



Magdalena Maria Kozińska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Instytut Bankowości
Kolegium Ekonomiczno-Społeczne
mkozin@sgh.waw.pl

MECHANIZMY STABILIZOWANIA CENTRALNYCH KONTRPARTNERÓW

Streszczenie: Centralni kontrpartnerzy po kryzysie finansowym 2007+ stali się jednymi z kluczowych dostawców usług obsługi transakcji dokonywanych przez uczestników rynku finansowego. Podjęte inicjatywy w zakresie reformy rynku kapitałowego sprawiły, że coraz większa część transakcji rozliczana jest przez CCPs, co decyduje o ich rosnącym znaczeniu systemowym. Z tego względu coraz większego znaczenia nabierają mechanizmy stabilizowania sytuacji CCP w razie wystąpienia szoków. Klasycznym przykładem takiego rozwiązania jest kaskadowe pokrywanie strat w razie niewypłacalności członka rozliczającego CCP. W artykule odniesiono się również do najnowszych zagadnień związanych z ustanawianiem procesu *resolution* dla centralnych kontrpartnerów.

Słowa kluczowe: centralny kontrpartner, kryzys finansowy, depozyty zabezpieczające, *default waterfall*, *resolution*.

JEL Classification: G15, G18, G23.

Wprowadzenie

Z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania i rozwoju systemu finansowego kluczowe znaczenie ma bezpieczeństwo oraz pewność transakcji dokonywanych przez uczestników rynku. Jest to możliwe dzięki niezakłóconemu działaniu podmiotów zapewniających tzw. infrastrukturę rynku finansowego (ang. *financial market infrastructures*, FMIs). Do grupy FMIs zalicza się giełdy (które organizują obrót instrumentami finansowymi), a także systemy płatnicze¹ i instytucje zapewniające obsługę potransakcyjną, czyli: centralne depozyty pa-

¹ Systemy, za pomocą których dochodzi do transferu środków pieniężnych między podmiotami.

pierów wartościowych², systemy rozliczeń papierów³, repozytoria transakcji⁴ oraz centralnych kontrpartnerów (ang. *central counterparties*, CCPs). W ostatnich latach znaczenie ostatniej wskazanej instytucji istotnie wzrosło. Sprawia to, że nieprzerwane funkcjonowanie CCPs odgrywa krytyczną rolę dla stabilności całego systemu finansowego. W związku z tym konieczne jest dysponowanie przez każde CCP odpowiednimi mechanizmami, które zapewnią możliwość stabilizowania w przypadku wystąpienia strat. Te jednak nie pozostają bez wad. W związku z tym jako hipotezę badawczą przyjęto stwierdzenie, że aktualnie obowiązujące w UE systemy antykryzysowe CCP wymagają wzmocnienia.

Celem artykułu jest analiza możliwych mechanizmów stabilizowania CCP oraz wskazanie obszarów w zakresie zarządzania kryzysowego w CCP, które wymagają uzupełnienia w celu zapewnienia bezpieczeństwa rynków obsługiwanych przez te podmioty. W rozdziale 1 dokonano syntetycznej charakterystyki działalności CCPs. W rozdziale 2 poruszono zagadnienia związane z funkcjami, jakie pełnią CCPs wobec rynków finansowych. Rozdział 3 został poświęcony mechanizmowi kaskadowego pokrywania strat w przypadku niewykonania zobowiązania przez członka rozliczającego CCP, który stanowi przykład mechanizmu stabilizującego CCPs. W rozdziale 4 przedstawiono wyniki dotychczasowych prac na forum międzynarodowym w zakresie ustanowienia systemu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP (ang. *resolution*) oraz uzgodnione wzorcowe zasady takich mechanizmów. Ostatnią część artykułu stanowi podsumowanie wraz z wnioskami.

1. Centralni kontrpartnerzy – zasady funkcjonowania

CCP to typ izby rozliczeniowej, której działalność polega na rozliczaniu transakcji różnymi klasami instrumentów finansowych poprzez wstąpienie pomiędzy pierwotne strony transakcji – rozliczając daną transakcję CCP, staje się kupującym dla sprzedającego i sprzedającym dla kupującego. Z prawnego punktu widzenia stosowany jest zatem mechanizm nowacji rozliczeniowej, w wyniku której pierwotne prawa oraz obowiązki wynikające z umowy bilateralnej między

² Instytucje te zajmują się przechowywaniem papierów wartościowych. Ze względu na powszechną dematerializację na rynku finansowym podmioty te są zatem głównie odpowiedzialne za prowadzenie elektronicznych rejestrów papierów wartościowych.

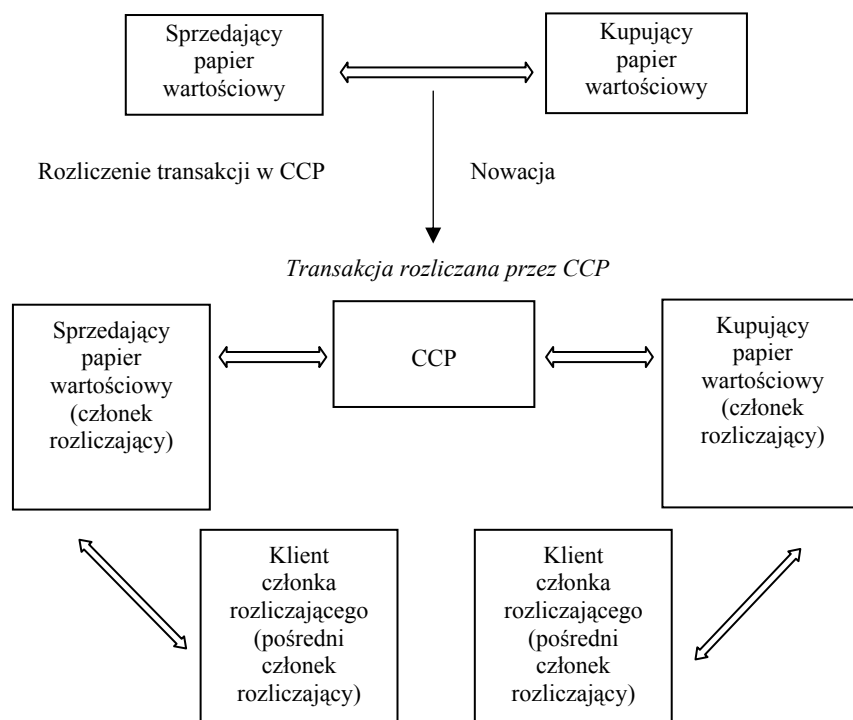
³ Podmioty te zapewniają transfer papierów wartościowych między różnymi uczestnikami rynku, nie są jednak stroną transakcji zawieranej pomiędzy przekazującym (sprzedającym) papier a otrzymującym (kupującym), czym różnią się od centralnych kontrpartnerów.

