

Klasyfikacja wybranych rodzajów transakcji na gruncie EMIR

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji ("EMIR") nakłada na uczestników rynków finansowych szereg obowiązków związanych z zawieraniem przez nich kontraktami pochodnymi. W związku z tym, określenie, które transakcje dotyczą instrumentów pochodnych, ma duże znaczenie praktyczne.

EMIR nie zawiera jednakże własnej definicji kontraktu pochodnego (instrumentu pochodnego), odsyłając do sekcji C pkt 4) – 10) załącznika I do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych ("MiFID").

W związku z tym wątpliwości dotyczące klasyfikacji poszczególnych rodzajów transakcji na gruncie MiFID pozostają tak samo aktualne na gruncie EMIR.

Wybrane rodzaje transakcji

Spoty walutowe (FX spot)

W pewnym uproszczeniu, transakcje spot to transakcje z rozrachunkiem następującym nie później niż w drugim dniu roboczym po dacie zawarcia transakcji (chyba że rozrachunek danego rodzaju transakcji bądź dostawy aktywa zwyczajowo lub ze względu na specyfikę systemu rozrachunku zajmuje więcej czasu).

Nie ulega wątpliwości, że spoty walutowe z dostawą (tj. polegające na faktycznej sprzedaży waluty za inną walutę) (physically-settled spot) nie stanowią instrumentów finansowych i kontraktów pochodnych w rozumieniu

MiFID/EMIR (por. odpowiedź Komisji Europejskiej ("KE") na pytanie ID 191 i ID 885 dot. MiFID).

Spoty walutowe bez dostawy innej waluty (cash-settled spot) można natomiast uznać za kontrakty finansowe na kontrakty na różnicę (contract for differences, CFD) w rozumieniu sekcji C pkt 9) załącznika I do MiFID, a więc transakcje podlegające reżimowi MiFID/EMIR.

"Rolowane" spoty walutowe (FX "rolling" spot)

Transakcje "rolling" spot to transakcje nazwane przez strony transakcjami spotowymi, lecz automatycznie lub decyzją którejkolwiek ze stron przedłużane (np. codziennie, o kolejny dzień), aż do czasu, gdy uprawniona strona lub strony nie zdecyduje się zamknąć otwartej pozycji.

Odpowiedź KE na pytanie ID 982 dot. MiFID w sprawie takich transakcji sugeruje, że są one instrumentami pochodnymi na potrzeby MiFID (co ma analogiczne implikacje na gruncie EMIR), niezależnie od tego, czy są to transakcje z dostawą innej waluty, czy bez dostawy.

Forwardy walutowe (FX forward)

Forwardy walutowe nie są wprost wymienione w sekcji C pkt 4) – 10) załącznika I do MiFID.

Należy jednak uznać, że forwardy walutowe bez dostawy (cash-settled FX forward) stanowią instrumenty finansowe i kontrakty pochodne na potrzeby, odpowiednio, MiFID i EMIR, choćby z tego względu, że są one kontraktami typu CFD w rozumieniu sekcji C pkt 9) załącznika I do MiFID.

Klasyfikacja forwardów walutowych z dostawą (physically-settled FX forward) budzi natomiast duże wątpliwości. Odpowiedź KE na pytanie ID 292 dot. MiFID była często odczytywana jako potwierdzenie, że forwardy walutowe z dostawą nie są instrumentami finansowymi, jeżeli są dokonywane w celach komercyjnych, niejako samoistnie, a nie w związku z innymi usługami inwestycyjnymi. Podobne stanowisko zajął brytyjski regulator (obecnie FCA), zob. np. FCA Handbook, PERG 13.4 w odpowiedzi na pytanie 30. Z kolei odpowiedź KE na pytanie ID 982 dot. MiFID, mimo że dotyczy wprost "rolowanych" spotów walutowych zdaje się (poprzez analogię) sugerować, że forwardy walutowe są instrumentami finansowymi niezależnie od tego, czy są z dostawą, czy bez. W związku z powyższym i z innych przyczyn, na których omówienie brak miejsca w tak pobieżnej analizie, kwestię klasyfikacji forwardów walutowych z dostawą na gruncie MiFID i EMIR należy uznać za nierozstrzygniętą. Ostrożna interpretacja nakazywałaby uznać forwardy walutowe z dostawą za kontrakty pochodne, do których zastosowanie mają wymogi EMIR.

