

*Patrycja Staszewska**

ANALIZA PORÓWNAWCZA REGULACJI DODD-FRANK I EMIR ORAZ ICH WPŁYW NA POZAGIEŁDOWY RYNEK INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

WSTĘP

Globalny kryzys finansowy (GKF), który objął swoim zasięgiem międzynarodowy rynek finansowy, nie tylko zachwiał filarami tego rynku, ale również przyczynił się do ujawnienia słabości zarówno mechanizmów rynkowych, jak i systemu regulacji. Stanowił równocześnie asumpt do rozległych zmian regulacji w ujęciu poszczególnych krajów oraz norm międzynarodowych.

Celem artykułu jest analiza porównawcza zmian regulacyjnych dotyczących amerykańskiego oraz europejskiego pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych (ang. *over the counter*, OTC), jakie wprowadzono w następstwie globalnego kryzysu finansowego. Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiono charakterystykę uwarunkowań działalności instytucji inwestycyjnych przed GKF. Druga traktuje o regulacji EMIR (ang. *European Market Infrastructure Regulation*) i Dodd – Frank Act Title VII oraz różnicach pomiędzy tymi dwiema ustawami w świetle kryterium podmiotowego, przedmiotowego, terytorialnego, wymogów rozliczeniowych, sprawozdawczości oraz transakcji z użyciem środków własnych. Trzecia część zawiera analizę reform nadzoru rynku derywatów OTC podjętych po kryzysie oraz wnioski.

* Patrycja Staszewska jest doktorantką na Wydziale Ekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu oraz pracownikiem organizacji inwestycyjnej Franklin Templeton Investments Poland.

1. ANALIZA SYSTEMOWA UWARUNKOWAŃ DZIAŁALNOŚCI INSTYTUCJI INWESTYCYJNYCH PRZED GLOBALNYM KRYZYSEM FINANSOWYM

Rozwój cywilizacyjny oraz towarzyszący mu rozwój procesów sekurytyzacyjnych prowadzi do rozszerzenia działalności społecznej osób i ich organizacji oraz, co ważniejsze, do wzrostu znaczenia pieniądza, rynków oraz instrumentów finansowych w gospodarce. Przełom tysiąclecia charakteryzuje bezprecedensowy wzrost w dynamice obrotów finansowych, zwłaszcza tych, które nie są związane z jakimkolwiek przepływem towarów lub usług rzeczywistych. Nastąpiła ekspansja handlu ryzykiem na niespotykaną do tej pory skalę – jako towarem na rynku globalnym, a instytucje kredytowe w coraz mniejszym stopniu przypominają tradycyjne instytucje, w których to zawierano dyskretne transakcje finansowe. Banki inwestycyjne stają się sieciami supermarketów finansowych sprzedających szeroki asortyment produktów na masową skalę. Konkurencja między poszczególnymi segmentami na rynku usług finansowych doprowadziła do sytuacji, w której, pomimo szeroko zakrojonych regulacji, przynajmniej z punktu widzenia podmiotów świadczących te usługi, rynek stał się coraz silniej powiązany na poziomie organizacyjnym oraz kapitałowym. Z drugiej strony jest też coraz mniej zrozumiały dla przeciętnego konsumenta¹.

Powstanie i rozwój organizacji o ponadprzeciętnym potencjale finansowym obejmujących swoją działalnością wiele krajów, obecnie zwanych korporacjami międzynarodowymi (ang. *multinational corporations*, MNC's), jest nierozłączne z zachodzącymi w gospodarce procesami globalizacji. Procesy te zostały zapoczątkowane m.in. przez liczne odkrycia geograficzne, którym towarzyszył postęp w komunikacji społecznej, najpierw poprzez wynalezienie prasy drukarskiej, a współcześnie – Internetu i komunikacji elektronicznej. Odkrycia geograficzne, podboje kolonialne, rozwój handlu oraz innowacje technologiczne doprowadziły do dyfuzji kultury w niespotykanym wcześniej stopniu, choć proces ten przybierał bardzo zróżnicowane formy, zarówno w czasie, jak i przestrzeni. Rozwój technologii informacyjnych, w szczególności swobodnego przepływu kapitału między krajami i kontynentami, w znaczącym stopniu zintensyfikował procesy globalizacyjne w zakresie produkcji i handlu, a także w sferze finansów oraz wymiany walutowej. Korporacje międzynarodowe, których gwałtowny rozwój w dużej mierze przyczynił się do niezwykłego postępu w procesie globalizacji, w dzisiejszych czasach często zarządzają budżetami większymi od budżetów niektórych państw. Ponadto budżety te są poza kontrolą rządów państwowych i instytucji międzynarodowych².

¹ J. Szambelańczyk, *Global financial crisis – an attempt of interpretation*, [w:] P. Deszczyński, *Globalization*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2011, s. 39–41.

² *Ibidem*.

Na rynku derywatów, które początkowo stworzono w celu zabezpieczenia transakcji przed ryzykiem zmienności stóp procentowych i kursów, opracowano nowe, bardzo skomplikowane instrumenty pochodne, które dzięki swojej nieprzejrzystości umożliwiały ukrycie ich prawdziwej wartości i zakamuflowanie ryzyka nieczytelnego dla inwestorów. W następstwie instrumenty te stały się narzędziem spekulacji³. Dodatkowo skala zawieranych transakcji transgranicznych i wielkości transferów kapitałowych w globalnej sieci ściśle powiązanych podmiotów wpłynęły na wzrost ryzyka wywołania nowej pandemii na rynkach finansowych poprzez emitowanie toksycznych aktywów i opartych na nich papierów wartościowych, które prędzej czy później znajdują odzwierciedlenie w realnej gospodarce⁴.