⁴ Instytucje tworzące bazy danych z informacjami o transakcjach na rynku derywatów OTC.

podmiotami wygasają i są zastępowane przez relacje pomiędzy izbą a stronami transakcji (każdą oddzielnie) w momencie jej zgłoszenia do rozliczenia w CCP⁵. Jednocześnie izba nie ponosi ryzyka, ponieważ dla każdej otwieranej transakcji (np. z pierwotnym sprzedającym) automatycznie zawiera transakcję przeciwną (z pierwotnym kupującym), co sprawia, że pozycja CCP jest zawsze zamknięta. Dzieje się tak do momentu, kiedy każda z pierwotnych stron transakcji wywiązuje się z zobowiązań wobec CCPs. Mechanizm przeprowadzania rozliczeń przez CCPs przedstawiono na rys. 1.

Podmioty rozliczające transakcje w CCP (będące uczestnikami CCP) nazywane są członkami rozliczającymi (ang. *clearing members*). Członkowie rozliczający, czyli bezpośredni członkowie CCP, mogą w izbie rozliczać także transakcje swoich klientów, którzy stają się wówczas jej pośrednimi członkami (ang. *indirect clearing members*).

Transakcja bilateralna, tj. między pierwotnymi stronami transakcji, bez udziału CCP



Rys. 1. Rozliczenie transakcji poprzez CCP – schemat i uczestnicy transakcji

⁵ Definicja zaczerpnięta z art. 45h ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

Aby choć częściowo zabezpieczyć rozliczenie transakcji (w przypadku np. instrumentów pochodnych terminy zapadalności i ostatecznego rozliczenia mogą być odległe), CCP pobiera od swoich uczestników depozyty zabezpieczające:

- wstępny (ang. *initial margin*) – wpłacany na początku,
- uzupełniający (ang. *variation margin*) – właściwy, regulowany w czasie trwania instrumentu finansowego, którego wartość zależy od bieżącej wyceny rozliczanego instrumentu (tzw. *marking-to-market*) i który jest na bieżąco uzupełniany przez członka rozliczającego [Rehlon, Nixon, 2013, s. 4; Braithwaite, Murphy, 2016, s. 10-11].

Depozyty te mogą przybierać formę gotówki lub wysokiej jakości płynnych papierów wartościowych akceptowanych przez CCP (np. obligacje skarbowe)⁶.

Działalność CCPs w Unii Europejskiej (UE) została szczegółowo uregulowana w tzw. rozporządzeniu EMIR⁷ (oraz aktach delegowanych stanowiących uzupełnienie dla niego). Określają one zasady licencjonowania CCP, minimalne wymogi kapitałowe dla izb oraz ogólne zasady prowadzenia działalności, w tym także podstawowe wytyczne w zakresie mechanizmu kaskadowego pokrywania strat w przypadku niewypłacalności członka rozliczającego CCP, który został bardziej szczegółowo zaprezentowany w kolejnym punkcie. W Europie funkcjonuje jedynie 17 CCPs, które spełniają wymogi stawiane przez EMIR [www 1] – przedstawiono je w tab. 1. Sugeruje to, że rynek izb rozliczeniowych CCP nie jest rynkiem wysoce konkurencyjnym, choć sytuacja pod tym względem zmienia się w ostatnich latach [Domanski, Gambacorta, Picillo, 2015, s. 73].

Tabela 1. Liczba autoryzowanych CCPs w poszczególnych krajach

| Kraj | Liczba CCPs | Nazwy CCPs |
|-----------------|-------------|---|
| Wielka Brytania | 4 | LCH Ltd, CME Clearing Europe Ltd, LME Clear Ltd, ICE Clear Europe Limited |
| Holandia | 2 | European Central Counterparty N.V., ICE Clear Netherlands B.V. |
| Niemcy | 2 | Eurex Clearing AG, European Commodity Clearing |
| Szwecja | 1 | Nasdaq OMX Clearing AB |
| Polska | 1 | KDPW CCP |
| Włochy | 1 | Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. |
| Francja | 1 | LCH SA |
| Węgry | 1 | Keler CCP |
| Austria | 1 | CCP Austria |
| Hiszpania | 1 | BME Clearing |
| Portugalia | 1 | OMIClear – C.C., SA |
| Grecja | 1 | Athens Exchange Clearing House (Athex Clear) |

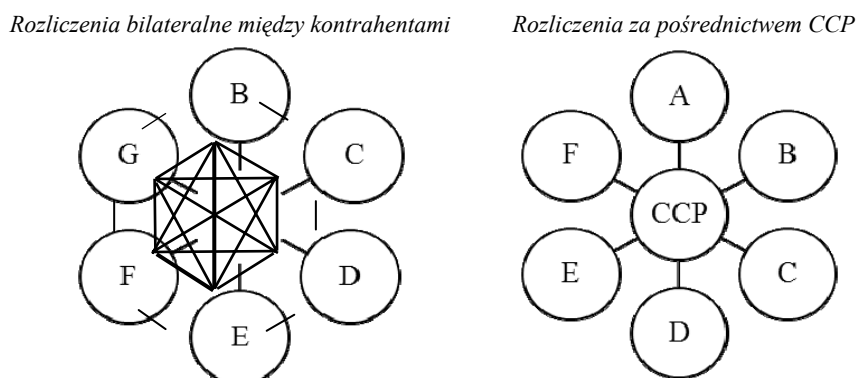
Źródło: na podstawie: [www 1].

⁶ Szerzej o formach zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym kontrahenta w: [Niedziółka, 2009, s. 516-521].

⁷ Jest to skrótowa nazwa Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (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.U. UE L 201/1.

2. Podstawowe funkcje i znaczenie CCP dla systemu finansowego

Choć CCPs nie są inicjatorami transakcji finansowych i w tym sensie nie kreują trendów na rynkach finansowych (pełnią tylko rolę pomocniczą w transakcjach), to jednak spełniają co najmniej dwie kluczowe funkcje. Po pierwsze, gwarantują rozliczenie transakcji (z punktu widzenia każdej ze stron), nawet w sytuacji, kiedy pierwotny kontrahent nie wywiąże się ze swoich zobowiązań. Ryzyko kredytowe kontrahenta jest bowiem przejęte przez izbę, która pełni rolę mechanizmu ochronnego (tzw. *backstop*). Po drugie, działalność CCP w znacznym stopniu upraszcza zależności pomiędzy różnymi podmiotami rynku, ponieważ bilateralne transakcje z wieloma kontrahentami są zastępowane przez transakcje z CCP. Umożliwia to z kolei wykorzystanie multilateralnego nettingu wszystkich rozliczanych transakcji, czyli w konsekwencji obniżenie ekspozycji netto danego uczestnika rynku (a zatem i jego potrzeb kapitałowych/płynnościowych mających na celu zabezpieczenie ponoszonego przez niego ryzyka) [Rehlon, Nixon, 2013, s. 4]. Mechanizm ten graficznie przedstawiono na rys. 2.

