

EURIBOR JAKO KLUCZOWY WSKAŹNIK REFERENCYJNY EUROPEJSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO

Abstrakt. Rozwój rynków finansowych w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat wskazuje na bardzo ważną rolę wskaźników referencyjnych, które służą do wyceny instrumentów rynku kapitałowego lub określenia płatności odsetkowych. Globalny kryzys finansowy ujawnił jednak podatność wskaźników stopy procentowej na manipulację, jak też pozwolił zaobserwować bardzo istotne zmniejszenie się znaczenia niezabezpieczonych transakcji międzybankowych. Oba zjawiska obniżają wiarygodność dotąd stosowanych wskaźników. Ze względu na dbałość o stabilność finansową Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej wprowadziły w 2016 r. rozporządzenie w sprawie wskaźników referencyjnych (BMR). Głównym celem artykułu jest poddanie przepisów tego rozporządzenia krytycznej analizie oraz wskazanie skutków wdrożenia tych regulacji na przykładzie stawki EURIBOR. Rezultaty przeprowadzonej analizy wskazują na konieczność bardzo daleko posuniętej reformy kluczowego dla strefy euro wskaźnika stopy procentowej. Najistotniejszym elementem tej reformy jest wypracowanie całkowicie nowego mechanizmu wyliczania EURIBOR.

Słowa kluczowe: wskaźnik referencyjny, stopa procentowa, rynek międzybankowy.

Kody klasyfikacji JEL: G14, G18, G21.

EURIBOR AS THE KEY BENCHMARK OF THE EUROPEAN FINANCIAL MARKET

Abstract. The development of financial markets over the past several decades pointed out a very important role of financial benchmarks which are used as a reference price for financial instruments or to determine interest payments. However, after the global financial crisis, allegations emerged that interbank interest rate benchmarks had been manipulated. A significant decrease in the size and importance of unsecured interbank transactions was observed as well. Both elements lower the credibility of the interest rate benchmarks used so far. Taking into account the responsibility for financial stability, the European Parliament and the Council of the European Union adopted a regulation on benchmarks (BMR) in 2016. The main purpose of this paper is to provide a critical analysis of this piece of legislation and to indicate the practical effects of the BMR implementation on the example of the EURIBOR rate. The results of the analysis showed the need for a very deep reform of the critical interest rate benchmark of the euro area. The most important element of this process is the development of a completely new mechanism for calculating EURIBOR.

Keywords: financial benchmark, interest rate, interbank market.

JEL classification: G14, G18, G21.

Uwagi wstępne

W ostatnich dziesięcioleciach niezwykle wzrosło znaczenie finansowych wskaźników referencyjnych. Wśród nich zdecydowane pierwszeństwo należy do wskaźników stóp procentowych, które w zdecydowanej większości powstawały w oparciu o dane charakteryzujące rynek międzybankowy i tam też były wykorzystywane. Poza tym służą one do konstruowania cen szerokiej gamy instrumentów finansowych (zwłaszcza instrumentów pochodnych), jak też stanowią podstawę wyliczania kosztu umowy kredytowej lub wysokości opłaty za zarządzanie funduszem inwestycyjnym. Bez wątpliwa reakcja takich wskaźników na decyzje podejmowane przez banki centralne była i jest traktowana jako bardzo istotny kanał transmisji impulsów polityki pieniężnej, tj. kanał stóp procentowych (Mojon 2000; Demchuk i in. 2012; Creel, Hubert, Viennot, 2015; Kapuściński i in. 2016).

Przez niemal cały okres funkcjonowania międzybankowych stóp procentowych proces ich wyznaczania i publikowania był poddany wyłącznie samoregulacjom rynkowym. Dopiero ostatni kryzys finansowy uwidoczniał jak relatywnie łatwo takie wskaźniki mogły być przedmiotem manipulacji, doprowadzając z jednej strony do nałożenia niezmiernie dotkliwych kar finansowych na banki uwikłane w te niedopuszczalne praktyki, a z drugiej strony podważając zaufanie do uczestników transakcji, co skutkowało zanikiem płynności rynku. W efekcie ujawniła się istotna luka regulacyjna, stanowiąca duże zagrożenie dla trwałości obrotu oraz stabilności systemu finansowego. Próbę wypełnienia tej luki stanowią inicjatywy podejmowane przez Radę Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board* – FSB) i Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO).

W opinii niektórych krajów czy też jurysdykcji analizy prowadzone w globalnej skali przez FSB oraz IOSCO, które zawierają tylko rekomendacje wskazujące pożądany sposób opracowania wskaźników, nie są wystarczającym instrumentem nadzorczym. Dlatego niektóre państwa (Wielka Brytania, Japonia, Kanada), jak też Unia Europejska jako organizacja międzynarodowa zdecydowały się wprowadzić przepisy prawa powszechnie obowiązującego jako narzędzie poddające proces przygotowania i udostępniania wskaźników referencyjnych nadzorowi właściwych organów publicznych. Celem niniejszego artykułu jest analiza najważniejszych reguł ustanowionych w tym obszarze. Przedstawiono je w odniesieniu do stawki EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), która jako pierwsza została uznana za wskaźnik kluczowy dla sprawnego i wiarygodnego funkcjonowania rynku finansowego UE.

Ustalanie stawki EURIBOR

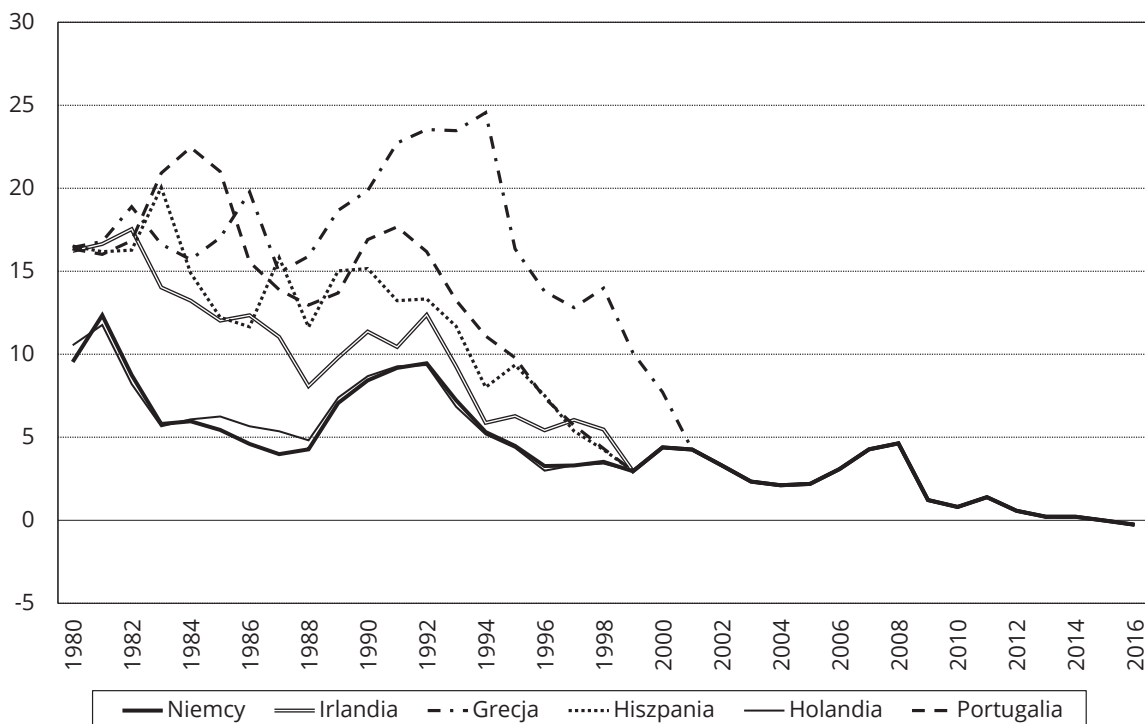
Bez wątplenia założenia metodyczne dotyczące stawki EURIBOR były wzorowane na stopie referencyjnej londyńskiego rynku międzybankowego (LIBOR). Uważa się, że pierwszy raz zastosowano taką stopę w 1969 r., oferując szachowi Iranu kredyt konsorcjonalny o zmiennym oprocentowaniu wyliczonym jako średnia arytmetyczna stawek wskazanych przez uczestników konsorcjum bankowego (Vaughan, Finch 2017, s. 14). Dopiero w 1986 r. sformalizo-

wano zasady kalkulowania LIBOR i organizację panelu kwotujących banków. Za cały proces odpowiedzialność wzięło na siebie *British Bankers' Association* (BBA).

Przejęcie do III fazy budowy unii gospodarczej i walutowej (UGW) oznaczało wprowadzenie do rozliczeń finansowych euro jako nowej jednostki rozrachunkowej. W największym stopniu dotyczyło to operacji kredytowo-finansowych realizowanych przez największe banki, szczególnie na rynku międzybankowym. Tym samym powstała konieczność zastąpienia krajowych stóp referencyjnych pewnym agregatem obrazującym (przynajmniej koncepcyjnie) cenę pieniądza na rynku strefy euro. Warto zauważyć, że proces ujednoczenia stawek rynku międzybankowego można było dostrzec jeszcze przed ogłoszeniem powstania UGW. Szczególnie widoczne było to w systemach bankowych Niemiec, Austrii czy Holandii. Z kolei państwa południa Europy czy też Irlandia notowały wyraźnie wyższe stopy i dopiero perspektywy wprowadzenia euro doprowadziły do szybkiego spadku ceny pieniądza na hurtowym rynku finansowym – patrz wykres 1. Z czasem okazało się, że był to jeden z czynników kryzysogennych, gdyż tak jak słusznie stwierdzają Woreta, Sepielak i Sankowski (2011) bądź Santos (2015) radykalnej obniżce oprocentowania towarzyszył nadmierny przyrost akcji kredytowej, która doprowadziła do nieuzasadnionego wzrostu konsumpcji bądź wygenerowania „bańki spekulacyjnej” na rynku nieruchomości.

Wykres 1

Stopy rynku międzybankowego (3M) w wybranych państwach europejskich w latach 1980-2016 (%)



Uwaga: Od momentu wstąpienia do strefy euro stopa rynku międzybankowego oznacza EURIBOR.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych AMECO.

