truszkowski, 2010]. Wynikające z nich wysokie ryzyko inwestycyjne spowodowało rozwój sekurytyzacji aktywów. Początkowo była ona skierowana na bezpieczne, budowane na należnościach handlowych ABS-y (*Asset Backed Securities*). Z czasem pojawiły się w obrocie nieregulowanym MBS-y (*Mortgage Backed Securities*) i CMBS-y (*Commercial Mortgage Backed Securities*) – instrumenty finansowe zabezpieczone hipoteką na bazie nieruchomości generujących stałe przychody, np. szpitale, hotele, restauracje, a także RMBS-y (*Residual Mortgage Backed Securities*) zabezpieczone na nieruchomościach. Instrumenty te, przenosząc ryzyko inwestycyjne z aranżera sekurytyzacji na inwestora rynkowego, zwiększały jego poziom w systemie finansowym, co stało się przedmiotem troski Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego, który nakazał międzynarodowym korporacjom bankowym zabezpieczanie transakcji sekurytyzacyjnych [NUK, 2007].

Najnowsze i najbardziej rozwijające się na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych są jednak derywaty kredytowe. Ich cechą charakterystyczną jest wysoka zdolność do przenoszenia ryzyka kredytowego wynikającego z aktywów finansowych z nabywcy ochrony kredytowej na sprzedawcę tej ochrony [Banks, Glanz, Siegel, 2006]. Rynek ten początkowo rozwijał się w postaci swapów kredytowych (CDS-ów), ale przed globalnym kryzysem finansowym powstały na nim także strukturyzowane produkty finansowe w postaci dłużnych papierów wartościowych z wbudowanym kredytowym instrumentem pochodnym o bardzo skomplikowanej konstrukcji i cechach inwestycyjnych. Rynek instrumentów kredytowych stał się tym samym nowym, nieregulowanym obszarem szybko rosnącego ryzyka inwestycyjnego.

Na rynkach finansowych coraz mniej transakcji ma też charakter rzeczywisty, a zatem taki, kiedy w momencie realizacji transakcji następuje fizyczne dostarczenie instrumentu bazowego. Dominują na nich transakcje nierzeczywiste, w których w zdecydowanej większości nie występuje efektywna dostawa instrumentu bazowego w przewidzianym terminie. Transakcja kończy się tylko rozliczeniem gotówkowym kontraktu w stosunku do ostatecznego kursu rozliczeniowego [Dębski, 2014, s. 311]. Przyczyną tej sytuacji jest coraz częściej niematerialny charakter instrumentu bazowego (np. kontrakty na indeksy giełdowe, derywaty pogodowe, w większości kredytowe instrumenty pochodne) pogłębiający na rynku narastanie ryzyka inwestycyjnego.

Obserwowane w nieregulowanym obrocie instrumentami pochodnymi zmiany pozwalają zauważyć, że dotychczas jego uczestnicy, zarówno po stronie popytu, jak też podaży sami zabezpieczali ryzyko zawieranych transakcji terminowych. Powstająca tym sposobem wysoka innowacyjność produktowa rynku sprzyjała zawieraniu na nim transakcjom, powodując jednocześnie narastanie dychotomii jego rozwoju i zmniejszenie przejrzystości zawieranych na nim transakcji. Nowoczesne instrumenty pochodne, podnosząc dochodowość spekulantów, samostnie niejako przyczyniły się do zmniejszenia znaczenia *hedgingu* w transakcjach rynkowych, obniżając standardy jego bezpieczeństwa.

3. Regulacje pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych w strefie euro i w Polsce

Zważywszy na fakt, że w strefie euro wraz z jej powstaniem pojawiła się koncepcja jednolitego rynku finansowego, której słabości mocno uzewnętrzniał ponadnarodowy charakter zaburzeń ekonomicznych w okresie globalnego kry-

zysu finansowego, Komisja Europejska podjęła bardzo szybko decyzję o konieczności przeprowadzenia zmian w zasadach jego funkcjonowania, kierując się potrzebą stworzenia nowej koncepcji bezpieczeństwa jednolitego rynku finansowego opartego na przebudowie architektury nadzoru i harmonizacji porządków prawnych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Nadrzędnym celem proponowanych zmian stało się zapewnienie całościowej i systemowej stabilności finansowej. Nowa architektura nadzoru opiera się w decydującym stopniu na opublikowanym w 2009 r. raporcie grupy de Larosière'a, w którym zaproponowane zostały zmiany ram mechanizmu nadzoru. Prace legislacyjne nad przyjęciem projektu trwały do roku 2011 i skutkowały powstaniem Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego. System funkcjonuje w formie zdecentralizowanej sieci, obejmującej zarówno europejskie, jak i krajowe organy nadzoru, tworząc zasadnicze tło bezpieczeństwa rynku finansowego, w tym analizowanego nieregulowanego rynku instrumentów pochodnych.