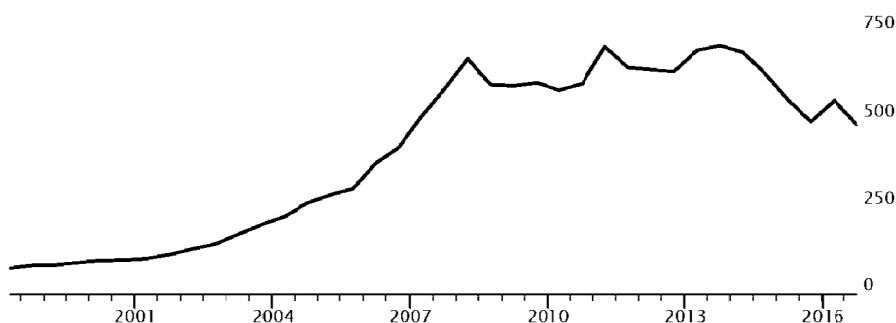


Rys. 2. Rozliczenia bilateralne i rozliczenie za pośrednictwem CCP – korzyści w skali systemu

Źródło: Norman [2011, s. 9].

Niemniej, poprzez pełnienie wskazanych powyżej funkcji, CCP przejmują na siebie ryzyko kredytowe podmiotów, które rozliczają swoje transakcje w izbie. W konsekwencji, choć z punktu widzenia poszczególnych uczestników rynku dochodzi do obniżenia ryzyka, to jednak następuje jego koncentracja w CCP [Wendt, 2015, s. 3] – stają się one tzw. *single point of failure*. Efekt ten jest potęgowany przez wzrost zainteresowania uczestników rynku usługami CCP i sprawia, że coraz większego znaczenia nabierają mechanizmy zarządzania sytuacjami kryzysowymi w CCP.

Kluczowe znaczenie dla wzrostu popularności CCPs miały doświadczenia globalnego kryzysu finansowego⁸. Sprawily one, że przywódcy największych gospodarek świata (G-20) zdecydowali o konieczności reformy rynku finansowego, polegającej na wprowadzeniu obowiązku rozliczania wszystkich standardowych instrumentów pochodnych OTC przez CCPs [Mikołajczyk, 2013, s. 72-10; G20, 2009]. W UE reforma ta została zaimplementowana poprzez wprowadzenie we wspomnianym już rozporządzeniu EMIR tzw. obowiązku centralnego rozliczania (ang. *central clearing obligation*)⁹. Objęto nim instytucje finansowe (np. banki, ubezpieczycieli, *asset managers*) oraz instytucje niefinansowe, których zaangażowanie w instrumenty pochodne OTC przekracza ustalone progi dla określonych instrumentów¹⁰.



Rys. 3. Wartość nominalna derywatów OTC podlegająca obrotowi w skali globalnej (w bln dolarów amerykańskich)

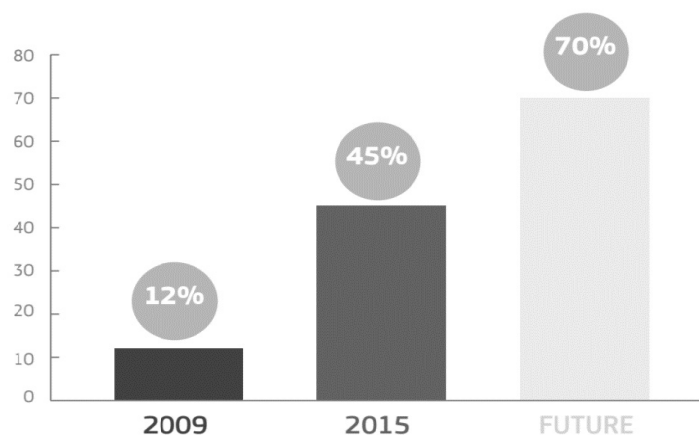
Źródło: na podstawie danych BIS Statistics Explorer na dzień 25.10.2017.

⁸ W szczególności chodzi tu o turbulencje wywołane przez zaangażowanie instytucji finansowych w obrót instrumentami pochodnymi na rynku nieregulowanym (OTC) oraz przykład upadku banku Lehman Brothers i skutecznego zarządzania jego pozycjami w zakresie derywatów przez centralnego kontrpartera z Wielkiej Brytanii i USA, dzięki któremu ograniczono negatywny wpływ jego bankructwa na rynki [Norman, 2011, s. 3-6].

⁹ O innych reformach związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego w: [Zaleska, 2015, s. 9-13].

¹⁰ Pochodne kredytowe – 1 mld euro, pochodne akcji – 1 mld euro, pochodne na stopy procentowe – 3 mld euro, walutowe instrumenty pochodne – 3 mld euro oraz towarowe instrumenty pochodne – 3 mld euro. Limity te mają zastosowanie wobec transakcji spekulacyjnych. Transakcje polegające na zabezpieczeniu ryzyka nie są objęte obowiązkiem centralnego rozliczania [www 2]. Szerzej na temat klasyfikacji instrumentów pochodnych w: [Krysiak, 2011, s. 393-404; Pruchnicka-Grabias, 2011, s. 33-92; Pruchnicka-Grabias, 2016, s. 9-54].

Choć wartość nominalna derywatów OTC podlegających obrotowi od czasów kryzysu powoli spada (rys. 3), to jednak wolumen transakcji rozliczanych przez CCPs i ich udział we wszystkich rozliczanych derywatach rośnie (rys. 4). Od 2009 r. skala operacji CCPs wzrosła niemal dwukrotnie [European Commission, 2017, s. 2]. Według szacunków Komisji Europejskiej (KE) wartość transakcji rozliczanych przez CCPs w Europie przekroczyła już równowartość 15-krotności unijnego PKB [European Commission, 2016, s. 1]. Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych wartość derywatów OTC rozliczanych przez CCPs wynosiła na koniec czerwca 2016 r. ok. 337 bln dolarów (w czego 328 bln dolarów to wartość pochodnych na stopę procentową) i stanowiła ok. 62% wartości wszystkich derywatów [European Commission, 2017, s. 2]. Z punktu widzenia UE kluczowe znaczenie ma CCP w Wielkiej Brytanii, które rozlicza ok. 75% pochodnych na stopę procentową denominowanych w euro dwukrotnie [European Commission, 2017, s. 2].