Globalne rynki finansowe stanowią wyzwanie dla demokracji i partii rządzących, próbujących w tradycyjny sposób zapanować nad działalnością instytucji finansowych. GKF uwidocznili konieczność wykorzystania na niespotykaną skalę środków publicznych dla podtrzymania sprawnego funkcjonowania rynków finansowych oraz konieczność ratowania dużych instytucji ze środków publicznych, z powodu m.in. obaw o „efekt domina” – czyli o upadek innych podmiotów w wyniku współzależności istniejących pomiędzy nimi na rynku⁵.

Kryzys finansowy uwidocznili wagę ryzyka systemowego, które można zdefiniować jako niebezpieczeństwo kryzysu związane z problemami w utrzymaniu płynności finansowej znacznej części sektora finansowego (wielu małych firm lub jednej dużej), skutkujące zmniejszeniem dostępności kredytów i w następstwie poważnymi problemami dla całej realnej gospodarki⁶. Koncentracja regulatorów i nadzorców jedynie na niektórych sektorach spowodowała także, że nie dostrzeżono rosnącego ryzyka wynikającego ze splatania się działań poszczególnych uczestników systemu finansowego. Wzajemne powiązanie podmiotów różnymi operacjami i transakcjami powoduje, że załamanie jednej ważnej instytucji finansowej prowadzi do destabilizacji innych uczestników systemu. Dlatego uregulowania ukierunkowane na sferę mikro muszą być uzupełnione o uregulowania ukierunkowane na sferę makro (ang. *macro-prudential approach*)⁷. Według niektórych ekonomistów to właśnie ryzyko systemowe, które powstaje w wyniku splatania się działań poszczególnych uczestników rynku, było głównym źródłem aktualnego kryzysu finansowego. Według J. Żabińskiej owo ryzyko może powstać w systemie finansowym na co najmniej trzech płaszczyznach: przedmiotowej (w obszarze instrumentów finansowych),

³ A. Sławiński, *Rynki Finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 3.

⁴ J. Szambelańczyk, *Global financial crisis...*, op. cit., s. 43.

⁵ *Improving Resolution Options for Systemically Relevant Financial Institutions*, Squam Lake Working Group on Financial Regulation.

⁶ V. Acharya, M. Richardson, *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Wiley, New Jersey, 2009, s. 283.

⁷ J. Stein, S. Hanson, A.K. Kashyap, *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*, „Journal of Economic Perspective”, 25/1, 2010, s. 3–28.

podmiotowej (poprzez banki, instytucje ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, które mają te instrumenty i nimi handlują) oraz na rynkach, na których handluje się tymi instrumentami. Aby skutecznie zabezpieczyć system finansowy przed złamaniem, należy minimalizować ryzyko systemowe, a także objąć nadzorem oraz regulacjami wszystkie części składowe tego systemu⁸.

Kwestie wzmocnienia i wspierania regulacji oraz nadzoru nad rynkami finansowymi były od lat poruszane na różnych forach międzynarodowych. Na szczególną uwagę w tym zakresie zasługuje Forum Stabilności Finansowej (ang. *Financial Stability Forum*, FSF) założone w 1999 r. Już wtedy dostrzeżono potrzebę ustanowienia porządku i ram prawnych dla rynków finansowych. Dotychczas istniały one jedynie na płaszczyźnie sektorowej i narodowej. Zdaniem Hansa Tietmeyera, głównego pomysłodawcy FSF, a także innych specjalistów w dziedzinie finansów, międzynarodowe organizacje finansowe mogą być wykorzystane do dalszego rozwoju ram porządkowych⁹. Mowa o stworzeniu pewnej konstrukcji, z jednej strony uwzględniającej suwerenność narodową, a z drugiej zapewniającej swojego rodzaju ład prawny na płaszczyźnie międzynarodowej. Koncepcja ta stała się możliwa do zrealizowania dopiero w rezultacie wystąpienia najostrejszego kryzysu od czasu wielkiej depresji z lat 1929–1933. Potężne zawirowania na rynkach finansowych, związane m.in. z bankrutem Lehman Brothers, uświadomiły ekspertom finansowym i politykom konieczność stworzenia nowego ładu finansowego i przeprowadzenia głębokich reform w funkcjonowaniu międzynarodowego systemu finansowego. Zasadniczą rolę w opracowaniu nowych propozycji stabilizowania światowego systemu finansowego odegrała grupa G20, w której skład wchodzi przedstawiciele wysoko rozwiniętych rządów krajów uprzemysłowionych i rozwijających się. Założenia wypracowanego przez grupę G20 na szczycie w Pittsburgu we wrześniu 2009 r. międzynarodowego konsensusu dotyczącego najważniejszych zasad nowego ładu finansowego stały się pewnego rodzaju podstawą do dalszych reform¹⁰.