Początkowo zadanie opracowania wspólnotowej stopy rynku międzybankowego przyjęła na siebie *European Banking Federation* (EBF) z siedzibą w Brukseli¹. Pierwsza publikacja danych miała miejsce 4 stycznia 1999 r. Na podkreślenie zasługuje fakt, iż mechanizm kalkulacyjny stawki EURIBOR od początku funkcjonował samoregulacyjnie, chociaż według ustalonych zasad formalno-organizacyjnych. Przykładowo: ustanowiono kodeks postępowania (*code of conduct*) wiążący uczestniczące banki i organizację administrującą, utworzono Komitet Sterujący oceniający zgodność zachowania się z kodeksem postępowania oraz ustalający metodykę kalkulacji stawki, określono przejrzyste zasady dystrybucji danych ilościowych.

Od początku 1999 r. EURIBOR był kalkulowany wyłącznie dla niezabezpieczonych depozytów międzybankowych nominowanych w euro (w odróżnieniu od LIBOR-u obliczanego dla kilku walut, min. funta szterlinga, amerykańskiego i australijskiego dolara, czy też japońskiego jena)². Określono też sztywny zestaw uwzględnianych terminów zapadalności kontraktów depozytowych: od 1 tygodnia do 1 roku łącznie³. Komitet Sterujący zajął się również ustaleniem kryteriów doboru banków do panelu EURIBOR i formalnym ich zaproszeniem do kwotowań. Na ostatnim etapie przygotowań sądzono, że panel ten liczyć będzie 57 banków, z czego 47 miało pochodzić ze wszystkich krajów wówczas uczestniczących w III fazie wdrożenia unii gospodarczej i walutowej, 4 z państw unijnych spoza strefy euro (Wielkiej Brytanii, Danii, Szwecji) oraz 6 spoza UE, ale miały to być banki bardzo aktywne na rynku europejskim (Hörth 1998, s. 11). Ostatecznie w styczniu 1999 r. do panelu weszły 53 banki, ale udało się zachować zdywersyfikowany rozkład geograficzny, tj. każdy kraj strefy euro miał swojego uczestnika w zestawie uwzględnianych banków. Liczebność panelu utrzymywała się na relatywnie stabilnym poziomie (około 50 uczestników) do 2004 r., by w ciągu następnych 3 lat zmniejszyć się do 45 podmiotów. Był to efekt przejść i połączeń, które zintensyfikowały się po poszerzeniu Unii o kraje okresu transformacji. Kolejne blisko 7 lat ponownie stanowiło stabilizację składu, ale od 2013 r. następował już zbiorowy *exodus*. W efekcie w lipcu 2017 r. panel skurczył się do 20 banków, zarejestrowanych w zaledwie 9 państwach strefy euro. Przyczyny tego zjawiska objaśniono w dalszej części niniejszego artykułu.

Niezależnie od składu panelu najważniejsze dla zrozumienia sposobu wyznaczania stawki EURIBOR jest zapoznanie się z definicjami zawartymi w kodeksie postępowania. Według pierwszej z nich EURIBOR jest stopą procentową, po której jeden z wiodących banków (*prime bank*) z państw należących do Unii Europejskiej bądź EFTA jest gotowy zaoferować innemu wiodącemu bankowi z tego obszaru międzybankowy depozyt niezabezpieczony nominowany w euro, przy czym oferta jest składana o godz. 11.00 czasu brukselskiego. Dodatkowo należy zaznaczyć, że oferty należy kalkulować wyłącznie w te dni, w których działa system TARGET⁴, zakładając że zapadalność ewentualnego depozytu będzie liczona od dnia przypadającego dwa dni po przekazaniu kwotowania (EMMI 2013a, s. 2).

Doprecyzowanie pojęcia *banku wiodącego* (*prime bank*) nastąpiło dopiero wraz z przyjęciem nowego kodeksu postępowania w 2013 r. Zgodnie z obecnym jego brzmieniem bank jest uznawany za wiodący wówczas, gdy cechuje się następującymi przymiotami (EMMI 2013a, s. 2):

- ☞ jest instytucją kredytową o wysokiej wiarygodności w zakresie krótkoterminowych pasywów;
- ☞ udziela pożyczek oprocentowanych na podstawie rynkowo określanych stóp procentowych;
- ☞ jest postrzegany jako aktywny na rynku instrumentów rynku pieniężnego nominowanych w euro;
- ☞ ma dostęp do operacji otwartego rynku prowadzonych przez banki centralne Eurosystemu.

Szczególnie warto podkreślić, że kodeks postępowania nie wymaga, by bank uczestniczący w panelu stawki EURIBOR był równocześnie wiodącym bankiem. Choć taki stan jest pożądany, to jednak trudno uznać, że instytucje kredytowe z Grecji, czy niektóre włoskie mogłyby uchodzić za posiadające wysoką wiarygodność, podczas gdy zarówno w 2011 r., jak i dzisiaj uczestniczą w panelu. W efekcie banki przedstawiające oferty robią to w oderwaniu od oceny ryzyka kredytowego faktycznego kontrahenta przyjmującego depozyt (pożyczającego od kogoś w sensie ekonomicznym), lecz wypowiadają się w zakresie swojego wyobrażenia na temat stopy procentowej, którą powinien płacić hipotetyczny wiodący bank.

Od strony operacyjnej kalkulowanie stawki EURIBOR sprowadza się do obliczenia średniej arytmetycznej z ofert dotyczących poszczególnych terminów wymagalności przekazanych do tzw. agenta kalkulacyjnego, który zobowiązany jest do odrzucenia 15% najwyższych stawek oraz 15% najniższych kwotowań⁵. Zatem ustalenie stóp EURIBOR składa się z dwóch odrębnych procesów: określenia przez banki uczestniczące w panelu swoich opinii na temat potencjalnych ofert przedkładanych bankom wiodącym (*prime banks*) i dostarczenia ich w wymaganym czasie agentowi kalkulacyjnemu⁶ oraz wyliczenia średniej według ustalonego algorytmu odrzuceń wartości skrajnych. Nad poprawnością przebiegu obu procesów czuwa Komitet Sterujący ustanawiany (bezpośrednio lub pośrednio) przez władze EBF, który odpowiedzialny jest także za przygotowanie odpowiednich regulacji wewnętrznych. Akceptacja tych dokumentów przez poszczególne banki przesądza o możliwości ich uczestnictwa w panelu EURIBOR.

Rekomendacje FSB-IOSCO

Funkcjonowanie stawki rynku międzybankowego strefy euro stanęło po roku 2008 r. w obliczu dwóch niezwykle ważnych wyzwań. Pierwszym z nich jest strukturalna zmiana, jaka zaszła na rynku instrumentów rynku pieniężnego⁷. O ile wartość dokonywanych transakcji jest relatywnie stabilna i od 2006 r. oscyluje wokół 70 bilionów euro, o tyle znacząco spadł udział transakcji niezabezpieczonych zawieranych na rynku międzybankowym (wykres 2). Przed globalnym kryzysem finansowym wynosił on blisko 20%, podczas gdy w 2015 r. już tylko 4%.

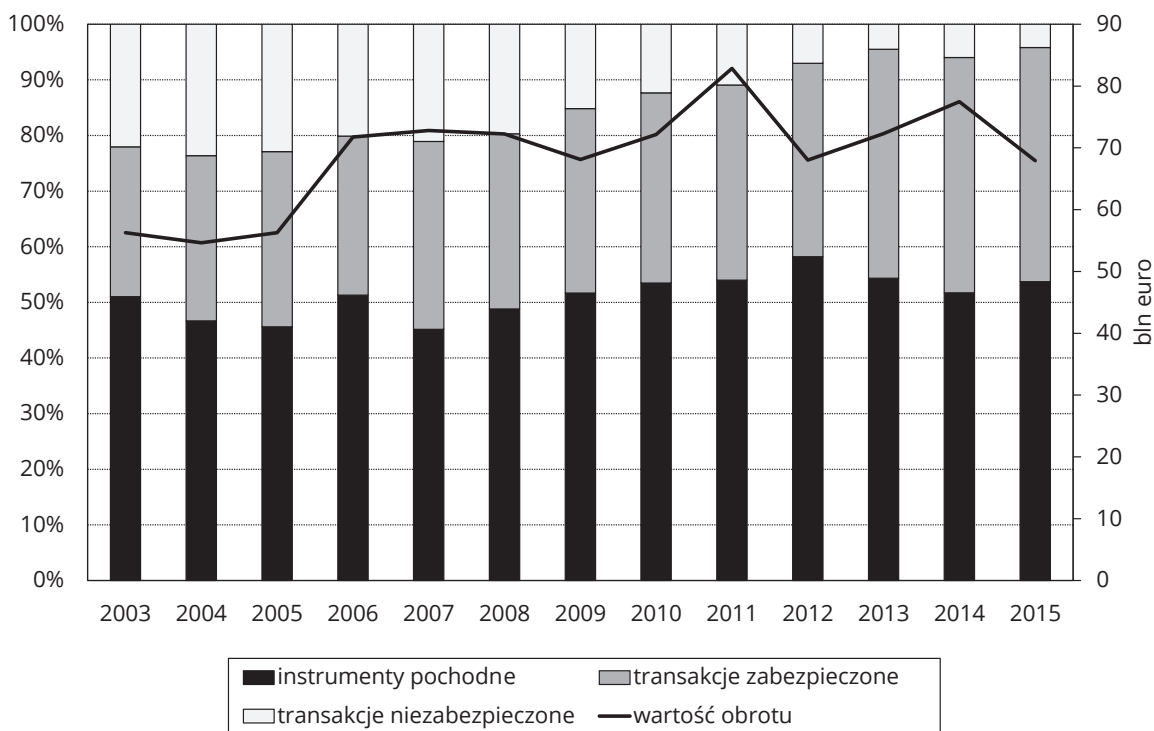
Drugim czynnikiem jest ujawniona potencjalna podatność stawek rynku międzybankowego na manipulacje oraz rzeczywiste wykrycie oszustw globalnych banków. Podatność na manipulacje wynika z istoty mechanizmu wyliczenia analizowanej tu stopy – jest to średnia arytmetyczna z kwotowań przekazanych w danym dniu roboczym o godz. 11.00 czasu brukselskiego, a zatem dane wejściowe mają wyłącznie charakter deklaracji, które nie są związane z faktycznie zawartymi transakcjami.