Fundamentalnej zmianie uległa również struktura aktów prawnych wprowadzających całe spektrum nowych rozwiązań dotyczących przejrzystości rynku OTC, jego instrumentów i aktywnych inwestorów. Do głównych nowych aktów regulacyjnych zaliczyć należy:

- MiFID2 – Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE oraz rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR – *Markets in Financial Instruments Regulation*),
- EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*).

Bezpośrednim celem dyrektywy MiFID2 stało się zwiększenie poziomu ochrony przedsiębiorstw inwestycyjnych świadczących usługi na rynku wewnętrznym Unii Europejskiej. Podobnie jak poprzednia, obowiązująca od listopada 2007 r., nadal jest głównym filarem integracji rynku finansowego Unii Europejskiej. Dyrektywa MiFID ustanawia ramy regulacyjne dotyczące świadczenia usług inwestycyjnych w zakresie instrumentów finansowych (takich jak usługi maklerskie, doradztwo, operacje dealerskie, zarządzanie portfelem, gwarantowanie emisji itp.) przez banki i firmy inwestycyjne oraz prowadzenia rynków regulowanych przez podmioty zarządzające rynkiem. Określa ona także uprawnienia i obowiązki właściwych organów krajowych w odniesieniu do tych rodzajów działalności. Przegląd poprzedniej dyrektywy MiFID stał się integralnym elementem reform pokryzysowych mających na celu stworzenie bezpieczniejszego, lepiej działającego, bardziej przejrzystego i odpowiedzialnego systemu finansowego w okresie po kryzysie finansowym, a także zapewnienie bardziej zintegrowanego, efektywnego i konkurencyjnego rynku finansowego UE [Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, 2010]. Stanowi także sposób re-

alizacji zobowiązania przyjętego przez państwa grupy G-20 [Oświadczenie przywódców G-20, 2009] do doskonalenia organizacji, przejrzystości i nadzoru różnych segmentów rynku, szczególnie w przypadku instrumentów będących przede wszystkim przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym [COM 563, 2009]. Wprowadza ona również zmiany w dystrybucji i zasadach ochrony inwestorów handlujących strukturyzowanymi instrumentami. MIFID2 stanowi też uzupełnienie rozporządzenia EMIR, dokumentu UE w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji [COM 484, 2010].

EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) wprowadza nowe reguły funkcjonowania infrastruktury nieregulowanego rynku instrumentów pochodnych. Zasady tkwiące u podstaw tych zmian zostały uzgodnione przez władze europejskie na początku 2012 r. i zamknięte przyjęciem Rozporządzenia Parlamentu i Rady Europejskiej (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji. Rozporządzenie, zgodnie z planem Komisji Europejskiej, skupia się na trzech kwestiach: CCP (*Central Counterparty*), standaryzacji oraz centralnych bazach danych.

CCP to niewątpliwa innowacja na rynku OTC polegająca na stworzeniu systemu rozliczeń i rozrachunków pozagiełdowych instrumentów pochodnych, ukierunkowana na ograniczenie ryzyka obrotu nimi. W stworzonym systemie zobowiązania strony niewypłacalnej przejmuje centralny kontrpartner transakcji – CCP. Strony rozliczające się poprzez CCP nie ponoszą więc ryzyka niewypłacalności. Zadaniem podstawowym CCP staje się tym samym szacowanie poziomu występującego w systemie ryzyka oraz takie dostosowanie wymaganych depozytów zabezpieczających, aby ryzyko to ograniczyć.

Standaryzacja z kolei jest warunkiem wstępnym, aby pozagiełdowe instrumenty pochodne mogły być kwalifikowane do rozliczeń w systemie CCP. Standaryzacja powinna stanowić najważniejszy element zwiększenia sprawności, bezpieczeństwa i należytego działania rynków instrumentów pochodnych. Zakłada bowiem ujednoczenie różnorodnie zbudowanych instrumentów pochodnych, pozwalając na ich zbiorcze, wspólne traktowanie. W przypadku pozagiełdowych instrumentów pochodnych niekwalifikujących się do rozliczeń w systemie CCP, działania będą skierowane na wspieranie elektronicznego potwierdzania i zatwierdzania transakcji, zautomatyzowania procesu płatności związanych z transakcją oraz stosowanie odpowiedniego zarządzania depozytem zabezpieczającym.