2. CHARAKTERYSTYKA REGULACJI WYNIKAJĄCYCH Z GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

GKF skłonił ustawodawców i instytucje nadzorujące rynki finansowe do wprowadzenia reform w obrocie derywatami OTC. Nowe regulacje prawne na rynkach europejskim oraz amerykańskim są odpowiedzią regulatorów na zagrożenia wyni-

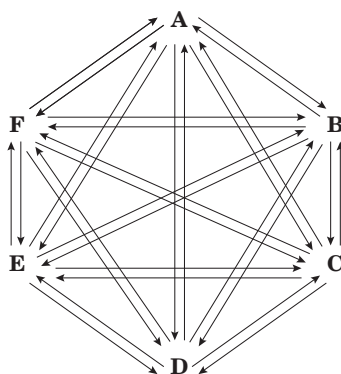
⁸ J. Żabińska, *Rola międzynarodowej współpracy finansowej w stabilizacji światowego systemu finansowego na przykładzie G20*, Zeszyty Naukowe nr 144, AE w Katowicach, Katowice 2010, s. 140–141.

⁹ *Historia Rady Stabilności Finansowej*, FSB, <https://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm> (dostęp: 27.04.2014).

¹⁰ Szerzej: J. Żabińska, *Rola międzynarodowej współpracy...*, *op. cit.*, s. 141.

kające ze wzajemnych powiązań występujących między kontrpartnerni, a co za tym idzie, mają na celu zwiększenie przejrzystości rynku i możliwości oceny ekspozycji kredytowej nie tylko przez uczestników transakcji, ale także przez jednostki sprawujące nadzór. Obowiązująca przed GKF struktura handlu na rynku OTC opierała się przede wszystkim na transakcjach bilateralnych zawieranych między bankami, co przy wysokiej koncentracji rynku i spekulacji prowadziło do wzrostu ryzyka systemowego¹¹. Każdy uczestnik był obciążony ryzykiem niewypłacalności kontrahenta, tworząc siatkę wzajemnych powiązań, w konsekwencji doprowadzając do powstania sieci instytucji „zbyt dużych, aby upaść” (por. rysunek 1).

Rysunek 1. Bilateralny model na rynku derywatów OTC przed GKF



Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Duffie, A. Li, T. Lubke, *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Staff Report No. 424 Federal Reserve Bank of New York, January 2010, s. 5–6.

Poruszając kwestię rozliczeń bilateralnych, warto wspomnieć o koncepcji depozytów (w postaci papierów wartościowych lub gotówki) zabezpieczających kontrpartnery na wypadek bankructwa jednej ze stron. Według szacunków ISDA, w 2007 r. ok. 59% wszystkich transakcji na rynku OTC podlegało zabezpieczeniu na łączną kwotę 2,1 bln USD¹². Jednakże kryzys finansowy ujawnił, że wycena ryzyka kontrpartniera, a co za tym idzie – zabezpieczenia, były dalekie od rzeczywistej wartości rynkowej. Doprowadziło to do zajmowania wielomiliardowych pozycji, jak w przypadku AIG, którego pozycja sprzedającego ochronę przed ryzykiem w kontraktach CDS w czerwcu 2008 r. opiewała na łączną kwotę 446 mld USD. Koncepcja bilateralnych transakcji na rynku OTC, choć pozwala na stworzenie

¹¹ E. Chrabonszewska, S. Miklaszewicz, K. Sum, A. Waszkiewicz, *Międzynarodowe rynki finansowe po kryzysie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 50.

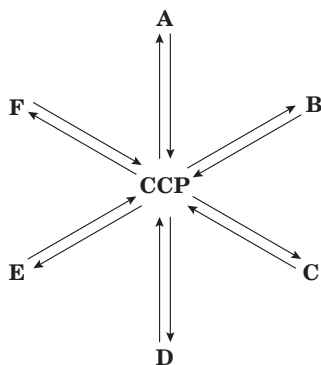
¹² *ISDA Margin Survey 2008*, International Swaps and Derivatives Association, 2008, s. 4.

produktów dostosowanych do indywidualnych potrzeb banków, doprowadziła do nieprzejrzystości na rynku i trudności w szacowaniu ryzyka. Dlatego też błędy, które ujawnił GKF, skłoniły ekonomistów i polityków do pogłębionej dyskusji na temat alternatywnych projektów reform¹³.

Rozwiązanie, które znalazło najwięcej zwolenników i zostało zaproponowane w ramach nowych regulacji, zakłada powołanie kontrahentów centralnych (ang. *Central Counterparty Clearing House*, CCP) przejmujących ryzyko systemowe każdego uczestnika rynku na siebie (por. rysunek 2). Podmiot ten pełni funkcję zarówno kupującego dla wszystkich sprzedających, jak i sprzedającego dla wszystkich kupujących określony kontrakt¹⁴. W nowym modelu kontrahentzy mają obowiązek codziennej wymiany z CCP następujących depozytów zabezpieczających:

- ❖ marża początkowa (ang. *initial margin*) – ochrona przed stratami poniesionymi w momencie zawarcia transakcji,
- ❖ marża zmienna (ang. *variation margin*) – zabezpieczenie przed wahaniami na rynku.

Rysunek 2. Multilateralny model na rynku derywatów OTC po GKF



Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Duffie, A. Li, T. Lubke, *Policy Perspectives...*, *op. cit.*, s. 5–6.

Kontrahent centralny zbiera informacje na temat ryzyka zawieranych na rynku transakcji, uczestników rynku, a także określa standardy dla danego produktu. Poszczególne podmioty mają możliwość pozyskania tych informacji, co sprzyja podejmowaniu świadomych decyzji opartych na własnej wycenie ryzyka. Dodatkową

¹³ E. Chrabonszewska i in., *Międzynarodowe rynki finansowe...*, *op. cit.*, s. 52–53.