Załóżmy, że panel liczy 15 banków, zatem dwie najwyższe oferty zostaną pominięte przez agenta kalkulacyjnego EURIBOR w trakcie ustalania średniej arytmetycznej. Jeśli w warunkach konkurencyjnych trzy najwyższe oferty banków (A, B, C) będą stanowić relację: $A > B > C$, to tylko ocena zgłoszona przez bank C będzie podstawową wyliczenia stawki EURIBOR. Jeśli jednak bank C z rozmysłem poda

wysoką stopę, odbiegającą od stanu rynku w tym dniu i $C > A > B$, to oczywiście jego ocena zostanie pominięta, ale w rachunku uwzględniona zostanie oferta B, która poprzednio byłaby wyeliminowana. Zatem bank C może potencjalnie zawyżyć stopę EURIBOR. Powyższy efekt może być wzmocniony, gdy dotyczyć będzie równoczesnego (choćby niezamierzonego) działania dwóch lub więcej banków. Jeśli bowiem konkurencyjny stan rynku generuje sekwencję ocen: $A > B > C > D$ to w efekcie stawki C i D będą uwzględniane przy obliczaniu EURIBOR. Jeśli jednak oceny C i D rozmyślnie będą nazbyt wysokie i $D > C > A > B$, to wówczas do podstawy wyliczenia średniej arytmetycznej zaliczone będą oceny A oraz B. Zatem w tej drugiej sytuacji jeszcze wyraźniej wrośnie stopa EURIBOR w porównaniu ze stanem, w którym żaden z banków nie starałby się odbiegać w swych ocenach od fundamentów rynkowych⁸.

Wykres 2

Wartość obrotu i struktura (według typu instrumentu finansowego) rynku pieniężnego strefy euro w latach 2003-2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych EBC.

W takim stanie rzeczy należy postawić pytanie, dlaczego niektórym bankom mogłoby zależeć na kształtowaniu stopy rynku międzybankowego na poziomach odbiegających od stanu równowagi? Wydaje się, że są co najmniej dwie równie prawdopodobne odpowiedzi na to pytanie. Pierwszą jest chęć generowania dodatkowych zysków na rynku instrumentów pochodnych, o ile ich instrumentem bazowym jest stawka EURIBOR. Wymaga to jednak współdziałania osób prowadzących obrót na rynku derywatów

oraz dealerów rynku lokat niezabezpieczonych. Jeśli pracownik pierwszej grupy odpowiednio wcześniej będzie w stanie przewidzieć zmiany stopy rynku międzybankowego, to otwierając pozycje na danych instrumentach będzie zdolny do uzyskiwania wyższych wyników finansowych. Powyższy efekt może być równie dobrze osiągnięty przy spadkach, jak i przy wzrostach EURIBOR.

Drugą potencjalną przyczyną manipulowania EURIBOR może być chęć wskazania, że koszty finansowania się na

rynku międzybankowym są niższe niż u konkurencji, co należy odczytywać jako wyższą ocenę wiarygodności. W tym przypadku pożądany efekt reputacyjny można jednak osiągnąć wyłącznie wówczas, gdy bank z przemyśleniem będzie kwotował stawki poniżej obiektywnych obserwacji rynkowych.

Informacje o możliwości zamierzonego zniekształcania stawek rynku międzybankowego zaczęły docierać do szerszej opinii publicznej w 2008 r., kiedy to ukazało się kilka artykułów w prasie amerykańskiej wskazujących na możliwość wystąpienia drugiej z powyżej wskazanych przesłanek (Mollencamp 2008; Mollenkamp, Whitehouse 2008). Było to o tyle zrozumiałe, że był to okres szczególnie odczuwanego kryzysu finansowego. Zachodziło więc podejrzenie, że banki starają się poprawić swą ocenę wiarygodności poprzez zaniżanie stóp procentowych.

Korzystając z tych publicznych informacji, naukowej literatury przedmiotu (np. Ewerhart i in. 2007; Gyntelberg, Wooldridge 2008) oraz – jak można się domyślać – własnych analiz odpowiednie organy nadzoru finansowego podjęły działania wyjaśniające. W pierwszej kolejności wymienić tu należy amerykańską CFTC, brytyjski FSA, a później FCA, holenderski bank centralny DNB, czy wreszcie Komisję Europejską, działającą jednak jako organ antymonopolowy.

Choć początkowo przedmiotem dociekań było kwotowanie stawek LIBOR, to relatywnie szybko okazało się, że w praktyce takie same naruszenia zasad konkurencyjności, przejrzystości i wiarygodności działania na rynku finansowym dotyczą ustalania EURIBOR. Po zamknięciu stosow-

nych postępowań nadzorczych za dopuszczenie się niena- leżytych praktyk rynkowych związanych z kwotowaniem EURIBOR około 10 globalnych banków zostało dotkniętych karami administracyjnymi lub też zawarło ugody, których koszty oscylują wokół 5 mld euro (KE 2013a; KE 2016; Rabo- bank 2013; US DOJ 2013; US DOJ 2015).

Z uwagi na potencjalne zagrożenie stabilności systemu finansowego, na którym stawki rynku międzybankowego odgrywają niezwykle istotną rolę, konieczne stało się opracowanie propozycji działań zmierzających do zapobieżenia przypadkom manipulacji w przyszłości. Pierwszym tego typu opracowaniem stał się tzw. Raport Whitleya (HM Treasury 2012), który w całości dotyczył koniecznych zmian w procesie ustalania LIBOR. W zdecydowanie bardziej uniwersalnym ujęciu problem ten został przeanalizowany w toku prac wykonanych wspólnie przez Radę Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board* – FSB) oraz Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO). Zaowocowało to opublikowaniem w 2013 r. zbioru rekomendacji (IOSCO 2013), które dotyczyć powinny wszelkich stawek referencyjnych, a zwłaszcza tych, które służą jako wskaźniki stóp procentowych. Syntetyczne ujęcie rekomendacji IOSCO zaprezentowano w tabeli 1.

Rada Stabilności Finansowej, działając na podstawie mandatu udzielonego jej przez Grupę G20⁹, uznała, że rekomendacje IOSCO z 2013 r. należy uznać za globalny standard regulacyjny (FSB 2014). W związku z powyższym okresowo przeprowadzane przeglądy zgodności z takimi standardami będą odnosić się do tych właśnie zaleceń. Z uwagi na to, że FSB może dokonywać oceny tylko swoich

Tabela 1

Najważniejsze elementy zaleceń IOSCO w sprawie finansowych wskaźników referencyjnych

Obszar tematyczny	Zalecenia IOSCO
Zarządzanie wskaźnikiem	<ul style="list-style-type: none"> Należy ustanowić podmiot administrujący procesem ustalania wskaźnika, który ponosi pełną odpowiedzialność za ten proces. Administrator musi wprowadzić adekwatne procedury zarządcze, tak by chronić integralność procesu tworzenia wskaźnika. Administrator ma zapewnić nadzór nad stronami trzecimi biorącymi udział w procesie tworzenia wskaźnika. Administrator ma ustanowić wewnętrzne procesy kontrolne oraz zapewnić eliminację konfliktu interesów przy tworzeniu wskaźnika.
Jakość wskaźnika	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ma zapewnić, by wskaźnika prawidłowo oddawał obraz rynku, którego dotyczy. Proces wyliczania wskaźnika powinien w pierwszej kolejności wykorzystywać dane kształtowane na zasadach rynkowego równoważenia popytu i podaży. Administrator ma ustanowić hierarchię wykorzystywanych danych, a metoda tworzenia wskaźnika ma być precyzyjnie opisana i podana do publicznej wiadomości.
Metoda tworzenia wskaźnika	<ul style="list-style-type: none"> Metoda tworzenia wskaźnika powinna dać się opisać przejrzystym algorytmem. Administrator powinien stworzyć kodeks postępowania wskazujący na zadania dostawców danych. Administrator ma ustanowić wewnętrzne procesy kontrolne dotyczące pozyskiwania danych rynkowych lub otrzymywania ocen eksperckich.
Odpowiedzialność administratora	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ma ustanowić procedury reklamacyjne oraz zapewniać zgodność ze standardami jakości. Administrator ma poddawać się cyklicznym audytom w zakresie zgodności ze standardami jakości. Wszelka dokumentacja reklamacyjna oraz raporty audytorskie mają być udostępniane organom nadzoru finansowego.

Źródło: Opracowanie własne.

członków, stosowne raporty, choć bardzo rozbudowane, to jednak nie obejmują wszelkich wskaźników referencyjnych. Niemniej EURIBOR znajduje się wśród ocenianych indeksów, gdyż Unia Europejska jest zaliczana do grona jurysdykcji uczestniczących w pracach FSB.

W odniesieniu do stawek stóp procentowych FSB bardzo silnie podkreśliła, że powinny one w jak najszerszym stopniu wykorzystywać dane dotyczące faktycznie zawieranych transakcji na rynku międzybankowym. Tym samym mechanizm stosowany w procesie ustalania EURIBOR uznano za wymagający kompleksowej reformy. Kolejne etapy koniecznych zmian mają być systematycznie przekazywane specjalnie ustanowionej grupie zadaniowej – *Official Sector Steering Group* (OSSG) składającej się z przedstawicieli organów nadzoru finansowego oraz banków centralnych. Jej raporty są publikowane na stronie internetowej FSB (np. FSB 2017).

Regulacje prawne Unii Europejskiej

Działania podjęte przez IOSCO i FSB, choć kreują standardy regulacyjne, to jednak nadal mają charakter niewiążących prawnie zaleceń. Zatem brak przestrzegania zasad rekomendowanych przez te instytucje nie łączy się z sankcjami nadzorczymi. Jedyną formą nacisku jest tylko groźba utraty dobrego wizerunku, o ile raporty FSB lub IOSCO napiętnują dany kraj bądź stosowny podmiot. W przypadku Unii Europejskiej uznano, że taki mechanizm jest nadal zbyt liberalny i konieczne są szczegółowe unormowania prawne.