Przyjęte rozwiązania zwiększają rolę zewnętrznego bezpieczeństwa w nieregulowanym obrocie instrumentami pochodnymi. Przesuwają odpowiedzial-

ność za ryzyko transakcyjne rynku na centralnego kontrpartnera. Niewątpliwie zwiększają też przejrzystość rynku, jednak kosztem jego „uszczywnienia”.

Sprawowanie nadzoru nad rynkiem OTC łączy się również z powstaniem centralnych baz danych instrumentów stanowiących przedmiot jego obrotu. Instytucje te mają zbierać dane dotyczące liczby transakcji i wolumen pozycji pozostających do uregulowania w odniesieniu do całego obrotu, bez względu na to, czy transakcje kwalifikują się do rozliczenia w systemie CCP.

Przepisy rozporządzenia EMIR weszły w życie 16 sierpnia 2012 r., ale organy regulacyjne nadal pracują nad przyjęciem i opublikowaniem 20 standardów technicznych stanowiących istotne uzupełnienie treści tego rozporządzenia. Projekty standardów technicznych zostały opracowane przez ESMA (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) i opublikowane 27 września 2012 r. Całościowe wdrożenie rozporządzenia zobowiązujące wszystkie podmioty do jego stosowania nastąpi dopiero po ogłoszeniu standardów technicznych.

Zmiany zachodzące pod wpływem europejskich regulacji będą rzutować na polski rynek pozagiełdowy. Wdrożenie zmian zawartych w MiFID2/MIFIR, zważywszy na przyjęte rozwiązania, będzie wydłużone w czasie. Nie wymaga więc natychmiastowego przystosowania polskiego rynku do tych regulacji. Część z nich będzie jednak obowiązywać bezpośrednio, niezależnie od terminu transpozycji dyrektywy do prawa polskiego. Podobnie rozporządzenie EMIR, jako akt bezpośredniego stosowania, nie wymaga przeniesienia przepisów do prawa krajowego. Pomimo to, w odpowiedzi na wymogi stawiane uczestnikom rynku finansowego przez rozporządzenie EMIR, 2 listopada 2012 r. KDPW udostępnił nową usługę o charakterze repozytorium transakcji.

Repozytorium polega na gromadzeniu i przechowywaniu informacji dotyczących transakcji instrumentami pochodnymi [Regulamin repozytorium transakcji]. Kontrahenci, którzy zawierają transakcje instrumentami pochodnymi (z wyłączeniem osób fizycznych) oraz CCP prowadzące rozliczenia takich transakcji, będą zobligowani do przekazywania do repozytoriów informacji na temat zawartych transakcji pochodnych, modyfikacji ich warunków, zakończenia, a także zmian ich wartości rynkowej i ustanowionego zabezpieczenia. Zgodnie z przepisami dane o transakcjach pochodnych mają być raportowane wyłącznie do repozytoriów transakcji, które uzyskają rejestrację w ESMA. KDPW dostosował uruchomiony wcześniej system oraz organizacyjną spółki do nowych wymogów regulacyjnych i w maju 2013 r. złożył w ESMA, a decyzją ESMA 14 listopada 2013 r. KDPW zostało zarejestrowane jako jedno z czterech pierwszych repozytoriów transakcji w UE [Rozporządzenie Parlamentu i Rady Europejskiej]. Tym samym KDPW CCP uzyskało uprawnienie do gromadzenia da-

nych o wszystkich rodzajach transakcji pochodnych zawieranych zarówno na rynku regulowanym, jak i rynku OTC. Zgodnie z przepisami wykonawczego standardu technicznego do rozporządzenia EMIR [rozporządzenie wykonawcze Komisji] informacje na temat transakcji pochodnych osób prawnych z UE będą obowiązkowo przekazywane według stosownych procedur.

Przyjęty przez KDPW CCP projekt rozliczania transakcji z rynku OTC spowodował, że pod koniec 2012 r. utworzono osobny system gwarantowania rozliczeń dla transakcji zawieranych poza obrotem zorganizowanym, w tym fundusz zabezpieczający OTC. Posiada on własną sekwencję uruchamiania środków. W przypadku niewypełnienia zobowiązań przez jednego z uczestników izby, w pierwszej kolejności wykorzystywane będą jego należności, a następnie środki przekazane w formie depozytu zabezpieczającego oraz wpłat podstawowych do funduszu zabezpieczającego OTC. Gdyby okazały się one niewystarczające do pokrycia tych zobowiązań, wówczas korzysta się w części proporcjonalnej dla tego segmentu rynku ze środków KDPW CCP, przeznaczonych na cel gwarantowania płynności rozliczeń, w wysokości stanowiącej 25% kapitału regulacyjnego KDPW CCP. Gdy i te zasoby nie w pełni pokryją zobowiązania niewypłacalnego uczestnika z tytułu rozliczanych transakcji, uruchamiane są pozostałe środki funduszu zabezpieczającego OTC oraz pozostałe kapitały własne KDPW CCP.