¹⁴ Y. Bandi, *Clearing and Settlement of Over-the-Counter Derivative Products through a Central Counterparty: A Legal Analysis*, „The UIP Journal of Corporate and Securities Law”, Vol. VI, No. 3&4, 2009, s. 25.

korzyścią zbierania danych na temat wszystkich zawartych kontraktów w jednym miejscu jest umożliwienie nadzorcom oraz regulatorom podjęcie odpowiednich działań w celu ograniczenia niepożądanych zdarzeń, powołując się na przytoczony wcześniej przykład firmy AIG.

W przypadku rynku amerykańskiego wprowadzenie CCP na podstawie aktów prawnych nastąpiło na mocy ustawy Dodd–Frank¹⁵, która została podpisana 21 lipca 2010 r. Nazwa ustawy pochodzi od nazwisk senatora Chrisa Dodd'a oraz członka Izby Reprezentantów Barneya Franka, którzy byli w szczególności zaangażowani w proces tworzenia nowych przepisów. Z kolei w ramach regulacji europejskich powstało Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie infrastruktury rynku kapitałowego (ang. *European Market Infrastructure Regulation*, EMIR) które weszło w życie 16 sierpnia 2012 r. Nie wszystkie docelowe postulaty obu ustaw zostały wdrożone i przewidywany jest kilkuletni okres implementacji. Warto również podkreślić, że główne założenia regulacyjne ustawy Dodd–Frank oraz EMIR są do siebie zbliżone i należą do nich:

- ❖ zmniejszenie ryzyka systemowego dla całego sektora finansowego, jakie wiąże się z zawieraniem transakcji na rynku instrumentów pochodnych,
- ❖ zwiększenie przejrzystości na rynku derywatów, w szczególności w zakresie wyceny transakcji przed, jak i po ich wykonaniu,
- ❖ poprawa integralności i uczciwości na rynku instrumentów pochodnych,
- ❖ nadzór nad postępowaniem głównych uczestników rynku¹⁶.

Ustawy różnią się jednakże w szczegółach, które mogą być istotne zwłaszcza dla funkcjonowania rynku OTC. Zasadnicze różnice zawarto w tabeli 1.

Tabela 1. Główne założenia regulacji prawnych Dodd–Frank oraz EMIR

Kategoria	Dodd–Frank Act Title VII	EMIR
Przedmiot regulacji	Ustawa Dodd–Frank reguluje instrumenty pochodne zawierane w obrocie pozagiełdowym (ang. <i>over the counter</i> , OTC). Można je podzielić na swapy oparte na papierach wartościowych (ang. <i>security based swaps</i> , SBS) lub wszystkie pozostałe, zwane dla uproszczenia swapami (ang. <i>non-security-based Swaps</i> , NSBS).	Regulacja EMIR stosuje się do instrumentów pochodnych określonych w Dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych (ang. <i>Markets in Financial Instruments Directive</i> , MiFID), do których można zaliczyć instrumenty lub kontrakty pochodne będące przedmiotem obrotu poza

¹⁵ Pełna nazwa: The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111–203, H.R. 4173).

¹⁶ S.G. Cecchetti, J. Gyntelberg, M. Hollanders, *Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives*, „BIS Quarterly Review”, September 2009, s. 46.

Kategoria	Dodd–Frank Act Title VII	EMIR
	<p>Rozporządzenie wskazuje na dwie instytucje nadzorcze SEC (ang. <i>Security Exchange Commission</i>) oraz CFTC (ang. <i>Commodity Futures Trading Commission</i>) regulujące transakcje według typu, dilerów oraz głównych uczestników w handlu swapami.</p> <p>Swapy SBS są regulowane przez SEC i można do nich zaliczyć głównie takie instrumenty, jak CDS (ang. <i>credit default swap</i>) oraz TRS (ang. <i>total return swap</i>).</p> <p>Agencja CFTC ma jurysdykcję nad wszystkimi pozostałymi swapami, tj. instrumenty typu IRS (ang. <i>interest rate swap</i>), większość opcji oraz swapów walutowych (ang. <i>foreign exchange swaps</i>), CDS i TRS nie opartych na papierach wartościowych.</p> <p>Ustawa nie obejmuje derywatów zawieranych w obrocie giełdowym (ang. <i>exchange traded derivatives</i>, ETD), opcji i swapów walutowych, oraz forwardów towarowych.</p>	<p>rynkiem regulowanym lub na rynku w państwie trzecim, który uznaje się za równorzędny do rynku regulowanego.</p> <p>W celu ustanowienia wysokiej jakości wspólnych standardów i praktyk w zakresie regulacji i nadzoru Komisja Europejska powołała trzy europejskie organy nadzoru finansowego (ESA), na który składają się:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Europejski Organ Nadzoru Bankowego (EBA), ❖ Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) oraz ❖ Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). <p>Transakcje, które będą wyłączone z obowiązku centralnego rozliczania, to m.in. spoty walutowe i niektóre fizycznie rozliczane swapy towarowe.</p>
Podmiot regulacji	<p>W ustawie Dodd–Frank wymieniono podmioty, które podlegają wymogowi rejestru swojej działalności. Są to m.in.:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ banki i holdingi bankowe, ❖ dealerzy swapów (ang. <i>swap dealers</i>, SDs) i dealerzy swapów opartych na papierach wartościowych (ang. <i>security-based swap dealers</i>), ❖ główni uczestnicy wymiany (ang. <i>major swap participants</i>, MSPs) oraz główni uczestnicy 	<p>Ustawa EMIR zawiera klasyfikację rozróżniającą dwa najważniejsze rodzaje kontrahentów handlujących instrumentami pochodnymi, są to:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ kontrahenci finansowi (FCs) oraz ❖ kontrahenci niefinansowi (NFCs). <p>W skład kontrahentów finansowych wchodzi wąska lista unijnych firm inwestycyjnych,</p>

