

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego

COM(2010) 482 wersja ostateczna – 2010/0251 (COD)

(2011/C 84/07)

Sprawozdawca generalny: **Peter MORGAN**

Parlament Europejski, w dniu 7 października 2010 r., oraz Rada, w dniu 13 października 2010 r., postanowiły, zgodnie z art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie:

wniosku dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego

COM(2010) 482 wersja ostateczna – 2010/0251 (COD).

W dniu 20 października 2010 r. Prezydium Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego powierzyło przygotowanie opinii w tej sprawie Sekcji Jednolitego Rynku, Produkcji i Konsumpcji.

Mając na względzie pilny charakter prac, na 468. sesji plenarnej w dniach 19-20 stycznia 2011 r. (posiedzenie z 20 stycznia) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny wyznaczył Petera MORGANA na sprawozdawcę generalnego oraz stosunkiem głosów 200 do 4 – 7 osób wstrzymało się od głosu – przyjął następującą opinię:

1. Wnioski i zalecenia

1.1 Krótka sprzedaż papierów wartościowych w instytucjach finansowych została zabroniona przez Wielką Brytanię i inne kraje w reakcji na krach na rynku po upadku banku Lehman Brothers. W odpowiedzi na grecki kryzys długu państwowego władze niemieckie zakazały krótkiej sprzedaży akcji niektórych niemieckich instytucji finansowych, długu państwowego strefy euro oraz niepokrytych pozycji w tym długu z tytułu swapów ryzyka kredytowego. W omawianym rozporządzeniu Komisja proponuje (jako element swojego przeglądu regulacji finansowych i nadzoru finansowego) jednolite ramy – pod nadzorem ESMA – dotyczące zarządzania krótką sprzedażą i swapami ryzyka kredytowego w całej Unii Europejskiej. EKES z zadowoleniem przyjmuje tę inicjatywę, która położy kres sprzecznym systemom prawnym i zapewni przejrzystość w tym sektorze rynków finansowych.

1.2 Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny uważa, że ogólny rezultat będzie pozytywny, jeżeli pozwoli się rynkom działać swobodnie w ramach przyjętych regulacji prawnych. EKES podkreśla istotne znaczenie nadzoru zapewnianego przez ESMA. W świetle okoliczności, które uzna za niekorzystne, ESMA może:

- zakazać zawierania transakcji sprzedaży lub ograniczyć wartość dokonywanej sprzedaży;
- zakazać zawierania transakcji krótkiej sprzedaży lub narzucić warunki zawierania takich transakcji;
- zakazać zawierania transakcji dotyczących swapów ryzyka kredytowego dotyczących długu państwowego;

— ograniczyć wartość transakcji dotyczących swapów ryzyka kredytowego dłużnika typu państwo oraz

— zażądać publicznego ujawnienia krótkiej sprzedaży.

1.3 Ogólnie rzecz biorąc, EKES oczekiwałby, że uprawnienia te będą wykonywane w pierwszej kolejności przez właściwe organy państw członkowskich. Koordynacja działań państw członkowskich przez ESMA odpowiada istniejącej potrzebie i przyniesie istotne korzyści. EKES oczekiwałby, że bezpośrednie interwencje ze strony ESMA będą miały charakter wyjątkowy, zgodnie z art. 24 rozporządzenia.

1.4 Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny z zadowoleniem przyjmuje propozycję podstaw prawnych zapewniających właściwym organom uprawnienia do żądania dodatkowej przejrzystości instrumentów objętych zakresem stosowania rozporządzenia. Takie rozwiązanie jest korzystne dla codziennego funkcjonowania organów regulacyjnych, inwestorów i rynków. W razie rozpatrywania w przyszłości decyzji odnośnie do podjęcia interwencji można się spodziewać, że organy regulacyjne będą lepiej poinformowane niż dotychczas.

1.5 EKES z zadowoleniem przyjmuje propozycję sformalizowania poprzez ich zharmonizowanie uprawnień do nakładania tymczasowych ograniczeń krótkiej sprzedaży w przypadku zagrożenia stabilności rynku. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny zauważa, że należy jeszcze zdefiniować obiektywne środki zapobiegania niestabilności na rynkach. Obecny próg „znacznego spadku cen” wynoszący 10 % mógłby być zbyt niski dla niektórych instrumentów.