W odniesieniu do analizowanego tu fragmentu rynku finansowego przybrały one formę rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady UE, a zatem aktu bezpośrednio stosowanego we wszystkich państwach członkowskich¹⁰. Mowa tu o Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych (...) – dalej określanym jako BMR. Wskazane rozporządzenie weszło w życie 30 czerwca 2016 r., ale jego przepisy w zdecydowanej większości stosuje się dopiero od 1 stycznia 2018 r.

Stosownie do art. 3 ust. 1 pkt 3 BMR wskaźnikiem referencyjnym jest indeks stanowiący odniesienie do określenia kwoty przypadającej do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego lub umowy finansowej, lub do określenia wartości instrumentu finansowego bądź indeks stosowany do pomiaru wyników funduszu inwestycyjnego w celu śledzenia stopy zwrotu takiego indeksu lub określenia alokacji aktywów z portfela, lub obliczania opłat za wyniki. Z innych punktów tego samego ustępu art. 3 BMR wynika, że umową finansową jest wyłącznie umowa o kredyt (także hipoteczny), którego stroną jest konsument, a instrumentami finansowymi są tylko te, których dotyczy dyrektywa MiFID II (2014) i dopuszczone je do systemu obrotu¹¹. Z kolei funduszami inwestycyjnymi w rozumieniu BMR są wyłącznie fundusze typu UCITS oraz AFI, o których piszą Krawiec (2012) i Buczak (2016).

Powyższa definicja budzi uzasadnione wątpliwości natury ekonomicznej. Dlaczego za umowę finansową uznaje się wyłącznie kredyty udzielane konsumentom, podczas gdy bardzo często sposób wyliczania oprocentowania kredytów udzielanych przedsiębiorstwom również odwołuje się do indeksów? Definicja zawarta w art. 3 ust. 1 pkt 3 BMR prowadzi wręcz do paradoksu, gdyż niezabezpieczone depozyty rynku międzybankowego, na podstawie których wylicza się stopy typu EURIBOR bądź LIBOR nie stanowią umowy finansowej w rozumieniu analizowanego tu rozporządzenia. Także zawężenie instrumentów finansowych tylko do takich, które są dopuszczone do systemu obrotu jest niezrozumiałe. Jak słusznie zauważa Tarczyński (2003, s. 103-105) obrót instrumentami pochodnymi, do których należą także operacje typu *swap* stopy procentowej (IRS), bez wątplenia wykorzystujące indeksy rynku międzybankowego, odbywa się głównie poza rynkiem regulowanym¹².

Normy BMR wprowadzają prawny obowiązek ustanowienia administratora każdego indeksu stosowanego jako wskaźnik referencyjny. Ponownie więc krytykując definicję przytaczaną powyżej należy zaznaczyć, że odesłanie w umowie kredytowej zawartej z konsumentem do jakiegoś indeksu służącego do ustalania odsetek będzie możliwe tylko wówczas, gdy jest to administrowany zgodnie z BMR wskaźnik referencyjny¹³. Z kolei użycie podobnych klauzul w umowie kredytu korporacyjnego nie jest obwarowane analogicznym wymogiem, zatem bank może użyć dowolnie zdefiniowanego indeksu, na podstawie którego rozliczy płatności odsetkowe.

Stosownie do przepisów BMR administratorzy wskaźników referencyjnych podlegają nadzorowi. Tym samym państwa członkowskie mają obowiązek wyznaczenia organu właściwego w zakresie stosowania przepisów BMR. Wykaz takich organów publikuje Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority* – ESMA). Według stanu z końca listopada 2017 r. wyznaczenie takiego organu odbyło się dopiero w 14 państwach członkowskich (ESMA 2017), co może oznaczać że choć formalnie przepisy BMR powinny być stosowane od stycznia 2018 r. – i to bez konieczności ich wdrożenia do krajowych porządków prawnych – to faktycznie w niektórych krajach proces ten będzie opóźniony.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na art. 2 ust. 2 lit. a) BMR, stanowiący o tym, że analizowanego rozporządzenia nie stosuje się do banku centralnego. Wystarczy więc, że indeks stosowany w instrumentach finansowych bądź umowach kredytowych będzie obliczany przez bank centralny a wówczas proces ten nie podlega nadzorowi wyznaczonego organu. Warto jednak zwrócić uwagę, że motyw 14 BMR stanowi, że w przypadku gdy banki centralne opracowują wskaźniki referencyjne to ciąży na nich odpowiedzialność za ustalenie odpowiednich procedur wewnętrznych w celu zapewnienia dokładności, rzetelności, wiarygodności i niezależności tych wskaźników referencyjnych. Po pierwsze, wymaga to jednak klarownego oddzielenia funkcji związanych z opracowaniem wskaźnika referencyjnego stopy procentowej od działań związanych z prowadzeniem polityki pieniężnej. W przeciwnym przypadku

zaistnieje niedopuszczalny konflikt interesów. Po drugie, stwierdzenie że opracowane wewnętrznie w banku centralnym procedury zapewniają porównywalny z reżimem BMR stopień dokładności i wiarygodności wskaźnika referencyjnego pozostaje do wyłącznej oceny banku centralnego. Po trzecie, BMR przewiduje zespół sankcji za działania niezgodne z jego przepisami. Znacząca większość dolegliwości może spotkać administratora wskaźnika referencyjnego. W sposób oczywisty taka sytuacja nie może mieć miejsca, gdy wskaźnik opracowuje bank centralny, gdyż bank ten nie będzie nakładał sankcji sam na siebie. A zatem zewnętrzna dyscyplina regulacyjna jest zastąpiona samoregulacją wewnętrzną, która bazuje na wiarygodności banku centralnego *ex definitione*.

Powyższe wątpliwości można usunąć radykalnym przepisem stwierdzającym, że wskaźniki referencyjne nie mogą być opracowywane przez banki centralne. Wydaje się jednak, że mogłoby to być odebrane jako nieuzasadnione naruszenie niezależności banków centralnych. Widać więc, że niezależność banków centralnych stanowi w oczach europejskiego normotwórcy dobro podlegające szczególnej ochronie, co jest zrozumiałe ze względu na ich pozycję ekonomiczną oraz prawną, zagwarantowaną zarówno w krajowych przepisach konstytucyjnych, jak też unormowaniach traktowych (w odniesieniu do Europejskiego Banku Centralnego). Niemniej akceptacja faktu, że wskaźnik referencyjny jest opracowywany przez bank centralny bądź podmiot nadzorowany (administratora w rozumieniu BMR) może prowadzić do powstania różnic regulacyjnych.

Stosownie do art. 27 BMR administratorzy zobowiązani są do publikacji oświadczenia w sprawie swoich wskaźników referencyjnych. Do najważniejszych elementów tego oświadczenia można zaliczyć jednoznaczne zdefiniowanie rynku, do opisu którego służy dany wskaźnik, objaśnienie wszystkich terminów wykorzystywanych w opisie wskaźnika, przedstawienie metody jego wyznaczania oraz uzasadnienie jej przyjęcia.

Przepisy BMR zaliczają wskaźniki referencyjne do trzech kategorii: kluczowych, istotnych oraz pozaiistotnych. Do pierwszej należą wskaźniki, których użyto w umowach kredytowych, instrumentach finansowych lub funduszach inwestycyjnych o łącznej wycenie przekraczającej 500 mld euro¹⁴ (art. 20 BMR). Wykaz takich wskaźników jest obowiązana prowadzić Komisja Europejska, która w drodze delegowanego aktu wykonawczego desygnuje dany wskaźnik jako kluczowy. Wskaźnikiem istotnym jest taki, który nie spełnia kryteriów uznania za kluczowy, ale równocześnie odwołujące się do niego umowy finansowe, instrumenty finansowe lub fundusze inwestycyjne wyceniane są na co najmniej 50 mld euro (art. 24 BMR). Pozostałe wskaźniki określa się jako pozaiistotne (art. 26 BMR).

Powyższy podział ma znaczenie szczególnie dla administratorów tych wskaźników, gdyż w pierwszych dwóch przypadkach muszą uzyskać zezwolenie wydane przez właściwy organ nadzoru. Wobec administratora wskaźnika pozaiistotnego wymagana jest tylko rejestracja (art. 34 BMR). Oczywiście BMR wprowadza też szereg dodatko-

wych wymogów, które dotyczą tylko administratora kluczowego wskaźnika referencyjnego.

Wśród nich wymienić należy powołanie kolegium nadzorczego składającego się co najmniej z krajowego organu nadzoru oraz ESMA, konieczność ustanowienia wewnętrznej jednostki nadzorczej, corocznego wykonywania audytu zewnętrznego, jak też dbałości o dystrybucję wskaźnika w sposób nienaruszający zasad uczciwej konkurencji. Szczęólnego znaczenia nabierają zwłaszcza przepisy art. 21 oraz 23 BMR.

W pierwszym z nich określono reżim przymusowego administrowania wskaźnikiem kluczowym. Jeśli zatem administrator takiego wskaźnika zamierza odstąpić od takiej działalności, to zobowiązany jest niezwłocznie zawiadomić o tym właściwy dla siebie organ nadzoru. Organ w ciągu 4 tygodni przeprowadza ocenę jaki wskaźnik referencyjny ma zostać powierzony nowemu administratorowi, lub ocenę sposobu zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego. Po jej przeprowadzeniu organ jest uprawniony do nakazania kontynuowania administrowania wskaźnikiem kluczowym aż do jego przekazania nowemu podmiotowi lub uporządkowanego zaprzestania publikacji. Taki przymus może trwać do 12 miesięcy, a jeśli sytuacja tego wymaga, organ może przedłużyć obowiązek administrowania o kolejne 12 miesięcy.

Z kolei art. 23 BMR ustanawia instytucję obowiązkowego przekazywania danych na potrzeby kluczowego wskaźnika referencyjnego. Jeśli nadzorowana instytucja finansowa zamierza zaprzestać przekazywania danych, na podstawie których oblicza się wskaźnik referencyjny to zobowiązana jest niezwłocznie powiadomić o tym administratora, a on właściwy organ nadzoru.