Kategoria	Dodd–Frank Act Title VII	EMIR
	<p>wymiany swapów opartych na papierach wartościowych (ang. <i>major security-based swap participants</i>),</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ handlowi użytkownicy końcowi (ang. <i>commercial end users</i>), ❖ operatorzy puli towarowych (ang. <i>commodity pool operators</i>, CPOs) oraz doradcy obrotu towarowego (ang. <i>commodity trading advisors</i>, CTAs). <p>Większość rozporządzenia odwołuje się do większych podmiotów, tj. MSPs, oraz ich obowiązku do prowadzenia rejestrów, sprawozdań, wewnętrznego i zewnętrznego audytu, centralnego rozliczania (ang. <i>clearing</i>), realizacji dostaw i usług oraz wymogów kapitałowych. Na podmiotach nie podlegających wymogowi zarejestrowania w ramach ustawy Dodd–Frank ciąży proporcjonalnie mniejsze brzemie regulacyjne, ale nie są całkowicie od nich zwolnione. Ponadto ustawa Dodd–Frank rozróżnia kontrahentów finansowych (ang. <i>financial counterparties</i>, FC) od niefinansowych (ang. <i>non-financial counterparties</i>, NFC).</p>	<p>banków, przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives</i>, UCITS), alternatywne fundusze inwestycyjne, a także fundusze emerytalne. Klasyfikacja NFC jest bardzo szeroka i zawiera wszystkie pozostałe podmioty handlujące derywatami, mające siedzibę w UE. Generalnie zarówno FCs, jak i NFCs są zobowiązane do zgłaszania swoich kontraktów na instrumenty pochodne do repozytorium transakcji, centralnego rozliczania oraz stosowania technik ograniczania ryzyka (w zależności od osiągniętych progów finansowych), z wyjątkiem niektórych NFCs, które handlują derywatami poniżej pułapu minimalnego określonego w ustawie.</p>
Terytorialność	<p>Ustawa Dodd–Frank reguluje te transakcje, w których co najmniej jedna ze stron jest uznawana jako „U.S. Person”. Definicja CFTC pozostawia szerokie pole do interpretacji pojęcia „Osoby USA” i nakłada takie same wymogi na nieamerykańskie podmioty angażujące się w większym</p>	<p>Ustawa obejmuje podmioty zarówno z UE, jak i spoza UE. Obowiązuje również w przypadku transakcji zawieranych między dwoma podmiotami mającymi siedzibę w państwach trzecich, jeśli istnieje bezpośredni, znaczący i przewidywalny skutek wewnątrz UE, lub w przypadku</p>

Kategoria	Dodd–Frank Act Title VII	EMIR
	stopniu niż absolutne minimum, jak na dilerów swapów z USA.	gdy takie obowiązki są niezbędne lub stosowne, aby uniemożliwić obchodzenie jakichkolwiek przepisów rozporządzenia ^a .
Wymogi rozliczeniowe (<i>clearing</i>)	<p>Obowiązek rozliczania centralnego wszedł w życie 9 września 2013 r. i obecnie obejmuje dwa rodzaje swapów: CDS oraz IRS. Kolejny typ instrumentu, który ma być objęty ustawą od początku 2015 r., to forward typu NDF (ang. <i>Non-deliverable forward</i>). Agencje CFTC i SEC są odpowiedzialne za typowanie swapów, które mają podlegać obowiązkowi rozliczania przez kontrahentów centralnych. W przeciwieństwie do EMIR, progi ilościowe nie są wyznacznikiem obowiązkowego rozliczania. Kiedy dany instrument finansowy zostanie wciągnięty na listę obowiązkowego centralnego rozliczania, wszyscy uczestnicy będą musieli podporządkować się tej regule, chyba że jedna ze stron transakcji kwalifikuje się do zwolnienia, tak jak w przypadku zwolnienia dla użytkownika końcowego swapów zabezpieczających ryzyko handlowe. Wszystkie instytucje niefinansowe (ang. <i>Non-financial Counterparties</i>, NFC) są zwolnione z obowiązku rozliczania transakcji za pośrednictwem CCP.</p>	<p>Przewidywany przez ESMA termin wejścia w życie wymogu rozliczania przez CCP to pierwszy kwartał 2015 r. Regulacja narzuca wymóg zarówno na jednostki FC, jak i NFC, które przekraczają określone progi (znane także jako firmy NFC+) obowiązek rozliczania kontraktów OTC z upoważnionym w ustawie kontrahentem centralnym. Urząd ESMA jest odpowiedzialny za opracowanie listy transakcji według rodzaju podlegających obowiązkowi rozliczania, które muszą być następnie zatwierdzone przez europejskie organy regulacyjne i przekazywane do prawa. Podmioty zwolnione z obowiązku centralnego rozliczania (tj. instytucje niefinansowe NFC nie osiągnące określonego progu) będą musiały nadal zgłaszać zwolnione transakcje i zastosować wszystkie wymogi w zakresie zarządzania ryzykiem.</p>