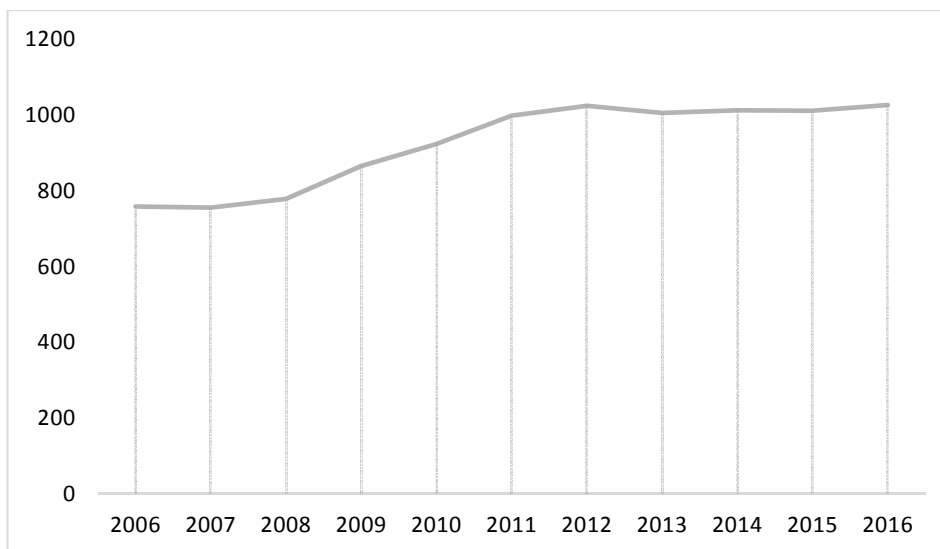
Rys. 4. Udział transakcji rozliczanych przez CCP w ogólnej liczbie transakcji derywatami

Źródło: European Commission [2016, s. 4].

Jednocześnie systematycznie rośnie liczba członków rozliczających w CCP (rys. 5). Niemniej, ich głównymi klientami pozostają największe instytucje finansowe – ekspozycje wobec CCP skupione są w wąskiej grupie ok. 20 dużych instytucji, które wnoszą ok. 75% zasobów finansowych do CCPs (tj. depozyt wstępny i fundusz na wypadek niewykonania zobowiązania¹¹) [BIS, FSB,

¹¹ Fundusz ten został bardziej szczegółowo zaprezentowany w kolejnym punkcie.

OICU-IOSCO, 2017, s. 2]. Badania powiązań pomiędzy CCPs i członkami rozliczającymi wskazują, że wykształca się grupa kilku/kilkunastu „głównych” CCPs, w których rozliczane są transakcje kilkunastu największych instytucji finansowych oraz reszta „peryferyjnych” CCPs, do których należy większa liczba mniej powiązanych ze sobą członków. Jednocześnie największe instytucje finansowe są także dostawcami różnych usług wobec CCPs (np. linie kredytowe, usługi powiernicze, zarządzanie gotówką) [BIS, FSB, OICU-IOSCO, 2017, s. 2] lub nawet ich właścicielami. Sprawia to, że pomiędzy (w szczególności) „głównymi” CCPs a największymi instytucjami finansowymi na świecie wykształca się negatywne sprzężenie zwrotne, które zwiększa ryzyko, iż w przypadku problemów któreś z instytucji jej kondycja będzie negatywnie wpływać na drugą stronę transakcji.



Rys. 5. Liczba członków rozliczających w europejskich CCP

Źródło: na podstawie danych ECB Statistical Data Warehouse (CCP – Central Counterparty Clearing Statistics).

Przytoczone wyżej dane wskazują, że CCPs stały się instytucjami o znaczeniu systemowym. Od ich poprawnego funkcjonowania zależy stabilność całego systemu finansowego, ponieważ ze względu na skalę obsługiwanych transakcji i powiązań CCPs z innymi podmiotami ich problemy mogą z łatwością przenosić się na klientów (którzy zazwyczaj również są instytucjami o znaczeniu systemowym). W związku z powyższym możemy mówić o rozszerzeniu zakresu doktryny *too big too fail* (lub *too important to fail*) o centralnych kontrpartentów. Kluczowe znaczenie ma zatem zapewnienie wiarygodnych mechanizmów

stabilizowania sytuacji CCP w razie wystąpienia problemów. Ich podstawowym przykładem jest kaskadowe pokrywanie strat CCP z wykorzystaniem kolejnych „linii obrony” CCP.

3. „Linie obrony” CCP i kaskadowe pokrywanie strat CCPs

W literaturze wskazuje się trzy kluczowe etapy w zarządzaniu niewypłacalnością w CCP [Braithwaite, Murphy, 2016, s. 7]:

1. Stwierdzenie niewypłacalności: CCP ocenia, że członek rozliczający jest niewypłacalny, jeśli otrzyma informację ze źródeł publicznych o upadłości podmiotu (np. decyzję sądu o ogłoszeniu upadłości) lub jeśli członek rozliczający nie spełni reguł CCP (np. nie uzupełni depozytu zabezpieczającego).
2. Przywrócenie zamkniętej pozycji (*matching the book*): jeżeli jedna ze stron transakcji okazuje się niewypłacalna, wówczas księgi finansowe CCP stają się niezbilansowane – CCP musi bowiem nieustannie kontynuować spełnianie swoich obowiązków wobec drugiej strony pierwotnej transakcji. Upadek jednej z pierwotnych stron transakcji sprawia, że pozycja CCP staje się otwarta, a izba pozostaje narażona na ryzyko. Musi zatem podjąć działania, które pozwolą na domknięcie pozycji (np. zastąpienie transakcji z upadającym członkiem rozliczającym przez inną transakcję, aby pozycja CCP została zamknięta), czego może dokonać na dwa sposoby:
 - a) portfel niewypłacalnego członka CCP jest natychmiast sprzedawany/ licytowany lub
 - b) CCP podejmuje działania w celu zabezpieczenia ryzyka portfela niewypłacalnego członka poprzez zawarcie odpowiednich transakcji, które zniwelują ryzyko powstałe w wyniku upadłości członka rozliczającego (*hedging*).
Ostatecznością może być także wypowiedzenie kontraktów generujących otwartą pozycję CCP.
3. Zarządzanie zabezpieczeniem (*collateral management*): CCP musi również zarządzać środkami, które są dostępne do absorpcji strat wygenerowanych przez niewypłacalność członka CCP. Zatem po ustaleniu kosztów przywrócenia zamkniętej pozycji CCP (określenie *value of portfolio close-out*) są one alokowane pomiędzy członków rozliczających (w pierwszej kolejności upadającego członka) i CCP.