Administrator nie później niż 14 dni po zawiadomieniu zobowiązany jest przedstawić ocenę zdolności wskaźnika do opisywania dotychczas uwzględnianych realiów gospodarczych bez informacji uprzednio dostarczanych przez podmiot, który chce się z tego procesu wycofać. Podobną ocenę formułuje również właściwy organ nadzoru, a jeśli w jego opinii kluczowy wskaźnik referencyjny utraciłby zdolność do pomiaru stanu danego rynku, to jest uprawniony do wprowadzenia reżimu przymusowego przekazywania danych. Taki obowiązek można nałożyć zarówno na instytucję, która zamierzała zaprzestać dostarczania takich informacji, jak też na podmioty, które dotąd tego nie robiły. Powyższe zobowiązanie można wprowadzić na okres do 12 miesięcy, a jeśli ponowna ocena przeprowadzona przez organ nadzoru wskazuje na zasadność utrzymania tego reżimu, to można przedłużyć wspomniany obowiązek, jednak nie dłużej niż 24 miesiące od daty wydania pierwszej decyzji w tym względzie.

BMR przewiduje także szereg sankcji za naruszenie jego przepisów. W samych tekstach analizowanego rozporządzenia znajduje się katalog sankcji administracyjnych, choć równocześnie art. 42 ust. 3 BMR wprost stanowi, że państwo członkowskie może w miejsce narzędzi administracyjnych wprowadzić instrumenty prawa karnego. Wśród wspomnianego w art. 42 ust. 2 BMR katalogu sankcji admi-

nistracyjnych należy wspomnieć o cofnięciu lub zawieszeniu zezwolenia wydanego administratorowi, zakazie sprawowania funkcji kierowniczych u administratora czy też sankcjach finansowych mogących sięgać do równowartości 500 tys. euro wobec osoby fizycznej i 1 mln euro wobec osoby prawnej.

EURIBOR w świetle przepisów BMR

Prace nad BMR i jego ostateczne uchwalenie ustanowiło nowy status prawny stawki EURIBOR, po części stymulując, a po części wymuszając ogromny zakres zmian w procesie wyznaczania tego wskaźnika referencyjnego. Proces ten nadal trwa i nie można być pewnym, że wszystkie jego etapy zakończą się sukcesem.

Oficjalny projekt rozporządzenia w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne został opublikowany przez Komisję Europejską we wrześniu 2013 r. (KE 2013b), zaś w październiku 2013 r. weszły w życie: nowy, znacząco rozbudowany, kodeks postępowania (*code of conduct*), który określa procedury stosowane przy ustalaniu EURIBOR (EMMI 2013a) oraz pierwszy raz uchwalony kodeks banku panelisty (EMMI 2013b), wskazujący obowiązki instytucji kredytowej uczestniczącej w kwotowaniu tego wskaźnika. Zbieżność w czasie nie jest przypadkowa, gdyż *European Banking Federation* (EBF) chciała w ten sposób podkreślić swoje dążenie do tego, by jak najszybciej i jak najlepiej dostosować się do obowiązków wynikających z prawa unijnego.

Kolejnym przejawem tej chęci było klarowne odseparowanie osób prawnych jakimi są EBF oraz organizacja administrująca stawką EURIBOR, co nastąpiło w czerwcu 2014 r. Dotąd używaną nazwę EURIBOR-EBF zastąpiono *European Money Market Institute* (EMMI), utrzymując jednak formę stowarzyszenia *non-profit* powołanego według prawa belgijskiego. EMMI został wyposażony w organy odrębne od federacji, choć nadal członkami stowarzyszenia są federacje bankowe z państw członkowskich. Mimo wszystko od momentu powołania EMMI jednoznacznie wiadomo, że jest to podmiot odpowiedzialny wyłącznie za administrowanie wskaźnikami referencyjnymi, podczas gdy poprzednia organizacja nie miała tak precyzyjnie określonego przedmiotu działania.

Pierwszym państwem, które stosownie do art. 40 ust. 1 BMR, wyznaczyło organ odpowiedzialny za wypełnianie obowiązków wynikających z tego rozporządzenia była Belgia. Organem tym jest *Financial Services and Markets Authority* (FSMA), a z racji siedziby EMMI, oczywistym stało się, że FSMA sprawować będzie nadzór publiczny nad EMMI oraz stawką EURIBOR.

Niemal natychmiast po wyznaczeniu FSMA zwróciła się do Komisji Europejskiej o zastosowanie art. 20 BMR, tj. uznanie wskaźnika EURIBOR za kluczowy, co też stało się 13 sierpnia 2016 r. (Rozporządzenie ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych... 2016). Było to możliwe z uwagi na *lex specialis*, zawarty w przepisach

wprowadzających, stanowiący, że normy dotyczące wskaźników kluczowych weszły w życie już 30 czerwca 2016 r., w odróżnieniu od reszty regulacji zawartych w BMR, które stosuje się od 1 stycznia 2018 r. Powołując się na przepis art. 46 BMR belgijska FSMA uznała za stosowne powołanie kolegium organów nadzoru w sprawie EURIBOR. Jak poinformowała FSMA (2016) pierwsze posiedzenie tego gremium miało miejsce 21 września 2016 r., a w jego skład weszły organy nadzoru z państw, w których siedziby mają banki paneliści, a także reprezentanci tych państw, w których EURIBOR ma istotne znaczenie dla stabilności finansowej oraz ESMA. Europejski Bank Centralny uzyskał status obserwatora.

Ustanowienie wspomnianego kolegium ma szczególne znaczenia dla zasad funkcjonowania panelu EURIBOR. Trzeba bowiem ponownie wspomnieć, że od 2013 r. rozpoczął się gwałtowny proces zmniejszania się liczby banków biorących udział w kwotowaniu stawek EURIBOR. Wydaje się, że motywowane to było dwoma podstawowymi względami. Po pierwsze, banki znając już projekt BMR oraz dokumentację wewnętrzną EMMI doszły do wniosku, że uczestnictwo w panelu ustalającym EURIBOR pociąga za sobą szereg obowiązków związanych z ustanowieniem procedur dostosowujących aktywność panelistów do wymogów prawnych i regulaminowych¹⁵. W każdym przypadku jest to związane z dodatkowymi kosztami, których można uniknąć pozostając poza panelem. Po drugie, jasnym wówczas się stało, że organy nadzorcze prowadzą postępowania wyjaśniające w sprawie potencjalnych manipulacji stopami międzybankowymi, w tym EURIBOR. W związku z tym banki dotąd pozostające poza obszarem zainteresowania organów nadzoru uznały, że lepiej opuścić panel niż narażać się na ryzyko reputacyjne uczestniczenia w procesie kojarzonym z nierzetelnością rynkową.

W związku z powyższym musiała zachodzić obawa, że dalsze kurczenie się grona banków kwotujących naraża EURIBOR na utratę przymiotu reprezentatywności dla rynku międzybankowego strefy euro. Tym samym mogłoby to stanowić zagrożenie stabilności finansowej. Wydaje się więc, że FSMA zamierzała tak szybko jak to tylko możliwe ustanowić forum współpracy z organami nadzoru państw strefy euro, tak aby w razie konieczności ustanowić reżim obowiązkowego dostarczania danych do kwotowania kluczowego wskaźnika referencyjnego, tj. instytucji przewidzianej w art. 23 BMR.

Starania kolegium należy pozytywnie ocenić, gdyż od jego powołania żaden bank nie opuścił panelu EURIBOR, co nie zdarzyło od 2011 r. Z jednej strony kolegium nie wprowadziło obowiązkowej kontrybucji dla banku pragnącego zaprzestać przekazywania danych niezbędnych dla ustalenia EURIBOR, z drugiej strony nie zdecydowano się też, by w sposób obowiązkowy pozyskiwać takie informacje od banku dotąd będącego poza panelem.

Warto jednak w tym miejscu zwrócić uwagę na pewien przejściowy, ale jednak dosyć niezwykły stan prawny. Po pierwsze, Komisja Europejska w sposób prawnie wiążący zadeklarowała, że EURIBOR ma status kluczowego, w rozu-

mieniu BMR, wskaźnika referencyjnego. Po drugie, FSMA odwołując się do art. 46 ust. 2 BMR uznała, że jest organem właściwym dla administratora tego wskaźnika. Jednakże nie istnieje administrator wskaźnika, który stosownie do art. 34 BMR uzyskałby zezwolenie od FSMA, gdyż EMMI dotąd o takie zezwolenie nie wystąpiło, a co więcej nie było do tego zobowiązane.

Wyjaśnienie tego paradoksu znajduje się w przepisie przejściowym (art. 51 ust. 1 BMR), który stanowi, że podmiot opracowujący indeks będący wskaźnikiem referencyjnym w dniu 30 czerwca 2016 r. występuje z wnioskiem o udzielenie zezwolenia lub o rejestrację do dnia 1 stycznia 2020 r. Art. 51 ust. 3 BMR przesądza zaś o tym, że indeks opracowywany przez taki podmiot może z kolei być wykorzystywany jako wskaźnik referencyjny przez podmioty nadzorowane.

Widać więc, że normotwórca europejski zmierzył się z bardzo trudnym zadaniem, gdyż z jednej strony nie chciał zaburzyć ciągłości funkcjonowania pewnego wycinka rynku finansowego (stosowania wskaźników referencyjnych), a z drugiej zdecydował się objąć go czasami daleko idącymi nowymi obostrzeniami regulacyjnymi. Wypracowane przepisy zdecydowanie lepiej dadzą się zastosować do przypadku, w którym na rynku europejskim pojawia się indeks opracowany pierwszy raz po 1 stycznia 2018 r., a jego przysły administrator uzyska ten status dopiero po uzyskaniu stosownego zezwolenia lub rejestracji. W odniesieniu do już wykorzystywanych indeksów trzeba zaakceptować okresy przejściowe określone w BMR oraz niezbyt klarowne pod względem prawnym stany faktyczne, takie jak nieuregulowany, z punktu widzenia BMR, status podmiotu odpowiedzialnego za opracowanie stawki EURIBOR.