Kategoria	Dodd–Frank Act Title VII	EMIR
Sprawozdawczość	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Istnieje obowiązek zgłoszenia transakcji przez co najmniej jedną ze stron. ❖ Brak wymogu raportowania transakcji ETD. ❖ Sprawozdania są wymagane w czasie rzeczywistym. ❖ Regulacja DF odwołuje się do określonej hierarchii w celu ustalenia, który z dwóch kontrahentów jest zobowiązany dokonać zgłoszenia. Obowiązek sprawozdawczy na ogół spada na siedzibę firmy (jeśli jeden z kontrahentów jest zarejestrowany jako SD lub MSP), jednakże przesunięcie niektórych obowiązków w zakresie sprawozdawczości na inne jednostki może nastąpić w przypadku rozliczania swapów u kontrahentów centralnych i/lub handlu swapami na zarejestrowanych platformach handlowych. ❖ Brak obowiązku raportowania informacji odnośnie do wymienionych depozytów zabezpieczających. 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Obowiązek raportowania przez obie strony wszystkich transakcji, zarówno zawieranych obecnie na giełdzie, jak i historycznych (od 16 sierpnia 2012 r.), do repozytorium transakcji. ❖ Istnieje wymóg prowadzenia rejestru każdej zawartej transakcji oraz wszelkich dokonanych na niej zmian przez 5 lat. ❖ Sprawozdanie zbiorcze na koniec dnia roboczego (nie w czasie rzeczywistym). ❖ Każda ze stron ma obowiązek raportowania swoich własnych danych, jednakże jako alternatywa ma prawo wydelegowania w tym celu agenta lub potwierdzenia zgodności danych ze zgłoszenia tej drugiej strony. ❖ Istnieje obowiązek raportowania informacji odnośnie do wymienionych depozytów zabezpieczających (typ, ilość, wartość oraz waluta). Przewidywana data wejścia w życie reguły to 11 sierpnia 2014 r.
Transakcje z użyciem środków własnych	<p>Częściowa aprobata tzw. doktryny Volckera, która zabrania instytucjom depozytowym handlu papierami wartościowymi na własny rachunek (ang. <i>proprietary trading</i>). Bankom pozwolono inwestować do 3% ich kapitału podstawowego w fundusze hedgingowe i <i>private equity</i> (wdrożenie reguły opóźniono co najmniej o 2 lata).</p>	<p>Brak podobnych ograniczeń.</p>

Kategoria	Dodd–Frank Act Title VII	EMIR
	Reguła ta nawiązuje do założeń Ustawy Glass-Steagall Act, ograniczając możliwości inwestowania na własny rachunek w ryzykowne aktywa.	

^a Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 4 lipca 2012, s. 4, <http://eur-lex.europa.eu> (dostęp: 28.06.2014).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Thomson Reuters Practical Law <http://uk.practicallaw.com/3-502-8950>, ESMA <http://www.esma.europa.eu/>, Komisji Nadzoru Finansowego <https://www.knf.gov.pl/> (dostęp: 28.06.2014).

3. ANALIZA REFORM W NADZORZE POZAGIEŁDOWEGO RYNKU DERYWATÓW PO GLOBALNYM KRYZYSIE FINANSOWYM

Globalne firmy handlujące derywatami, podlegające jednocześnie wielu jurysdykcjom, muszą wykształcić umiejętność pełnego katalogowania wszystkich transakcji według typu i regionu, aby w pełni zrozumieć wpływ regulacji na ich działalność. Niektóre strategie zwalniające pewne produkty z nadzoru w celu ograniczenia ciężaru regulacyjnego z nowo nałożonych wymagań ustawy Dodd–Frank, nie mogą być zastosowane w ramach regulacji EMIR i *vice versa*¹⁷.

Dla wielu banków obecnych na rynkach europejskim oraz amerykańskim wyzwanie wynikające z wymogu dostosowania się do nowych przepisów obowiązujących w skali krajowej jest dodatkowo spotęgowane ciężarem dwóch systemów regulacyjnych o zasięgu ponadnarodowym. Uważne i najbardziej wyrafinowane przedsiębiorstwa powinny umiejętnie wykorzystać podobieństwa pomiędzy dwoma systemami, w celu zmniejszenia kosztów wdrożenia nowych przepisów. Istnieją jednak znaczące różnice, których nie da się zignorować¹⁸.

Oba systemy wydają się koncepcyjnie podobne, przynajmniej według kryterium podziału kontrahentów na finansowych i niefinansowych, jednak ich założenia nie pokrywają się w pełni pod względem zgodności zobowiązań podmiotów znajdujących się w podobnej sytuacji. W rezultacie, analiza podmiotowa przeprowadzona w celu określenia statusu regulacyjnego w jednym systemie nie jest wystarczająca do pełnego określenia statusu danego przedsiębiorstwa w drugim. Globalne firmy

¹⁷ *Derivatives – enter EMIR, You’re going to need a bigger boat*, FS Regulatory Brief, PWC, March 2013, s. 2, <http://www.pwc.com> (dostęp: 28.06.2014).

¹⁸ *Ibidem*.

muszą wiedzieć, gdzie jest ich miejsce w obu reżimach¹⁹. Chociaż obie regulacje łączy wspólna idea, jaką jest ograniczenie ryzyka, różni je także sposób realizacji. Ustawa EMIR dostarcza nowej infrastruktury dla rynku, podczas gdy ustawa Dodd–Frank opiera się na istniejącej już infrastrukturze i skupia na zmianach ustawodawczych.