Z opisaną wyżej sytuacją (alokowanie strat po niewypłacalnym członku rozliczającym) związane są następujące pojęcia:

- a) „linie obrony CCP” (ang. *lines of defence*),
- b) „mechanizm kaskadowego pokrywania strat” (ang. *default waterfall*).

Wskazuje się, że na wypadek konieczności absorpcji strat wynikających z upadku jednego z klientów CCP może on wykorzystywać trzy źródła ich pokrywania (linie obrony). Pierwszym z nich są wskazywane wcześniej depozyty pobierane przez CCP, tj. depozyt wstępny (IM) i depozyty uzupełniające (VM). W odniesieniu do IM dostępna literatura wskazuje na zagrożenie niedoszacowywania ich wysokości, w szczególności w odniesieniu do największych uczestników CCP. Wynika to z tego, że największe banki są zazwyczaj klientami i rozliczają swoje transakcje jednocześnie w kilku CCP. Niemniej, dane CCP zazwyczaj nie posiada informacji na temat całkowitej ekspozycji banku na dany instrument (bo jest rozliczany również w innych izbach), stąd nie jest w stanie poprawnie wyznaczyć depozytu wstępnego. W zakresie depozytów uzupełniających wskazuje się z kolei na ich procykliczny charakter, który polega na tym, że depozyty te zazwyczaj są podwyższane przez CCP w czasie zwiększonej zmienności na rynkach [Domanski, Gambacorta, Picillo, 2015, s. 69-73].

Inną możliwą „linią obrony” jest tzw. fundusz na wypadek niewykonania zobowiązania (ang. *default fund*), tworzony w CCP i finansowany z wpłat członków rozliczających. Fundusz ten umożliwia izbie przetrwanie niewypłacalności co najmniej największego członka rozliczającego izby (lub drugiego i trzeciego, jeśli suma ich ekspozycji jest większa od ekspozycji największego członka). Izba może ustanowić więcej niż jeden fundusz odrębnie dla każdej rozliczanej klasy instrumentów. CCP ustala minimalny poziom każdego funduszu oraz minimalną kwotę składki na każdy *default fund*. Składki te są proporcjonalne do ekspozycji poszczególnych członków rozliczających¹². Ponadto CCP może zażądać od członków wniesienia dodatkowych wpłat (ang. *cash call*), ale ich maksymalna wysokość powinna być z góry ustalona i znana członkom¹³ (w Polsce wynosi ona 50% wpłaty na *default fund*¹⁴). Zasadą w relacjach z CCPs powinna być możliwość określenia potencjalnej ekspozycji członków rozliczających wobec izby. Jak wskazują badania, zobowiązanie do nielimitowanych wpłat na fundusze CCP w czasie kryzysu może być destabilizujące dla członków izb [Duffie, 2015, s. 91].

Ostatnią „linią obrony” CCP są kapitały izby (tzw. *skin in the game*, SIG). CCPs, podobnie jak banki, zobowiązane są do utrzymywania odpowiedniej wysokości kapitału na zabezpieczenie ponoszonego w ich działalności ryzyka. Wymogi kapitałowe CCP powinny uwzględniać ryzyko operacyjne, prawne, kredytowe,

¹² Szczegółowo uregulowane w art. 42 Rozporządzenia EMIR.

¹³ Szczegółowo uregulowane w art. 43 Rozporządzenia EMIR.

¹⁴ Szczegółowe informacje na stronie KDPW w zakładce „Niewypłacalność uczestnika i kolejność uruchamiania środków” [KDPW, 2017].

kontrpartnera, rynkowe, biznesowe oraz dodatkowy narzut na pokrycie kosztów likwidacji i restrukturyzacji CCP. Istnieją rozbieżności w ocenie tego, jaki poziom kapitału dla CCP jest odpowiedni. Niemniej, warto podkreślić, że im większy jest wkład finansowy właścicieli w CCP, tym wyższe prawdopodobieństwo, iż będą oni wymagali od kierownictwa roztrzonego zarządzania CCP, aby nie narażać zainwestowanego kapitału na stratę. Utrzymywanie kapitału jest jednak kosztowne, dlatego ustalenie optymalnego jego poziomu jest zadaniem trudnym.

Kolejność pokrywania strat w przypadku upadłości członka rozliczającego (a więc wykorzystanie wskazanych powyżej linii obrony) może w szczegółach różnić się między poszczególnymi izbami, ponieważ zależy także od ustawodawstwa mającego zastosowanie w danym kraju [Wendt, 2015, s. 7]. Wyjątek stanowią kraje UE, w których to obowiązuje Rozporządzenie EMIR ustalające m.in. kolejność wykorzystania funduszy w przypadku tzw. defaultu członka rozliczającego. Rozporządzenie przewiduje, że w przypadku wyczerpania się określonego źródła środków automatycznie wykorzystywane są kolejne, według schematu (rys. 6).



Rys. 6. Kolejność wykorzystywania źródeł pokrywania strat w przypadku niewypłacalności członka rozliczającego.

Źródło: na podstawie: Rozporządzenie Parlamentu..., [2012, art. 45].

Przedstawiony powyżej mechanizm pokrywania strat wydaje się relatywnie dobrze skonstruowaną strategią zarządzania kryzysowego w CCP. Potwierdzają to oceny odporności CCPs na kryzysy. W badaniach przeprowadzonych przez organizację Greenwich wśród m.in. uczestników CCPs, w opinii 69% respondentów CCPs dysponują odpowiednimi środkami na wypadek upadłości kilku rozliczających się członków [Greenwich Associates, 2015, s. 6]. Jednocześnie

według przeprowadzonych przez ESMA testów warunków skrajnych tych izb (*stress tests*) zasoby finansowe, którymi dysponują CCPs, są wystarczające, aby pokryć straty wynikające z niewypłacalności dwóch najistotniejszych uczestników w skali UE [ESMA, 2016, s. 6-7].

Warto wskazać, że zarządzane przez CCPs depozyty zabezpieczające oraz *default fund* charakteryzują się ograniczonymi środkami, mogącymi pokryć potrzeby finansowe na wypadek upadłości ograniczonej liczby członków. Nie uwzględniają scenariusza szokowego, w którym występuje kryzys systemowy i większość członków rozliczających przeżywa trudności z regulowaniem zobowiązań wobec CCPs. W przypadku wykorzystania *default fund* na ustabilizowanie sytuacji po upadku jednego z członków jego uzupełnienie może nie nastąpić w wystarczająco szybkim tempie¹⁵, umożliwiającym stosowaniem mechanizmu kaskadowego pokrywania strat kolejnych uczestników. Ponadto niektóre z narzędzi stosowane na dużą skalę mogą powodować nieprzewidywalny podział strat między członkami izby (efekt taki może mieć np. wypowiedzenie kontraktów) lub przeniesienie przez członków transakcji do mniej wymagających izb (jako efekt np. stosowania redukcji depozytów uzupełniających) [Duffie, 2015, s. 94].