Dla funkcjonowania EURIBOR pod rządami BMR zdecydowanie ważniejsze znaczenie ma jednak reforma metody wyznaczania tego wskaźnika referencyjnego. O ile bowiem ustanowiono przejrzystą strukturę organizacyjną odpowiedzialną za administrowanie stopy EURIBOR, dopracowano jej wewnętrzne procedury i ustabilizowano skład panelu kwotującego, o tyle nie udało się usunąć podstawowego mankamentu systemu kwotowań, tj. braku odwołania się do faktycznie zawieranych na rynku pieniężnym transakcji niezabezpieczonych.

Oczywiście EMMI podjął próbę wyeliminowania tej negatywnej cechy, kierując się w tym względzie regulacjami zawartymi w Załączniku 1 BMR, odnoszącym się do wskaźników referencyjnych stóp procentowych. Stosowną propozycję nowej metody wyliczania EURIBOR opublikowano w październiku 2015 r. (EMMI 2015)¹⁶. W zamyśle jej autorów dotychczasowa stopa oparta na kwotowaniach miała być płynnie zastąpiona (*seamless transition*) wyliczaniem wykorzystującym wyłącznie dane transakcyjne, co określono mianem stawki EURIBOR+.

Propozycja z 2015 r. zakładała, że definicja EURIBOR+ skoncentruje się na odzwierciedleniu kosztów pozyskania finansowania w euro na hurtowym rynku operacji niezabezpieczonych, w której jedną ze stron jest bank o wiarygodnej sytuacji finansowej, a drugą inny bank, instytucja

finansowa lub przedsiębiorstwo niefinansowe. Opracowano także zasady wypełniania luk informacyjnych wynikających z braku zawierania transakcji w danym dniu. Oznaczało to, że każdą operację, którą bank przeprowadził w uzgodnionym oknie czasowym (od momentu T do T-4 włącznie) można zaliczyć do zrealizowanych w momencie T. Zawężono także rozpiętość wyliczanych terminów zapadalności, wskazując tylko na okresy 1 tygodnia, 1, 3, 6 oraz 12 miesięcy. Ostatnią proponowaną ważną zmianą metody było zastąpienie dotąd stosowanego odrzucania 15% skrajnych kwotowań zasadą wskazywania grupy obejmującej medianę dla danego tenoru.

Jak poinformował EMMI (2016), we wrześniu 2016 r. zainicjowano program weryfikacji powyżej wskazanych zmian metody wyliczania EURIBOR i zastąpienia go EURIBOR+. Został on nazwany *Pre-Live Verification Exercise* (PLV). W tym przypadku EMMI przekonał 31 europejskich banków, by przekazały wszelkie dane o faktycznie zrealizowanych transakcjach spełniających określone warunki w okresie od 1 września 2016 r. do końca lutego 2017 r. Warto zwrócić uwagę, że PLV objęło liczniejsze grono banków, niż tylko panelistów EURIBOR. Pośrednio wskazywało to na przychylne nastawienie do pomysłu ustalania EURIBOR+, co mogło sugerować, że zmiana metody wyliczeń mogłaby łączyć się z dołączeniem się do panelu międzybankowej stopy procentowej strefy euro kolejnych banków.

Podsumowanie wyników PLV upubliczniono w maju 2017 r. (EMMI 2017). Wydaje się, że ku zaskoczeniu – szczególnie samych banków – EMMI uznało, że płynne zastąpienie EURIBOR nowo wyliczanym EURIBOR+ nie jest możliwe. Jako podstawową przyczynę podano to, że zarówno wysokość, jak też zmienność nowych stóp nadmiernie odbiega od dotąd obserwowanych. W związku z powyższym nie byłoby podstaw do tego, by twierdzić, że EURIBOR i EURIBOR+ opisują te same realia gospodarcze.

Warto zwrócić uwagę, że komunikat EMMI z maja 2017 r. nie zawiera danych liczbowych, a wyłącznie opis jakościowy uzyskanych rezultatów. W związku z powyższym można się tylko domyślać, że wygenerowane według nowych zasad stawki okazały się znacząco wyższe i bardziej zmienne niż te, które otrzymuje się w dotychczasowym procesie. W przeciwnym przypadku raczej nikt z potencjalnych użytkowników EURIBOR+ nie kwestionowałby jego charakterystyk¹⁷.

Brak upublicznienia przez EMMI w komunikacie z maja 2017 r. bardziej rozbudowanych danych ilościowych opisujących PLV można tłumaczyć chęcią uniknięcia potencjalnego ujawnienia danych opisujących indywidualne operacje wybranych banków. Wskazuje na to poruszenie przez EMMI (2017, s. 8) wątku niskich obrotów na rynku transakcji niezabezpieczonych. W związku z powyższym aktywność jednego lub dwóch banków dałoby się dosyć łatwo zidentyfikować, a ponadto poziom stawki zależałby od kosztów finansowania tego jakże zawężonego podmiotowo podzbioru instytucji kredytowych. Jeśli z kolei w kolejnych dniach banki te nie realizowałyby żadnych transakcji, to

pojawiałyby się bardzo duża zmienność stóp procentowych, co EMMI wprost przyznało.

Dlatego można z bardzo dużym poziomem prawdopodobieństwa stwierdzić, że nie tyle metoda transakcyjnego ustalania EURIBOR+ zawiodła, co rzeczywistość rynkowa wykazała bardzo niską aktywność jego uczestników. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać głównie w działaniach Europejskiego Banku Centralnego, którego niekonwencjonalna polityka monetarna w bardzo dużym stopniu zredukowała zapotrzebowanie na rynkowo pozyskiwane finansowanie hurtowe (Giannone i in. 2012; Carpenter, Demiralp, Eisenschmidt 2014). Dodatkowo warto zauważyć, że obowiązujące w Unii Europejskiej normy ostrożnościowe dla instytucji kredytowych, o których pisze m. in. Mikita (2013), nie uznają depozytów niezabezpieczonych pozyskanych od deponentów korporacyjnych za stabilne źródło finansowania. Tym samym zawieranie transakcji mających stanowić podstawę wyliczenia EURIBOR+ jest swoiście penalizowane, gdyż banki muszą bardziej się skoncentrować na finansowaniu pochodzącym od klientów detalicznych lub z emisji papierów dłużnych (Niedziółka 2015).

Dlatego EMMI oznajmił, że metoda wyłącznie transakcyjna zostanie zarzucona na rzecz w przyszłości opracowanego hybrydowego połączenia danych rynkowych z dotąd używanymi kwotowaniami eksperckimi. Powyższe stanowisko zostało uzgodnione z kolegium nadzorczym EURIBOR, a równocześnie wspólnie wydano oświadczenia o kontynuacji wyznaczania EURIBOR w oparciu o znane zasady (EMMI 2017, s. 10-11; FSMA, ESMA 2017).

Pod względem regulacyjnym metoda hybrydowa jest zgodna z normami Załącznika 1 BMR. Ustęp 1 lit. a) Załącznika 1 stanowi, że w przypadku obliczania wskaźnika referencyjnego stóp procentowych, a takim jest EURIBOR, pierwszeństwo przyznaje się danym transakcyjnym. Z uwagi na powyżej podniesione okoliczności okazało się, że wykorzystanie tylko takich danych nie prowadziło do pożądaných efektów. Dlatego EMMI, odwołując się do kolejnych liter ustępu 1 Załącznika 1 BMR uznał, że będzie wykorzystywać także inne dane, tj. dane z rynków powiązanych z rynkiem międzybankowym, informacje interpolowane bądź ekstrapolowane z dostępnego zbioru obserwacji z przeszłości, a wreszcie dotąd pozyskiwane kwotowania panelistów.

W komunikacie z maja 2017 r. EMMI zastrzegł, że algorytm łączenia powyższych źródeł danych zostanie opracowany do końca 2017 r. Z kolei pierwsza połowa 2018 r. ma być poświęcona na statystyczną weryfikację tak generowanego indeksu, co będzie analogią do ćwiczenia PLV. W drugiej zaś połowie 2018 r. odbywać się mają konsultacje z interesariuszami, tj. użytkownikami i organami nadzoru. Wydaje się, że tym samym EMMI uzgodnił ze swoim kolegium nadzorczym, że do czasu ustalenia docelowej metody wyliczenia jakościowo nowego EURIBOR, zweryfikowanej statystycznie pod kątem dostarczania szeregu czasowego wystarczająco zbliżonego do tego, który znany jest już rynkowi, nie będzie składać wniosku o udzielenie zezwolenia

w trybie art. 34 BMR. Przepisy przejściowe art. 51 BMR pozwalają na taki stan rzeczy, ale nie dłużej niż do 1 stycznia 2020 r.

Zakończenie

Praktyka funkcjonowania rynków finansowych, w tym także europejskiego rynku pieniężnego, wskazuje jak doniosłą rolę pełnią na nich wskaźniki referencyjne. To do nich odnosi się bardzo wiele umów kredytowych wykorzystujących zmienne stopy procentowe, emisje papierów dłużnych odwołujących się do takich klauzul kuponowych opiewają na biliony euro (ISDA i in. 2018; BIS 2018, s. 8), a wartość instrumentów pochodnych liczona jest w setkach bilionów euro (BIS 2017a). Równocześnie okazało się, że samoregulujące się mechanizmy wytworzone przez profesjonalnych uczestników rynku nie są odporne na potencjalne manipulacje, jak też nie w pełni wyeliminowano konflikt interesów między wytwórcą wskaźnika a jego użytkownikiem.

W związku z tym nie może dziwić chęć wypracowania zarówno globalnych, jak też europejskich standardów podających takie wskaźniki, a zwłaszcza indeksy stóp procentowych, nadzorowi publicznemu. W przypadku Unii Europejskiej stosowne normy prawne przybrały formę wprost obowiązującego rozporządzenia określanego w żargonie rynków finansowych akronimem BMR.

W niniejszym artykule poddano krytycznej analizie proces tworzenia kluczowego dla strefy euro i całej Unii Europejskiej indeksu stopy procentowej, jakim jest stawka EURIBOR. Szczególnie należy zwrócić uwagę na różnicowanie wymagań prawnych wobec stosowania tego wskaźnika referencyjnego w umowach z konsumentami i przedsiębiorstwami oraz potencjalną odmienność regulacji dotyczących instrumentów pochodnych będących przedmiotem transakcji w systemach obrotu w porównaniu z handlem na rynku OTC.