Stany Zjednoczone od lat borykają się z problemem nadmiernej liczby regulatorów i niespójnych regulacji dotyczących instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Ustawa EMIR może dodatkowo utrudnić sytuację oraz potencjalnie znacząco podnieść koszty przestrzegania jej przepisów dla firm amerykańskich. W porównaniu do USA, europejska ścieżka regulacyjna była równie trudna i bez wątpienia dłuższa. Teraz, kiedy proces wdrożenia nowych regulacji wydaje się dobiegać końca, następnym wyzwaniem regulatorów będzie ustanowienie międzynarodowej ramy prawnej poprzez usunięcie niespójności między państwami i ustalenie wspólnego podejścia w kwestiach terytorialności. Aby zbudować skuteczną infrastrukturę finansową przyszłości, konieczne są uczciwe i spójne na poziomie globalnym reguły ekonomiczne. W innym wypadku amerykańskie i europejskie rynki mogą stać się mniej konkurencyjne w porównaniu z rynkami nieregulowanymi, a błędy i ekscesy z przeszłości mogą się pojawić ponownie²⁰.

W obu ustawach, pomimo podobieństw w nowych systemach rozliczeniowych dla derywatów, różnice dotyczące progów finansowych, rodzajów kontrahentów, ram czasowych i zwolnionych podmiotów wymagają od przedsiębiorstw opracowania zupełnie nowych procesów w celu określenia, które transakcje podlegają obowiązkowi rozliczania w ramach poszczególnych regulacji. Istnieją scentralizowane systemy operacyjne do identyfikacji swapów oraz innych kontraktów na instrumentach pochodnych podlegających obowiązkowi centralnego rozliczania, jednakże ich posiadanie wiąże się z kosztami. Firmy korzystające ze scentralizowanych systemów zarządzania danymi staną przed wyborem adaptacji istniejących systemów w celu spełnienia nowych wymogów w zakresie sprawozdawczości lub nabycia prawa do korzystania z usług zewnętrznych dostawców oprogramowania. Dodatkowo, niektóre globalne podmioty wykazały, że nowe rozwiązania systemowe wynikające z ustawy Dodd–Frank o raportowaniu transakcji w „czasie rzeczywistym” mogą być niekompatybilne ze standardami ustawy EMIR, narzucającej obowiązek raportowania pod koniec dnia. Te i inne wymogi, tj. identyfikacja konkretnych podmiotów CCP upoważnionych do rozliczania poszczególnych rodzajów swapów, a wśród nich tych wybranych przez kontrahentów, będzie testem umiejętności adaptacyjnych dla globalnych firm w integracji systemów²¹.

¹⁹ *Ibidem*, s. 3.

²⁰ *EMIR vs. Dodd–Frank: Distinct, Yet Closely Related*, Sia Partners, 26 August 2013, <http://en.finance.sia-partners.com/20130826/emir-vs-dodd-frank-distinct-yet-closely-related/>.

²¹ *Derivatives – enter EMIR...*, *op. cit.*, s. 3–4.

Różnice w ramach czasowych wejścia w życie obu ustaw mogą przyczynić się także do przejściowego spadku konkurencyjności niektórych podmiotów amerykańskich. W związku z tym, że wdrożenie obowiązku centralnego rozliczania na mocy ustawy Dodd–Frank nastąpiło prawie rok przed ustawą EMIR, kontrahenci mogli dokonać wyboru nie zawiązywania kontraktów swapowych z podmiotami z USA. Agencja CFTC wydała w tej sprawie komunikat dla wszystkich uczestników rynku ostrzegający przed próbami uniknięcia wymagań rozliczeniowych nowej ustawy. Przewodniczący CFTC wyraził również szczególne zaniepokojenie możliwością księgowania transakcji zawieranych przez dealerów swapów z amerykańskimi funduszami hedgingowymi w swoich oddziałach i filiach zagranicznych, mimo że głównym miejscem prowadzenia działalności gospodarczej obu podmiotów są Stany Zjednoczone Ameryki Północnej. W dłuższej perspektywie jednak pełne wdrożenie założeń obu rozporządzeń może wpłynąć na przesunięcie równowagi konkurencyjnej na rynki nieregulowane²².

PODSUMOWANIE

Dominująca do czasu GKF koncepcja bilateralnych transakcji w obrocie instrumentami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, choć pozwalała na stworzenie produktów dostosowanych do indywidualnych potrzeb banków, doprowadziła do nieprzejrzystości tego rynku i trudności w szacowaniu ryzyka. Słabości rynku, które ujawnił GKF, skłoniły ekonomistów i polityków do pogłębionej dyskusji na temat alternatywnych metod wymiany derywatów OTC, co skutkowało powołaniem kontrahentów centralnych przejmujących ryzyko systemowe każdego uczestnika rynku na siebie. Idea centralnego rozliczania transakcji OTC znalazła wielu zwolenników i została zaproponowana w ramach nowych regulacji Dodd–Frank i EMIR. Korzyścią zbierania danych na temat wszystkich zawartych kontraktów w jednym miejscu jest m.in. umożliwienie nadzorcom podjęcie odpowiednich działań w celu ograniczenia niepożądanych zdarzeń. Można tutaj powołać się na przykład firmy AIG, której pozycja w kontraktach CDS nie była przed 2008 r. znana ani kontrahentom, ani inwestorom czy nadzorcom. Informacja o tym stała się jawna dopiero w momencie, kiedy zaistniała konieczność udzielenia wsparcia finansowego przez FED na kwotę aż 440 mld USD²³.