1.6 Z zastrzeżeniem warunków zawartych w punkcie 1.5, Komitet nie uważa, by uzasadniony był całkowity zakaz korzystania z niepokrytych swapów ryzyka kredytowego w każdych okolicznościach.

1.7 EKES uważa, że proponowane zasady rozrachunku dotyczące niepokrytej krótkiej sprzedaży mogłyby być skuteczniejsze, gdyby istniała przynajmniej elastyczność polegająca na możliwości pokrycia pozycji krótkich w tym samym dniu. Model amerykański, który jest raczej bardziej elastyczny, powinien zapewnić niezbędne zabezpieczenie, nie stawiając jednocześnie podmiotów rynkowych w niekorzystnym położeniu.

1.8 Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny popiera propozycję dwuprogowego modelu przejrzystości papierów wartościowych, zakładającego najpierw ujawnienie niepubliczne, a następnie wobec rynku. Taki komunikat jest odpowiedni zarówno dla organów regulacyjnych, jak i dla rynku.

1.9 EKES wyraża wątpliwości w kwestii przepisu dotyczącego oznaczania zleceń krótkiej sprzedaży. Jego stopień złożoności jest znaczny, użyteczność zaś wątpliwa, poza tym będzie on stanowił obciążenie dla wszystkich systemów obrotu w UE. Inne środki zwiększające przejrzystość wydają się bardziej niż odpowiednie do tego, by umożliwić ESMA i właściwym organom sprawowanie kontroli nad rynkami.

1.10 Na swapach ryzyka kredytowego dotyczących długu państwowego skoncentrowały się obawy strefy euro, kiedy wybuchł kryzys długu państwowego. Społeczno-gospodarcze aspekty tego kryzysu są niezwykle ważne dla EKES-u. Komitet uważa, że obrót CDS-ami bez pokrycia zaostrzył kryzys, dlatego przyjmuje z zadowoleniem wnioski dotyczące rozporządzenia. Komitet podziela pogląd Komisji, wyrażony w motywie 16. i 17. uzasadnienia przyjęcia rozporządzenia, że „niepokryta krótka sprzedaż akcji i długu państwowego jest niekiedy uważana za czynnik zwiększający ryzyko niedokonania rozrachunku i swapów ryzyka kredytowego dłużnika typu państwo, w tym większa przejrzystość i ograniczenia dotyczące niepokrytej krótkiej sprzedaży, powinny nałożyć wymogi, które będą proporcjonalne i jednocześnie będą zapobiegać niekorzystnemu wpływowi na płynność rynków obligacji państwowych i rynków odkupu obligacji państwowych (rynków repo)”.

1.11 Podsumowując, Komitet pozytywnie ocenia regulacyjną rolę ESMA w kształcie określonym w rozporządzeniu. Nadmiar interwencji mógłby zdestabilizować rynki. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny z zadowoleniem przyjmuje przepisy dotyczące przejrzystości rynku, które, jak się spodziewa, będą bardzo korzystne. Aprobuję większość przepisów technicznych, z wyjątkiem zastrzeżeń, które przedstawił powyżej.

1.12 Biorąc pod uwagę szkody, jakie może wyrządzić wszystkim obywatelom dług państwowy, który wymknął się spod kontroli, EKES oczekuje, że UE przyjmie rolę światowego przywódcy, jeśli chodzi o zarządzanie długiem państwowym w przyszłości.

2. Wstęp

Krótka sprzedaż

2.1 Termin „krótka sprzedaż” oznacza sprzedaż akcji pożyczonych, a nie posiadanych na własność. Instytucje pożyczające akcje pobierają opłatę, która stanowi dodatkowy dochód dla ich funduszy. Pożyczkobiorca sprzedaje akcje, oczekując, że cena spadnie, tak że w stosownym momencie będzie mógł odkupić akcje po niższej cenie, a następnie zwrócić je pożyczkodawcy, osiągając zysk. Transakcje krótkiej sprzedaży łączą się oczywiście z ryzykiem. Pożyczka akcji może zostać uzgodniona przed sprzedażą (pokryta krótka sprzedaż) lub po sprzedaży („naga” krótka sprzedaż lub niepokryta krótka sprzedaż).