Najważniejsza jednak okazuje się niemożność wygenerowania transakcyjnie ujmowanego wskaźnika stopy procentowej hurtowego rynku depozytów niezabezpieczonych nominowanych w euro, który swymi właściwościami (poziomym i zmiennością) byłby statystycznie tożsamy z dotąd wykorzystywanym indeksem EURIBOR. Na przeszkodzie stanęła bardzo niska aktywność rynku pieniężnego. Jest to paradoks europejskich realiów postkryzysowych i niezamierzony efekt niezwykle ekspansywnej polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego. Okazało się bowiem, że banki strefy euro bardzo szeroko wykorzystują wskaźnik EURIBOR w umowach kredytowych bądź pochodnych instrumentach finansowych, ale równocześnie powstrzymują się od zawierania transakcji, na podstawie których można taki wskaźnik wyliczyć bez narażania się na zarzut, że opisuje się inny niż dotychczas wycinek rynku pieniężnego¹⁸.

W związku z powyższym EMMI, jako docelowy administrator EURIBOR oraz nadzorujące go instytucje publiczne

postawiły na wprowadzenie w pierwszej kolejności stanu, który można określić jako zgodność z formalną warstwą BMR. Oznaczało to wypracowanie wewnętrznych procedur administracyjnych odpowiadających wymogom stawianym przez unijnego normotwórcę, jak też ustabilizowano strukturę panelu kwotującego.

Dojście do zgodności z normami prawa materialnego zawartego w BMR, tj. merytorycznymi obowiązkami związanymi z opracowaniem wskaźnika stopy procentowej to nadal wyzwanie dla EMMI i profesjonalnych uczestników rynku. Pamiętać bowiem należy, że zarówno rekomendacje IOSCO-FSB, jak też ogólny cel BMR nakierowane są na to, by wskaźniki referencyjne rzetelnie i wiarygodnie dokonywały syntetycznego pomiaru realiów gospodarczych, które opisują. Tymczasem próba ustalenia EURIBOR+ dowiodła, że rynek który zamierzało się odwzorować niemal zanikł. Konieczne jest więc wypracowanie takiej formuły wyliczania odpowiednika EURIBOR, która spełni kilka niezwykle ważnych kryteriów. Po pierwsze, nie narazi banków na kwestionowanie ciągłości prawnej trwających umów finansowych, w których w momencie ich zawierania umieszczono odwołania do EURIBOR, podczas gdy po 2018 r. zmieniony byłby sposób jego ustalania¹⁹. Po drugie, nie doprowadzi do skokowego wzrostu wartości i zmienności tej stopy procentowej, gdyż groziłoby to falą niespłaconych kredytów. Po trzecie, spełni wymóg co najmniej dawania pierwszeństwa wejściowym danym transakcyjnym, przy równoczesnej gwarancji, że nadal wykorzystuje się informacje o niezabezpieczonych depozytach nominowanych w euro i przyjmowanych na rynku pieniężnym.

Jest to zadanie niezwykle trudne do zrealizowania. Jednak bez tego konieczne będzie renegowanie takiej ilości kontraktów finansowych i o tak ogromnej wartości²⁰, że mogłoby to w bardzo istotny sposób zachwiać stabilnością finansową Unii Europejskiej.

¹ EBF ściśle współpracowała ze stowarzyszeniem zrzeszającym dealerów rynku pieniężnego, tj. ACI – *The Financial Markets Association*.

² Odstępstwem od tej reguły było krótkotrwałe (od kwietnia 2012 r. do września 2013 r.) kwotowanie stawek EURIBOR dla depozytów nominowanych w dolarach amerykańskich.

³ Dla większej precyzji wyводу należy wskazać, że były to terminy 1, 2 i 3 tygodnia, a następnie od 1 do 12 miesięcy (z postępelem co 1 miesiąc).

⁴ TARGET to system służący do przeprowadzania rozrachunku operacji polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, rozrachunku wysokowych przelewów międzybankowych i innych płatności w euro. Obecnie działa system TARGET2, do którego bezpośredni dostęp mają też banki komercyjne.

⁵ W związku ze zmieniającą się liczebnością panelu odrzucano od 2 do 8 najwyższych i najniższych ofert. Po redukcji musi pozostać nie mniej niż 12 kwotowań. W przeciwnym przypadku EURIBOR nie jest wyliczany. *Ibidem*, s. 20.

⁶ Od 1999 r. podmiot ten był już kilkakrotnie zmieniany. W lipcu 2017 r. rolę tę pełni *Global Rate Set Systems Ltd*.

⁷ Zgodnie z konwencją przyjętą na rynkach finansowych oraz w literaturze przedmiotu za rynek pieniężny uznaje się segment, na którym obraca się instrumentami finansowymi o pierwotnym terminie wymagalności (zapadalności) wynoszącym do 12 miesięcy. Patrz: Dębski (2005, s. 24-25) lub Mishkin, Eakins (2015, s. 292-300).

⁸ Powyższe rozumowanie jest w pełni odwracalne, a zatem w analogiczny sposób można objaśnić potencjalne zniżanie stawki EURIBOR.

⁹ O roli FSB i jej relacjach z Grupą G20 szerzej pisze Kruszk (2017).

¹⁰ Na marginesie warto zauważyć, że od czasu globalnego kryzysu finansowego Unia Europejska radykalnie zwiększyła zakres stosowania rozporządzeń, które w bardzo dużym stopniu wyparły dyrektywy. Jest to widoczny przejaw dążenia do maksymalnej harmonizacji regulacyjnej, która znacząco ogranicza uprawnienia państw członkowskich do kształtowania norm obowiązujących tylko na krajowych rynkach.

¹¹ Co oznacza, że obraca się nimi na rynku regulowanym lub platformach obrotu.

¹² Można przypuszczać, że definicja zawarta w art. 3 ust. 1 pkt 3 BMR miała wprowadzić zróżnicowanie reżimu prawnego w odniesieniu do transakcji zawieranych z profesjonalnymi i nieprofesjonalnymi uczestnikami rynku finansowego. Przykładowo tak właśnie ukształtowane są normy MiFID II. Jednak wspomniana dyrektywa tylko ogranicza zakres obowiązków z niej wynikających, które spoczywają na firmie inwestycyjnej świadczącej usługi klientom profesjonalnym, co jest zgodne z zasadą proporcjonalności. Tymczasem BMR stanowi, że jego normy nie mają żadnego zastosowania do umów kredytowych zawieranych z przedsiębiorstwami, których można w pewnym uproszczeniu utożsamić z klientem profesjonalnym.

Ograniczenie listy instrumentów finansowych tylko do takich, które są dopuszczone do systemu obrotu ogranicza zaś zastosowanie progów ilościowych przewidzianych w art. 20 BMR, gdyż wyłącza się obrót odbywający się poza rynkiem regulowanym i platformami obrotu. Więcej na ten temat w przypisie 15 w dalszej części artykułu.

¹³ Wynika to wprost z art. 29 ust. 1 w związku z art. 3 ust. 1 pkt 7 BMR. Powyższe normy nie zamykają drogi do powstawania nowych wskaźników, gdyż po uzyskaniu zezwolenia bądź rejestracji administrator (w domyśle podmiot opracowujący wskaźniki przed wejściem w życie przepisów BMR) może tworzyć kolejne wskaźniki. Co więcej, BMR wprost otwiera drogę do powstawania nowych admistratorów, na których ciąży obowiązek wystąpienia z wnioskiem o uzyskanie zezwolenia lub rejestracji dopiero w terminie 30 dni roboczych od zawarcia przez podmiot nadzorowany umowy o stosowaniu indeksu opracowywanego przez wnioskodawcę jako odniesienie dla m. in. umowy finansowej. Patrz art. 34 ust. 1 i ust. 3 BMR.

¹⁴ Możliwa jest też taka kwalifikacja bez przekroczenia tego progów, o ile przemawiają za tym względy stabilności finansowej bądź ochrona konsumentów. Warto przypomnieć, że wartość otwartych pozycji dotyczących instrumentów pochodnych, które nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym ani platformach obrotu nie może być zaliczana do tak definiowanej wartości zastosowania wskaźnika referencyjnego, o czym przesądza definicja instrumentu finansowego zawarta w art. 3 BMR. Jeśli jednak organ nadzoru zastosuje przesłanki stabilnościowe, o których mowa w art. 20 ust. 1 BMR i doprowadzi, po zasięgnięciu opinii ESMA, do tego, iż Komisja Europejska wpisze dany wskaźnik do wykazu wskaźników kluczowych, to i tak instrumenty pochodne będą wystawiane na wskaźnik objęty przepisami BMR. Zatem wyłączenie instrumentów pochodnych, będących przedmiotem transakcji zawieranych poza systemami obrotu (rynek OTC), spod unormowania przepisami rozporządzenia 2016/1011 jest skuteczne tylko w sytuacji gdy instrumentem bazowym jest indeks, który nie ma zastosowania poza rynkiem OTC. Praktyka najważniejszych

sektorów rynku finansowego wskazuje, że jest to bardzo rzadka sytuacja.

¹⁵ W żargonie rynków finansowych jest to działalność typu *compliance*.

¹⁶ *Consultative position paper on the evolution of EURIBOR*, EMMI, Bruxelles, 2015.

¹⁷ Kredytobiorcy z pewnością byłoby usatysfakcjonowani jeszcze niższym oprocentowaniem, a banki taniej wycenianymi depozytami, które przyjmują.

¹⁸ Jest to przykład zjawiska określanego „efektem gapowicza” lub „jazdy na gapę”. W tym przypadku EURIBOR należy potraktować jako dobro publiczne, z którego banki chcą szeroko korzystać, a równocześnie unikać kosztów jego wytworzenia. Więcej o tym zjawisku pisze Varian (2007, s. 648-655).

¹⁹ W tym przypadku wydaje się konieczne wypracowanie na poziomie ESMA zharmonizowanego w skali UE katalogu kryteriów przesądających o istotnej zmianie charakteru wskaźnika referencyjnego, która nakazuje uznać brak ciągłości prawnej istniejących umów. Dodatkowo należy ustalić mechanizm dokonywania zmian w treści umów. Jedną z możliwości jest ingerencja ustawowa, podobna do tej, którą przyjęto w Niemczech (FIBOR-Überleitungs-Verordnung) bądź w Portugalii (Portaria no. 359/2002). W obu wspomnianych państwach na mocy przepisów prawa powszechnie obowiązującego narodowe stawki stóp procentowych, odpowiednio FRIBOR i LISBOR, zastąpiono stopą EURIBOR. Pod rządami BMR taka „wymuszona” substytucja byłaby możliwa tylko wówczas, gdyby nowy wskaźnik był w pełni zgodny z normami BMR.