Podczas gdy globalne firmy pracują nad przystosowaniem swoich procesów do nowych regulacji EMIR, kontynuując jednocześnie spełnianie wymogów ustawy Dodd–Frank, pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych doświadcza zmian na bezprecedensową skalę. W krótkim okresie rozwój regulacji wraz ze standaryzacją

²² *Ibidem*, s. 3.

²³ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI w.*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 35.

oferowanych produktów wpłynie na wzrost kosztów. Według danych firmy Deloitte szacowany wzrost wydatków na transakcje OTC na rynku europejskim osiągnie poziom 15,5 mld EUR rocznie. Dodatkowe koszty operacyjne dla transakcji rozliczanych centralnie mają wynieść 2,5 mld EUR, natomiast dla umów dwustronnych mają wzrosnąć o 13 mld EUR w skali roku²⁴. Długookresowo, zmiany te wpłyną na wzrost obrotu instrumentami centralnie rozliczanymi na rzecz tych drugich. Globalne firmy będą musiały uwzględnić te koszty w swoich strategiach prowadzenia działalności na rynku OTC, dodatkowo uwzględniając i szukając oszczędności operacyjnych możliwych do uzyskania w następstwie obowiązywania obydwu regulacji Dodd–Frank i EMIR. Należy także wziąć pod uwagę, że regulacje te nie obejmują całego rynku globalnego i trzeba liczyć się z odpowiednimi zmianami na innych rynkach, w tym także rynkach krajowych.

Słowa kluczowe: Ustawa Dodd–Frank, EMIR, globalny kryzys finansowy, ryzyko systemowe

Abstract

The publication presents a comparative analysis of new regulations in American and European law which aim to reduce systemic risk in the financial market. The new legislations: Dodd–Frank Act Title VII, pertaining to US Persons, and The European Market Infrastructure Regulation (EMIR), applicable to European entities were implemented as a result of the Global Financial Crisis, which affected all markets worldwide in 2007. The publication is divided into three chapters. The first chapter contains a genesis and systematic analysis of market conditions which led to the global financial crisis (GFC). In the second chapter a comparative analysis was conducted of the two main regulations implemented as a result of the GFC. The main categories in the scope of comparison were the financial product type, entities subject to regulation, territoriality, clearing obligations, reporting obligations and the right to engage in proprietary trading. The last chapter covers an analysis of the newly implemented reforms and the impact they will have on the entities in scope. Increased transparency and regulation, as well as standardization of products are bound to raise costs, particularly in the short run. Global business strategies will have to factor in the costs and benefits associated with participating in the OTC derivatives market.

Key words: EMIR, Dodd–Frank, global financial crisis, systemic risk

²⁴ *OTC Derivatives: The new cost of trading*, Deloitte, s. 3. <https://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Industries/Financial%20Services/uk-fs-OTC-Derivatives.pdf>

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

- Acharya V., Richardson M., *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Wiley, New Jersey, 2009.
- Chrabonszewska E., Miklaszewicz S., Sum K., Waszkiewicz A., *Międzynarodowe rynki finansowe po kryzysie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI w.*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Sławiński A., *Rynki Finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
- Szambelańczyk J., *Global financial crisis – an attempt of interpretation*, [w:] P. Deszczyński, *Globalization*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2011.
- Żabińska J., *Rola międzynarodowej współpracy finansowej w stabilizacji światowego systemu finansowego na przykładzie G20*, Zeszyty Naukowe nr 144, AE w Katowicach, Katowice 2010.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

- Bandi Y., *Clearing and Settlement of Over-the-Counter Derivative Products through a Central Counterparty: A Legal Analysis*, „The UIP Journal of Corporate and Securities Law”, Vol. VI (3&4) 2009.
- Cecchetti S.G., Gyntelberg J., Hollanders M., *Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives*, „BIS Quarterly Review”, September 2009, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909f.pdf
- Duffie D., Li A., Lubke T., *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Staff Report No. 424 Federal Reserve Bank of New York, January 2010.
- Stein J., Hanson S., Kashyap A.K., *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*, „Journal of Economic Perspective” 25 (1) 2010.

Dokumenty prawne

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 4 lipca 2012 r., <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:PL:PDF>

Materiały internetowe

- Derivatives – enter EMIR, You’re going to need a bigger boat*, FS Regulatory Brief, PWC, March 2013, http://www.pwc.com/en_US/us/financial-services/regulatory-services/publications/assets/pwc-fs-reg-brief-derivatives-emir.pdf (dostęp: 28.06.2014).
- EMIR vs. Dodd–Frank: Distinct, Yet Closely Related*, Sia Partners, 26 August 2013, <http://en.finance.sia-partners.com/20130826/emir-vs-dodd-frank-distinct-yet-closely-related/> (dostęp: 27.04.2014).

Historia Rady Stabilności Finansowej, FSB, <https://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm>

Improving Resolution Options for Systemically Relevant Financial Institutions, Squam Lake Working Group on Financial Regulation, October 2009, www.cfr.org/content/publications/attachments/Squam_Lake_Working_Paper7.pdf

ISDA Margin Survey 2008, International Swaps and Derivatives Association, 2008, http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2008.pdf

OTC Derivatives: The new cost of trading, Deloitte, 2014, <https://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Industries/Financial%20Services/uk-fs-OTC-Derivatives.pdf>