Wadą istniejących w UE rozwiązań jest to, że przewidują one sposób postępowania tylko na wypadek niewypłacalności członka rozliczającego, ale nie obejmują procedur na wypadek materializacji innych rodzajów ryzyka, np. zaprzestania dostarczania usług przez kontrahentów CCP lub problemów technicznych w ramach jej infrastruktury.

4. System restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji dla CCP – zasady

Ze względu na wskazane powyżej aspekty, tj. systemową ważność CCP oraz niekompletność mechanizmów zarządzania kryzysowego w CCP, zdecydowano o konieczności opracowania mechanizmów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (ang. *resolution*), które miałyby zastosowanie po ewentualnym wyczerpaniu mechanizmu kaskadowego pokrywania strat. Zagadnienie tworzenia kompleksowych ram prawnych i operacyjnych dotyczących postępowania na wypadek kryzysu w instytucjach tworzących infrastrukturę rynku kapitałowego jest relatywnie nowy w literaturze przedmiotu i dopiero zaczyna zyskiwać zainteresowanie badaczy.

¹⁵ Jako przykład wskazać można wykorzystanie *default fund* w grudniu 2013 r. przez izbę koreańskiej giełdy (KRX). Uzupełnienie funduszu nastąpiło dopiero w marcu 2014 r. [Duffie, 2015, s. 92].

Ogólne zasady procesu *resolution* CCP zostały opracowane na forum międzynarodowym przez Radę Stabilności Finansowej (ang. *Financial Stability Board*, FSB) w 2017 r. (proces opracowywania rozpoczął się z zasadzie jeszcze przed rokiem 2014, kiedy to opublikowano pierwszą wersję głównych wytycznych dotyczących *resolution* dla FMIs). Zestawienie głównych reguł procesu *resolution* CCP proponowanych przez Radę zostało przedstawione w tab. 2.

Tabela 2. Syntetyczne zestawienie wytycznych FSB w zakresie efektywnego systemu *resolution* CCP

| Aspekt <i>resolution</i> | Wytyczne |
|--|--|
| Cele | <i>Resolution</i> CCP powinno mieć za cel utrzymanie stabilności finansowej i zachowanie kontynuacji funkcji krytycznych CCP we wszystkich jurysdykcjach, w których są one istotne bez narażania podatników na straty |
| Organ <i>resolution</i> i jego uprawnienia | Organ <i>resolution</i> powinien mieć wszystkie uprawnienia niezbędne do przeprowadzenia <i>resolution</i> , w tym do np.: tymczasowego zarządzania CCP, przywrócenia zbilansowanych ksiąg CCP, rozliczenia strat, transferu funkcji krytycznych do innego podmiotu lub instytucji pomostowej, likwidacji operacji niebędących funkcjami krytycznymi. Organ <i>resolution</i> może mieć również uprawnienie do częściowego lub całkowitego wypowiedzenia kontraktów (<i>partial or full tear up</i>) oraz wykorzystania depozytu wstępnego do pokrywania kosztów jako ostateczność, jeśli inne narzędzia nie pozwoliłyby na ustabilizowanie sytuacji |
| Uruchomienie <i>resolution</i> | Rozpoczęcie <i>resolution</i> powinno nastąpić, kiedy FMI nie jest (lub z wysokim prawdopodobieństwem nie będzie) zdolne do dalszego działania (<i>viable</i>) i nie ma perspektyw na przywrócenie zdolności do poprawnego działania w racjonalnym czasie |
| Alokacja strat | Istniejący właściciele CCP powinni pokrywać straty w <i>resolution</i> do wysokości nieumorzzonego wcześniej (w ramach <i>default waterfall</i>) kapitału. Sposób i kolejność obciążania stratami powinien zależeć od charakteru problemów CCP (<i>default</i> lub <i>non-default event</i>) |
| <i>No-creditor-worse-off</i> | Uczestnicy CCP, posiadacze kapitału oraz wierzyciele powinni mieć prawo do odszkodowania, jeśli w trakcie <i>resolution</i> ponieśli straty większe, niż gdyby CCP zostało zlikwidowane w ramach standardowego postępowania upadłościowego |
| Finansowanie | Organ <i>resolution</i> powinien przyjąć odpowiednio ostrożne założenia dotyczące zasobów finansowych. Organy nie powinny polegać na środkach publicznych. Jeśli, jako ostateczność, wykorzystuje się środki publiczne, organ <i>resolution</i> powinien mieć możliwość odzyskania środków od CCP, jego następcy, uczestników CCP lub uczestników rynku |
| Planowanie <i>resolution</i> | Dla wszystkich ważnych systemowo CCP organy macierzyste powinny sporządzić plany <i>resolution</i> (we współpracy z organami nadzorczymi CCP) |
| Ocena wykonalności planu | Organ <i>resolution</i> , we współpracy z organami nadzorczymi CCP, powinien przeprowadzać regularnie ocenę wykonalności planu <i>resolution</i> w celu określenia wiarygodności planu. Organy powinny mieć uprawnienia zobowiązujące CCP do usunięcia barier wykonalności planu |
| Grupy zarządzania kryzysowego | Dla systemowo ważnych CCP organ macierzysty powinien utworzyć Grupy Zarządzania Kryzysowego |
| Efektywność międzynarodowa | Organy powinny przeanalizować międzynarodowe umowne, operacyjne i organizacyjne zasady i ocenić pod tym względem efektywność działań <i>resolution</i> |

Źródło: na podstawie: FSB [2017, s. 2-21].

W UE proces opracowywania zasad *resolution* dla CCPs rozpoczął się w 2016 r. Wtedy to KE opublikowała propozycję rozporządzenia ustanawiającego ramy *resolution* dla CCPs. Zgodnie z propozycją system *resolution* CCPs powinien być zbliżony w swojej konstrukcji do systemu *resolution* banków. Najważniejsze przepisy zawarte w projekcie rozporządzenia przewidują m.in.:

- a) powołanie organów odpowiedzialnych za prowadzenie działań *resolution* wobec CCPs,
- b) tworzenie kolegiów *resolution* dla CCPs o składzie analogicznym do składu kolegiów nadzorczych CCPs,
- c) wprowadzenie obowiązku sporządzania planów naprawy przez CCPs,
- d) wprowadzenie obowiązku przygotowania przez organy *resolution* planów *resolution* dla CCPs (zatwierdzanych na forum kolegiów *resolution*),
- e) wyposażenie organów *resolution* w uprawnienia umożliwiające zastosowanie następujących narzędzi *resolution*: narzędzia podziału pozycji i strat (*position and allocation tools*), narzędzie umorzenia lub konwersji, sprzedaż CCP, *bridge* CCP, wszelkie inne narzędzia spójne z celami i zasadami *resolution*.