Podsumowanie

Regulacje pozagiełdowego rynku OTC wprowadzane pod wpływem skutków globalnego kryzysu finansowego, uzgodnione na szczeblu międzynarodowym, zostały szybko implementowane na jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej. Dyrektywa MiFID2 oraz rozporządzenie EMIR skupiają się na rozwiązaniach prowadzących do zwiększenia ilości dostępnych dla europejskich organów nadzorczych informacji (centralne bazy danych), teoretycznie pozwalających łatwiej identyfikować ryzyko pojawiające się w systemie finansowym, a związane z OTC. W procesie regulacyjnym szczególna uwaga została skupiona na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych. Dostęp do danych tego rynku ma zapewnić możliwość monitorowania ekspozycji poszczególnych uczestników rynku tych instrumentów, powiązań między nimi i możliwości analizy koncentracji ryzyka.

W Polsce na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych implementowane regulacje spowodowały przede wszystkim przejęcie przez KDPW funk-

cji CCP. Ich skutki są jednak bezpośrednio nieodczuwalne. Stale bowiem rośnie, niezależnie od skali ryzyka transakcyjnego, krajowy nieregulowany obrót instrumentami pochodnymi. Pozytywny odbiór wprowadzanych regulacji rynku OTC przez polskich nadzorców pozwala natomiast zakładać, że większość proponowanych zmian zostanie wprowadzona na polski rynek nieregulowanego obrotu instrumentami pochodnymi. W tych okolicznościach zasadnym pozostaje nadal pytanie o korzyści i koszty rozwoju rynku.

Literatura

- Art. 5 rozporządzenia wykonawczego Komisji (UE) nr 1247/2012 z dnia 19 grudnia 2012 r. ustanawiającego wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i częstotliwości dokonywania zgłoszeń dotyczących transakcji do repozytoriów transakcji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji.
- Banks E., Glanz M., Siegel P. (2006), *Credit Derivatives: Techniques to Manage Credit Risk of Finance Professionals*, McGraw-Hill, London.
- Dębski W. (2014), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa.
- Hall J.C. (2011), *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych*, PWN, Warszawa.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Europejskiego Banku Centralnego „Działania na rzecz sprawnych, bezpiecznych oraz należycie działających rynków instrumentów pochodnych: przyszłe działania w ramach polityki”, COM (2009) 563, wersja ostateczna z dnia 20 października 2009 r.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Europejskiego Banku Centralnego „Regulacja usług finansowych dla zapewnienia zrównoważonego wzrostu”, COM(2010) 301, wersja ostateczna, czerwiec 2010 r.
- Oświadczenie przywódców G-20 wydane po szczycie w Pittsburghu, 24-25 września 2009 r.
- Regulamin repozytorium transakcji, załącznik do uchwały nr 784/12 Zarządu KDPW SA z dnia 23 października 2012 r., dokument dostępny w serwisie internetowym KDPW, <http://www.kdpw.pl>.
- Rozporządzenie Parlamentu i Rady Europejskiej (UE) 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. Urz. UE L201 z 2012 r.).
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w roku 2013*, NBP, Warszawa 2014.

Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2013, Monetary and Economic Department, November 2013.

Truskowski J. (2010), *Derywaty rynku nieruchomości. Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, „Bank i kredyty” nr 6.

Wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji, COM(2010) 484 z września 2010 r.

[www 1] [http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129 COM\(2010\) 484 639.htm](http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129%20COM(2010)%20484%20639.htm)

NEW SAFETY REGULATIONS FOR THE OTC DERIVATIVES MARKET IN POLAND

Summary: After the period of the global financial crisis, the OTC derivatives market in Poland has been harmonized with the new legislative regulations applied in the euro zone. This paper provides an analysis of the substantial changes within Polish OTC market over the last few years and indicates that the increasing turnover is mainly caused by the influence of autonomous factors, independent from international regulatory institutions and supervisors. Therefore, it is important to note that the new implemented solutions do not slow down the OTC market growth dynamics and its structural transformations. However, further development may lead to the reduction of supply and demand for derivatives in the long term.

Keywords: Over-the-counter derivatives market, MiFID2, EMIR, CCP (*Central Counterparty*), *Central Securities Depository of Poland (KDPW)*.