2.2 Krótka sprzedaż może mieć różne zastosowania. Jako że zarówno poszczególne akcje, jak i rynek akcji jako całość mogą doświadczać spadku bądź wzrostu, portfel akcji, który ma wzrastać wraz z rynkiem (pozycja długa), jest narażony na utratę wartości, kiedy na rynku pojawi się spadek. Tego rodzaju „długi” portfel można zabezpieczyć „krótkim” składnikiem. Podczas gdy wiele instytucji jest wyłącznie „długich”, niektóre mogą być tylko „krótkie”. Pozostaje sprawą dyskusyjną, czy najbardziej spekulacyjny jest portfel wyłącznie długi, stawiający na wzrost rynku, czy też portfel krótki, nastawiony na spadek cen.

2.3 Krótka sprzedaż stosowana jest przez wielu różnych uczestników rynku, poczynając od tradycyjnych przedsiębiorstw zarządzających funduszem, takich jak fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń, po banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe i animatorów rynku. Inwestorzy indywidualni również mogą stosować krótką sprzedaż w ramach swojej strategii inwestycyjnej. Krótką sprzedaż uważa się za dozwoloną technikę inwestowania w normalnych warunkach rynkowych.

2.4 Jak słusznie stwierdza Komisja, krótka sprzedaż to utrwalona, powszechna praktyka na większości rynków finansowych i nie należy mylić jej z nadużyciami na rynku, które są w UE uregulowane osobno. Wręcz przeciwnie, krótka sprzedaż ma pozytywne skutki dla rynków finansowych, takie jak np. znacznie ulepszone opracowywanie informacji na temat przyszłych cen rynkowych na podstawie rynków terminowych, ograniczone ryzyko powstawania baniek finansowych czy większa płynność rynku.

2.5 We wrześniu 2008 r., kilka dni po ogłoszeniu upadłości przez bank Lehman Brothers, Wielka Brytania zabroniła krótkiej sprzedaży akcji w przedsiębiorstwach finansowych dopuszczonych do obrotu publicznego. Wiele innych państw, w tym USA, nałożyło podobne ograniczenia, jednak o różnym czasie trwania. Nowe rozporządzenie UE pozwoli zapobiec powtórzeniu się takich niekontrolowanych działań.

2.6 Toksyczność instrumentów pochodnych segmentu subprime, wirusowy charakter nowotworu i ogromna skala krachu siłą rzeczy spowodowały podmioty regulujące do działania, choć wpływ tych instrumentów na przebieg kryzysu jest dyskusyjny. Trudno jest wyobrazić sobie podobne zdarzenie w przyszłości, jakkolwiek istnieją obecnie ramy umożliwiające kontrolowaną reakcję ze strony organów nadzoru i organów regulacyjnych.

Swapy ryzyka kredytowego

2.7 Swap ryzyka kredytowego (CDS) to instrument pochodny w formie umowy, oparty na bazowych dłużnych papierach wartościowych, takich jak obligacje korporacyjne bądź rządowe (państwowe). Instrument ten stanowi zabezpieczenie w przypadku niewywiązania się ze spłaty zadłużenia. Nabywca zabezpieczenia wnosi kwartalne opłaty – tzw. *spread* – na rzecz sprzedawcy zabezpieczenia. Spread CDS wynosi tyle, ile trzeba zapłacić za utrzymanie tego instrumentu, i rośnie wraz z oceną ryzyka niewykonania bazowego zobowiązania.

2.8 W przypadku niewypłacalności pożyczkobiorcy sprzedawca zabezpieczenia dokonuje na rzecz kupującego zapłaty wartości nominalnej obligacji w zamian za fizyczne dostarczenie obligacji. Niewykonanie zobowiązania może dotyczyć zdarzeń takich jak niedokonanie płatności, restrukturyzacja lub upadłość. Większość CDS mieści się w przedziale 10-20 mln dolarów z terminem zapadalności od roku do 10 lat. CDS jest podobny do ubezpieczenia kredytu, chociaż nie podlega regulacjom dotyczącym ubezpieczeń.