Warto zauważyć, że zaproponowany przez KE tekst rozporządzenia odbiega w niektórych aspektach od standardów światowych określonych przez FSB. Przede wszystkim projekt nie przewiduje jasnego podziału dostępnych narzędzi na te, które można stosować w przypadku *default* oraz *non-default event*. Przepisy nie różnicują także mechanizmów dzielenia strat pomiędzy interesariuszami izby w zależności od charakteru problemów, jakie występują. Jednocześnie projekt nie reguluje dostatecznie kwestii wykorzystania mechanizmów redukcji depozytów zabezpieczających CCP, których użycie zgodnie z FSB powinno być ograniczone do przypadków zupełnej ostateczności. Ponadto, w przeciwieństwie do rekomendacji FSB, w przepisach nie zagwarantowano, aby wnoszone przez członków rozliczających środki (w ramach dodatkowych wpłat, tzw. *cash calls*) były ograniczone co do wysokości tak, aby uczestnik izby był w stanie w pełni oszacować ekspozycję wobec CCP. Należy zatem spodziewać się, że mając na względzie międzynarodowy wymiar działalności CCPs, prace nad projektem KE będą szły w kierunku usunięcia rozbieżności i zbliżenia zasad *resolution* CCPs w UE do wytycznych FSB.

Podsumowanie

Centralni kontrpartnerzy po ostatnim kryzysie finansowym 2007+ stali się jednymi z kluczowych dostawców usług w zakresie obsługi transakcji dokonywanych przez uczestników rynku finansowego. Choć działalność CCPs oferu-

je wiele korzyści zarówno dla pojedynczych podmiotów, jak i w skali całego systemu, to jednak sprawia, że rozproszone dotychczas ryzyko kredytowe kontrahenta koncentruje się w CCPs. Z tego powodu działalność CCPs nabrała znaczenia systemowego. W związku z tym mechanizmy stabilizowania sytuacji CCP w razie wystąpienia szoków zyskują krytyczny charakter. Klasycznym przykładem takiego rozwiązania jest kaskadowe pokrywanie strat w razie niewypłacalności członka rozliczającego CCP. Niemniej, ze względu na wskazane braki, konieczne może być uzupełnienie aktualnych mechanizmów o nowe lub ich rozszerzenie.

Analizując specyfikę funkcjonowania CCP¹⁶ oraz ogólne zasady i cele procesu *resolution*, należy zauważyć, że w skali całego systemu opanowanie sytuacji kryzysowej będzie niejednokrotnie zależało nie tylko od efektywnego procesu *resolution* CCPs, ale także od właściwej współpracy pomiędzy organami nadzorującymi i restrukturyzującymi banki oraz CCP. Wynika to z zależności, jakie występują pomiędzy bankami a CCPs (systemowe banki są głównymi członkami rozliczającymi oraz dostarczycielami wielu usług dla CCPs; CCPs rozliczają większość najbardziej ryzykownych transakcji banków i mają wysoki potencjał zarażania poprzez efekt koncentracji ryzyka w CCP). Kluczowa będzie również koordynacja w wymiarze transgranicznym ze względu na międzynarodowy charakter działalności CCPs (możliwe skutki działań podejmowanych przez organ *resolution* danego CCP mogą wpływać na podmioty z innych krajów). Tu jednak istnieje wiele wyzwań. Z jednej strony, CCPs rejestrowane są w danym kraju i świadczą swoje usługi teoretycznie na obszarze danego kraju (i na podstawie jego prawodawstwa). Organizacyjnie nie posiadają zatem swoich oddziałów lub spółek zależnych w innych krajach, za pośrednictwem których świadczyłyby usługi w danym kraju (jednoznacznie identyfikowałyby to organy nadzorcze i *resolution*, z którymi należy współpracować). Z drugiej strony, klientami CCP mogą być podmioty z całego świata – trudno zatem zidentyfikować wszystkie kraje oraz wszystkich nadzorców i organy *resolution*, z którymi współpraca w trakcie *resolution* powinna następować.

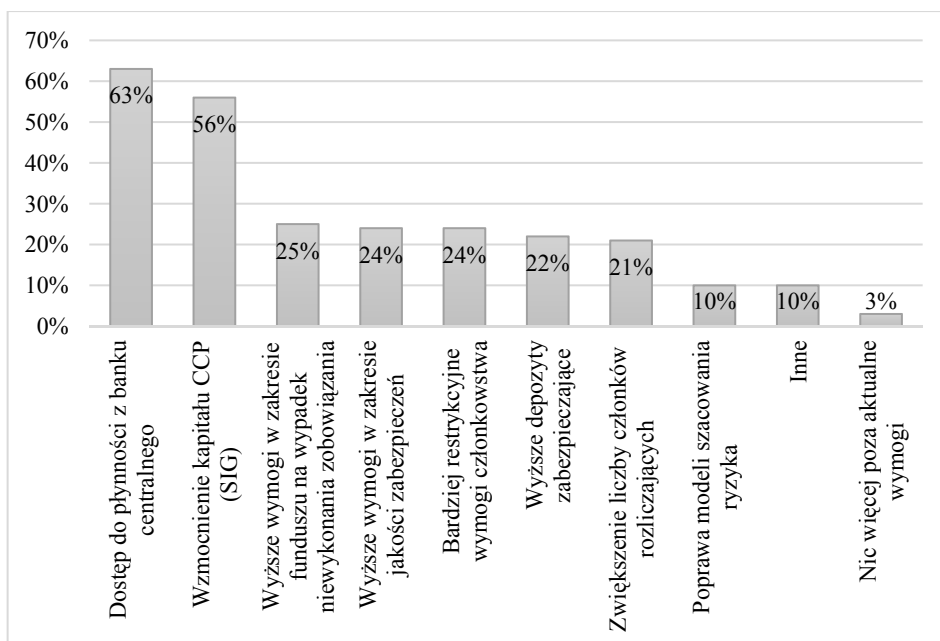
Z punktu widzenia CCP wyzwaniem dla organów *resolution* będzie określenie dokładnego momentu, w którym należy rozpocząć *resolution*. Ogólne wytyczne posługują się w tym względzie bardzo ogólnymi sformułowaniami. W związku z tym interwencja w sytuacji kryzysowej stanowi dylemat między wyborem rozwiązań, którymi dysponują CCP, nadzorca i organ *resolution*.