²⁰ Motyw 5 Rozporządzenia ustanawiającego wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych... (2016) podaje, że szacunkowa wartość kontraktów związanych z EURIBOR przekracza 180 bilionów euro. Jest to wartość, która przewyższa PKB całej Unii Europejskiej z 2016 r. ponad 12 razy – patrz Eurostat (2017).

Bibliografia

AFME (2018), *Government Bond Data Report European. Market Data Update Q4: 2017*, Brussels, <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/government-bonds/afme-pdb-govt-bond-data-report-q4-2017.pdf>

BIS (2017), *Semiannual OTC derivatives statistics*, Basel, <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm> [dostęp 20.11.2017].

BIS (2018), *Debt securities statistics*, Basel, <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm> [dostęp 20.11.2017].

Buczak T. (2016), *AFI – nowa kategoria funduszy inwestycyjnych, w tym w formie spółek handlowych, podlegających nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego*, Kancelaria CSW Więckowska i Partnerzy, Warszawa, <http://www.kancelaria-csw.pl/afi-nowa-kategoria-funduszy-inwestycyjnych> [dostęp 20.11.2017].

Carpenter S., Demiralp S., Eisenschmidt J. (2014), *The effectiveness of non-standard monetary policy in addressing liquidity risk during the financial crisis: The experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank*, „Journal of Economic Dynamics & Control”, vol. 43, s. 107-129.

Creel J., Hubert P., Vienne M. (2015), *The Effect of ECB Monetary Policies on Interest Rates and Volumes*, Working paper 2015-26, OFCE, Paris, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2015-26.pdf> [dostęp 20.11.2017]

Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E. (2012), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, Materiały i Studia nr 270, NBP, Warszawa.

Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, DzUrz UE L 173 z 12.06.2014 r. – określana jako MiFID II.

EBC (2015), *Euro money market survey*, Frankfurt am Main, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euromoneymarket_survey201509.en.pdf?d267996a6ba5717a11b54689c75788b4 [dostęp 20.11.2017].

EMMI (2013a), *Euribor Code of Conduct*, Bruxelles, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/Euribor_code_conduct.pdf [dostęp 20.11.2017].

EMMI (2013b), *Euribor – Code of Obligations of Panel Banks*, Bruxelles, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D2725D-2013-Annex%20to%20the%20Euribor%20Code%20of%20Conduct%20-%20COPB%20-%201%20October%202013-clean.pdf> [dostęp 20.11.2017].

EMMI (2015), *Consultative position paper on the evolution of Euribor*, Bruxelles, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/Euribor_Paper.pdf [dostęp 20.11.2017].

EMMI (2016), *EMMI Announces that the Euribor Pre-Live Verification Exercise is Well on Track*, Bruxelles, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0465A-2016-EMMI%20announces%20that%20the%20euribor%20plve%20is%20well%20on%20track.pdf> [dostęp 20.11.2017].

EMMI (2017), *Pre-Live Verification program. Outcome and way forward*, EMMI, Bruxelles, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0246B-2017_PLVP%20public%20report%20and%20way%20forward_FINAL.pdf, [dostęp 20.11.2017]

ESMA (2017), *Designated National Competent Authorities under the Benchmarks Regulation*, <https://www.esma.europa.eu/designated-national-competent-authorities-under-benchmarks-regulation> [dostęp 20.11.2017].

Eurostat (2017), *Share of Member States in EU GDP*, Luxembourg, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20170410-1> [dostęp 20.11.2017].

Ewerhart C., Cassola N., Ejerskov S., Valla N. (2007), *Manipulation in money markets*, „International Journal of Central Banking”, vol. 3, s. 113-48.

FCA (2017), *We have taken action where we have seen evidence of attempted benchmark manipulation* <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks/enforcement> [dostęp 20.11.2017].

FSB (2014), *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, Basel, http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf [dostęp 20.11.2017].

FSB (2017), *Reforming major interest rate benchmarks. Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations*, Basel, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101017.pdf> [dostęp 20.11.2017].

FSMA (2016), *FSMA chairs first meeting of Euribor college*, Bruxelles, <https://www.fsma.be/en/news/fsma-chairs-first-meeting-euribor-college> [dostęp 20.11.2017].

FSMA, ESMA (2017), *Joint public statement FSMA-ESMA regarding Euribor*, Bruxelles, <https://www.fsma.be/en/news/joint-public-statement-fsma-esma-regarding-euribor> [dostęp 20.11.2017]

Garbade K. D. (2006), *The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s*, „FRBNY Economic Policy Review”, vol. 12, s. 27-42.

Giannone D., Lenza M., Huw P., Reichlin L. (2012), *The ECB and the Interbank Market*, „The Economic Journal”, vol. 122, s. 467-486;

Gyntelberg J., Wooldridge P. (2008), *Interbank rate fixings during the recent turmoil*, „BIS Quarterly Review”, March, s. 59-72,

- https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0803g.pdf [dostęp 20.11.2017].
- HM Treasury (2012), *The Wheatley Review of LIBOR: final report*, London, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_final-report_280912.pdf [dostęp 20.11.2017].
- Hörth E. (1998), *New reference rates in EMU*, Deutsche Bank Research – EMU Watch, no. 60, Frankfurt am Main
- IOSCO (2013), *Principles for Financial Benchmarks Final Report*, Madrid, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf> [dostęp 20.11.2017]
- ISDA, AFME, ICMA, SIFMA (2018), *IBOR Global Transition Roadmap 2018*, New York, <https://www.isda.org/a/g2hEE/IBOR-Global-Transition-Roadmap-2018.pdf>
- Kapuściński M., Kocięcki A., Kowalczyk H., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Sznajderska A., Wróbel E. (2016), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce Co wiemy w 2015 roku?*, Materiały i Studia, nr 323. NBP, Warszawa.
- KE (2013a), *Antitrust: Commission fines banks € 1.49 billion for participating in cartels in the interest rate derivatives industry*, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1208_en.htm [dostęp 20.11.2017].
- KE (2013b), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts*, Bruxelles, COM(2013) 641 final, [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM0641 final](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM0641%20final) [dostęp 20.11.2017].
- KE (2016), *Antitrust: Commission fines Crédit Agricole, HSBC and JPMorgan Chase € 485 million for euro interest rate derivatives cartel*, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-4304_en.htm [dostęp 20.11.2017].
- Krawiec W. (2012), *Znaczenie dyrektywy UCITS IV dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, vol. XLVI, s. 285-293.
- Kruszka M. (2017), *Globalna koordynacja regulacyjno-nadzorcza w sektorze finansowym*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna”, nr 2, s. 136-159.
- Mikita M. (2013), *Pakiet CRDIV/CRR i jego wpływ na rynek bankowy Unii Europejskiej*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna”, nr 1, s. 17-27.
- Mishkin F. S., Eakins S. G. (2015), *Financial Markets and Institutions*, Pearson, Harlow.
- Mollencamp C. (2008), *LIBOR Fog: Bankers Cast Doubt on Key Rate Amid Crisis*, „Wall Street Journal”, 16 kwietnia, <https://www.wsj.com/articles/SB120831164167818299> [dostęp 20.11.2017].
- Mollenkamp C., Whitehouse M. (2008), *Study Casts Doubt on Key Rate*, „Wall Street Journal”, 28 maja, <https://www.wsj.com/articles/SB121200703762027135> [dostęp 20.11.2017].
- Niedziółka P. (2015), *Analiza potencjalnych korzyści oraz negatywnych konsekwencji wdrożenia norm LCR oraz NSFR w bankach europejskich*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego „Studia i Prace”, nr 3, s. 207-226.
- Rabobank (2013), *Libor and Euribor investigation: investigation findings and measures*, https://www.rabobank.com/en/images/DNB_letter.pdf [dostęp 20.11.2017].
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającym dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (DzUrz UE L 171 z 29.06.2016 r.).
- Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1368 z 11 sierpnia 2016 r. ustanawiające wykaz kluczowych wskaźników referencyjnych stosowanych na rynkach finansowych na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011, (DzUrz UE L 217/1 z 12.08.2016 r.)
- Santos T. (2015), *Credit booms: implications for the public and the private sector*, BIS Working Paper, No 481, BIS, Bazylea, <https://www.bis.org/publ/work481.pdf> [dostęp 20.11.2017].
- Tarczyński W. (2003), *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa.
- US DOJ (2013), *Rabobank Admits Wrongdoing in Libor Investigation, Agrees to Pay \$325 Million Criminal Penalty*, <https://www.justice.gov/opa/pr/rabobank-admits-wrongdoing-libor-investigation-agrees-pay-325-million-criminal-penalty> [dostęp 20.11.2017].
- US DOJ (2015), *Deutsche Bank's London Subsidiary Agrees to Plead Guilty in Connection with Long-Running Manipulation of LIBOR*, <https://www.justice.gov/opa/pr/deutsche-banks-london-sub-sidiary-agrees-plead-guilty-connection-long-running-manipulation> [dostęp 20.11.2017].
- Varian H. R. (2007), *Mikroekonomia. Kurs średni – ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Vaughan L., Finch G. (2017), *The Fix: How Bankers Lied, Cheated and Colluded to Rig the World's Most Important Number*, John Wiley and Sons, Chichester.
- Woreta R., Sepielak P., Sankowski R. (2011), *Źródła narastania akcji kredytowej w warunkach integracji walutowej. Przyczyny boomów kredytowych w Irlandii, Hiszpanii i Portugalii*, Euroopracowania 13, Ministerstwo Finansów, Warszawa.

Afiliacja:

Prof. nadzw. dr hab. Michał Kruszka
Katedra Finansów i Rachunkowości
Akademia Finansów i Biznesu Vistula w Warszawie
e-mail: m.kruszka@vistula.edu.pl