2.9 Inwestorzy mogą nabywać i sprzedawać zabezpieczenie, nie posiadając żadnego tytułu własności ubezpieczonego zadłużenia. Takie swapy ryzyka kredytowego bez pokrycia umożliwiają uczestnikom rynku spekulowanie na dłużu i wiarygodności kredytowej emitenta. Przykładowo gdyby dostawca General Motors zaniepokoił się, że GM jest potencjalnie niewypłacalny, nagie swapy ryzyka kredytowego z tytułu obligacji GM mogłyby mu zapewnić zabezpieczenie. Podobnie inwestorzy inwestujący w dług państwowy mogą wykorzystać swapy ryzyka kredytowego, by tworzyć syntetyczne pozycje krótkie i długie z tytułu wybranych obligacji, co w pewnych wypadkach może być lepszym sposobem stworzenia portfela.

2.10 Należy uniknąć mylenia dwóch pojęć: nagich swapów ryzyka kredytowego i nagiej krótkiej sprzedaży akcji. W tym drugim przypadku pożyczona akcja jest sprzedawana. Koncepcja ta może być problematyczna. W przypadku nagich swapów ryzyka kredytowego nie ma mowy o sprzedaży. Zainteresowany zawarciem transakcji kupujący kupił opcję na obligację od zainteresowanego zawarciem transakcji sprzedającego. Jak to ma miejsce na każdym rynku, uzgodniono cenę. Wyniki obligacji bazowej zdecydują o tym, która strona zrealizuje zysk. Nagi swap ryzyka kredytowego stanowi największy segment tego typu swapów.

2.11 W maju 2010 r. Niemcy ogłosiły zakaz korzystania ze swapów ryzyka kredytowego bez pokrycia wobec państw strefy euro, jak również zakaz niepokrytej krótkiej sprzedaży długu państwowego strefy euro oraz papierów wartościowych niektórych niemieckich instytucji finansowych. Organ regulacyjny

uzasadnił swoje posunięcie „nadmierną zmiennością rynku dłużnych papierów wartościowych”. Posunięcie to zaskoczyło inne państwa członkowskie i zakłóciło funkcjonowanie rynku. Podobnie jak w przypadku krótkiej sprzedaży papierów wartościowych, uprawnienia regulacyjne UE i przepisy, jakie wprowadzi, zapobiegą powtórzeniu się w przyszłości tego rodzaju niespodziewanych jednostronnych działań.

2.12 O ile skupienie uwagi na swapach ryzyka kredytowego jest uzasadnione, o tyle nadal istnieje niebezpieczeństwo, że oznacza to zajmowanie się oznakami problemu, a nie jego źródłami. Przyczyną jest nierozwiązany dylemat polityczno-ekonomiczny, w którego kontekście unia walutowa staje wobec kryzysu związanego z długiem. Dylemat ten wywołał gospodarczą niepewność. Pożyczkodawcy muszą zabezpieczyć swoje ryzyko. Oportuniści starają się osiągnąć zysk, wykorzystując tę niepewność. Trudno jest oddzielić od siebie te dwie sprawy. Być może bankowcy czerpią korzyści, jednak rządy strefy euro stwarzają im do tego wszelkie okazje.

2.13 W świetle powyższego oraz biorąc pod uwagę szkody, jakie może wyrządzić wszystkim obywatelom dług państwowy, który wymknął się spod kontroli, EKES oczekuje, że UE przyjmie rolę światowego przywódcy, jeśli chodzi o zarządzanie długiem państwowym w przyszłości.

3. Streszczenie rozporządzenia

3.1 Wniosek obejmuje instrumenty takie jak akcje i derywaty akcyjne, obligacje państwowe i derywaty bazujące na obligacjach państwowych, a także swapy ryzyka kredytowego powiązane z emitentami państwowymi.

3.2 We wniosku przewiduje się zastosowanie wymogów przejrzystości do osób fizycznych i prawnych (zwanych dalej osobami) posiadających znaczne pozycje krótkie netto związane z unijnymi akcjami lub unijnym długiem państwowym oraz do osób posiadających znaczne pozycje z tytułu swapów ryzyka kredytowego, które są związane z unijnym długiem państwowym.

3.3 W przypadku akcji zaproponowano dwuprogowy model przejrzystości: niższy próg wiąże się z obowiązkiem niepublicznego zgłoszenia pozycji wobec odpowiedniego organu regulacyjnego, a wyższy próg skutkuje obowiązkiem ujawnienia pozycji wobec rynku.