¹⁶ Sytuacja CCP może zmieniać się bardzo dynamicznie, w związku z tym, że jest to instytucja na bieżąco regulująca wszystkie zgłaszane do niej transakcje. Ponadto zmiany, do których dochodzi w CCP, są pochodną sytuacji na rynku, która ulega ciągłym fluktuacjom.

W szczególności łatwo podważalne mogą okazać się narzędzia *resolution* wobec tak szerokiej palety działań, jakie można zastosować wobec CCP przed wykorzystaniem tak daleko idących narzędzi.

Najważniejszym jednak aspektem w zakresie ustanawiania i stosowania mechanizmów stabilizacji CCPs powinna być przewidywalność wszelkich procesów. Uczestnicy CCPs powinni mieć pełną świadomość co do tego, które narzędzia mogą być wobec nich stosowane. Będzie to sprzyjać zmniejszeniu kosztownych reakcji członków rozliczających (np. panika i przymusowa sprzedaż aktywów, tzw. *fire sale*) na nieoczekiwane decyzje.

Uzupełnienie regulacji dotyczących CCPs o przepisy *resolution* nie powinno jednak kończyć reformy funkcjonowania tego rodzaju izb. Jak wskazują badania wśród uczestników izb, istnieje wiele dodatkowych inicjatyw, które powinny obniżyć prawdopodobieństwo upadłości CCPs. Wśród nich, jako najważniejsze, postuluje się udostępnienie CCPs płynności z banków centralnych oraz wzmocnienie kapitałów CCPs. Wyniki przytoczonego badania przedstawiono na rys. 7.



Rys. 7. Dalsze reformy zmniejszające prawdopodobieństwo upadłości CCPs

Źródło: Greenwich Associates [2015, s. 6].

Niektóre z proponowanych dalszych działań zostały już wdrożone w niektórych krajach. Na przykład Bank Anglii od 2014 r. rozszerzył listę podmiotów uprawnionych do otrzymania płynności o centralnych kontrpartnerów [www 3]. Podobne rozwiązanie (połączone ze wzmocnieniem nadzoru nad CCPs i zwiększeniem wymogów kapitałowych) wprowadzono w USA [Greenwich Associates, 2015, s. 7].

Literatura

- BIS, FSB, OICU-IOSCO (2017), *Analysis of Central Clearing Interdependencies*, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d164.pdf> (dostęp: 27.10.2017).
- Braithwaite J., Murphy D. (2016), *Got to Be Certain: The Legal Framework for CCP Default Management Process*, Financial Stability Paper No. 37, Bank of England.
- Domanski D., Gambacorta L., Picillo C. (2015) *Central Clearing: Trends and Current Issues*, "BIS Quarterly Review", December, s. 1-18.
- Duffie D. (2015), *Resolution of Failing Central Counterparties*, <https://www.darrellduffie.com/uploads/pubs/DuffieCCP-ResolutionJan2015.pdf> (dostęp: 27.10.2017).
- ECB Statistical Data Warehouse (CCP – Central Counterparty Clearing Statistics).
- ESMA (2016), *Report EU-wide CCP Stress Test 2015*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-658_ccp_stress_test_report_2015.pdf (dostęp: 26.10.2017).
- European Commission (2016), *Safe Financial Infrastructure*, https://ec.europa.eu/info/system/files/ccp-proposal-factsheet-28112016_en.pdf (dostęp: 25.10.2017).
- European Commission (2017), Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank Responding to Challenges for Critical Financial Market Infrastructures and Further Developing the Capital Markets Union, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017DC0225> (dostęp: 25.10.2017).
- FSB (2017), *Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning*, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050717-1.pdf> (dostęp: 26.10.2017).
- G20 (2009), *G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*, <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html> (dostęp: 25.10.2017).
- Greenwich Associates (2015), *Systemic Risk and the Impacts of Central Clearing*, https://www.lch.com/system/files?file=media_root/Systemic%20Risk.pdf (dostęp: 27.10.2017).
- KDPW (2017), *Niewypłacalność uczestnika i kolejność uruchamiania środków*, <http://www.kdpwccp.pl/pl/zarzadzanie/obrot-zorg/Strony/Kolejnosc-uruchamiania-srodkow.aspx> (dostęp: 26.10.2017).
- Krysiak A. (2011), *Rola instrumentów pochodnych w ograniczaniu ryzyka na rynku instrumentów dłużnych* [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 394-404.

- Mikołajczyk M. (2013), *Kryzysy finansowe we współczesnym świecie* [w:] J. Ostaszewski (red.), *Finanse*, Difin, Warszawa, s. 72-100.
- Niedziółka P. (2009), *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Norman P. (2011), *The Risk Controllers*, John Wiley&Sons, London.
- Pruchnicka-Grabias I. (2011), *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Pruchnicka-Grabias I. (2016), *Egzotyczne opcje finansowe. Systematyka, wycena, strategie*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Rehlon A., Nixon D. (2013), *Central Counterparties: What Are They, Why Do They Matter and How Does the Bank Supervise Them?* <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2013/qb1302ccpsbs.pdf> (dostęp: 25.10.2017).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (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. U. UE L 201/1.
- Wendt F. (2015), *Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature*, IMF Working Paper WP/15/21.
- Zaleska M. (2015), *Refleksje na temat unii rynków kapitałowych* [w:] A. Janc, P. Mikołajczak, K. Waliszewski (red.), *Europejska unia rynków kapitałowych. Perspektywa finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa, s. 9-13.
- [www 1] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorized_under_emir.pdf (dostęp: 25.10.2017).
- [www 2] <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/non-financial-counterparties-nfcs> (dostęp: 25.10.2017).
- [www 3] <https://www.thetradenews.com/Asset-Classes/Derivatives/BoE-to-provide-liquidity-to-UK-clearing-houses-and-broker-dealers/> (dostęp: 26.10.2017).

STABILIZATION MECHANISMS FOR CENTRAL COUNTERPARTIES

Summary: After recent financial crisis 2007+, central counterparties have become one of the key services providers for handling the transactions of financial market participants. The capital market reforms have resulted in the growing share of transactions that are cleared by the CCPs. For that reason, the activity of CCPs has gained systemic significance, i.e. problems in the functioning of CCPs can easily trigger the materialization of systemic risk and lead to a systemic crisis. As a consequence, reliable mechanisms for stabilizing the CCP's situation become increasingly important in the event of shocks. A classic example of such a solution is the cascade of losses in the event of the insolvency of a CCP's clearing member. The article deals also with the latest issues related to the resolution process for central counterparties.

Keywords: central counterparties, financial crisis, margins, *default waterfall*, *resolution*.