3.4 Proponowany niższy próg wynosi 0,2 % wyemitowanego kapitału akcyjnego. Wyższy próg wynosi 0,5 %.

3.5 W przypadku unijnego długu państwowego wymagane jest niepubliczne ujawnienie znacznych:

- pozycji krótkich netto z tytułu długu państwowego;
- pozycji swapu ryzyka kredytowego bez pokrycia związanych z długiem państwowym.

3.6 Zgłoszenie jest wymagane również w przypadku zajęcia krótkich pozycji w drodze transakcji poza rynkiem regulowanym lub za pomocą instrumentów pochodnych, np. opcji, kontraktów terminowych futures itp.

3.7 Istnieje również wymóg oznaczania krótkiej sprzedaży w każdym systemie obrotu, co umożliwia danemu systemowi publikowanie informacji dziennej na temat wolumenu zleceń krótkiej sprzedaży.

3.8 Osoby zawierające transakcję krótkiej sprzedaży akcji lub instrumentów długu państwowego muszą przed tą sprzedażą pożyczyć dany instrument, zawrzeć umowę pożyczki instrumentu lub zawrzeć inne umowy, których postanowienia zapewniają możliwość pożyczania papieru wartościowego, tak aby rozrachunku można było dokonać w terminie.

3.9 Jeżeli osoba dokonująca krótkiej sprzedaży nie jest w stanie dostarczyć akcji w celu rozliczenia transakcji w terminie, system obrotu nabywa akcje w celu dokończenia sprzedaży i obciąża kosztami sprzedającego. Do momentu rozliczenia transakcji wobec dokonującego krótkiej sprzedaży naliczana jest dzienna opłata.

3.10 Termin rozliczenia transakcji różni się w zależności od państwa. Ogólnie rzecz biorąc rozliczanie transakcji to sprawa, którą należy się zająć.

3.11 W wyjątkowych okolicznościach niezbędne może być zakazanie lub ograniczenie krótkiej sprzedaży, która poza tym jest dopuszczalna lub obciążona niewielkim ryzykiem. W takim przypadku właściwe organy powinny zostać tymczasowo uprawnione do egzekwowania większej przejrzystości lub nakładania ograniczeń na rynek.

3.12 Ze względu na ogólnounijne konsekwencje takich działań Europejski Organ Nadzoru nad Giełdami i Papierami Wartościowymi (ESMA) odgrywać będzie dwie kluczowe role: koordynowanie interwencji w różnych państwach członkowskich oraz zatwierdzanie ograniczeń wprowadzonych przez każde z państw członkowskich, szczególnie jeżeli chodzi o czas obowiązywania ograniczeń.

3.13 Jeżeli sytuacja powoduje konsekwencje wykraczające poza granice danego kraju i ESMA uzna, że kroki podjęte przez właściwy organ nie są odpowiednie, ESMA ma możliwość interwencji uchylającej środki zastosowane przez właściwy organ państwa członkowskiego.

3.14 Komisja została uprawniona do bardziej szczegółowego określania kryteriów i czynników, które powinny być brane pod uwagę przez właściwe organy i ESMA przy ustalaniu, czy niekorzystne zdarzenia lub okoliczności stanowią poważne zagrożenie dla stabilności finansowej lub zaufania do rynków.

3.15 Właściwe organy otrzymują uprawnienie do nałożenia bardzo krótkotrwałego zakazu dotyczącego krótkiej sprzedaży instrumentów lub wprowadzenia innego ograniczenia transakcji, aby zapobiec niekontrolowanemu spadkowi ceny. Ten „automatyczny wyłącznik” byłby uruchamiany w oparciu o obiektywne kryteria.

3.16 Właściwe organy otrzymują zgodnie z wnioskiem wszystkie uprawnienia niezbędne do egzekwowania przepisów. Wniosek zawiera wymóg, zgodnie z którym państwa członkowskie powinny ustanowić zasady dotyczące środków administracyjnych, sankcji i kar pieniężnych konieczne do wdrożenia i egzekwowania wniosku.

Bruksela, 20 stycznia 2011 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Staffan NILSSON