Swapy walutowe (FX swap)

Swap walutowy należy zdefiniować jako transakcję polegającą na dwukrotnej wymianie walut, jednej na drugą w pierwszej dacie i drugiej na pierwszą w późniejszej dacie. Transakcje takie nie przewidują natomiast płatności odsetkowych (co stanowi podstawową różnicę pomiędzy swapem walutowym a transakcją CIRS). Rozrachunek może, oczywiście, następować również bez dostawy.

Sekcję C pkt 4) załącznika I do MiFID można odczytać jako obejmującą również swapy walutowe, niezależnie od tego, czy są to swapy z dostawą, czy bez dostawy.

Argumentację, że swapy walutowe bez dostawy (cash-settled FX swap) stanowią instrumenty finansowe i kontrakty pochodne na potrzeby, odpowiednio, MiFID i EMIR, wzmacnia również fakt, że są one kontraktami typu CFD w rozumieniu sekcji C pkt 9) załącznika I do MiFID.

Wątpliwości budzą natomiast swapy walutowe z dostawą (physically-settled FX swap). Wynikają one z faktu, że każdą transakcję swapa walutowego można "rozbić" na transakcję spotową i walutową transakcję forwardową (bądź dwie walutowe transakcje forwardowe). Oznaczałoby to, że jeżeli forward walutowy z dostawą nie jest kontraktem pochodnym, za takowy nie można byłoby uznać również swapa walutowego z dostawą. Ostrożna interpretacja nakazywałaby jednakże uznać swapy walutowe z dostawą za kontrakty pochodne dla potrzeb EMIR.

Forwardy na papiery wartościowe (securities forward)

Forwardy na papiery wartościowe nie są wprost wymienione w sekcji C pkt 4) – 10) załącznika I do MiFID.

Należy jednak uznać, że forwardy na papiery wartościowe bez dostawy (cash-settled securities forward) stanowią instrumenty finansowe i kontrakty pochodne na potrzeby, odpowiednio, MiFID i EMIR, choćby z tego względu, że są one kontraktami typu CFD w rozumieniu sekcji C pkt 9) załącznika I do MiFID.

Klasyfikacja forwardów na papiery wartościowe z dostawą (physically-settled securities forward) budzi natomiast duże wątpliwości. Wprawdzie KE nie wypowiedziała się jednoznacznie na ten temat, ale jej wypowiedzi dotyczące forwardów walutowych rozciągano również na forwardy na papiery wartościowe. Pomimo faktu, że wątpliwości te nadal są nierozstrzygnięte, ostrożna interpretacja nakazywałaby uznać forwardy na papiery wartościowe z dostawą za kontrakty pochodne, do których zastosowanie mają wymogi EMIR. Ponadto, odpowiedź na pytanie ID 419 dot. MiFID zdaje się sugerować, że forwardy na papiery wartościowe z dostawą mogą być traktowane jako kontrakty pochodne.

Transakcje repo i pożyczki papierów wartościowych

Transakcje repo (dotyczące papierów wartościowych) i pożyczki papierów wartościowych (wraz z transakcjami takimi jak margin lending) są często określane zbiorczym mianem transakcji finansowania w oparciu o papiery wartościowe (securities financing transactions, SFTs). Transakcje takie są w regulacjach europejskich i krajowych na ogół wymieniane odrębnie od transakcji pochodnych¹.

Z tego względu, mimo że KE nie zajęła w tej kwestii wyraźnego stanowiska, dość powszechnie przyjmuje się, że transakcje typu SFT nie są same w sobie instrumentami finansowymi ani kontraktami pochodnymi na gruncie MiFID i EMIR². Jest tak niezależnie od faktu, że np. transakcję repo można byłoby uznać za kombinację spota z dostawą i forwarda z dostawą.

Analiza byłaby odmienna, gdyby transakcja SFT (niezależnie od forwarda z dostawą, który zasadniczo pozostaje bez wpływu na klasyfikację transakcji SFT jako nie mającej charakteru kontraktu pochodnego) miała wbudowany w swoją treść instrument pochodny. W takim wypadku możliwa byłaby jej klasyfikacja jako kontraktu pochodnego na gruncie EMIR.

Depozyty strukturyzowane

Depozyty lub lokaty, które mają wbudowany instrument pochodny (depozyty strukturyzowane) mogą budzić wątpliwości na gruncie MiFID. Co do zasady, samo wbudowanie instrumentu pochodnego w produkt depozytowy nie przesądza, że depozyt będzie uznany za

instrument pochodny w rozumieniu sekcji C pkt 4) – 10) załącznika I do MiFID, a tym samym EMIR. Kwestie te były analizowane przez KE (por. odpowiedzi KE na pytania ID 289 i ID 422 dot. MiFID).

Decydujące znaczenie będzie miała ocena, czy wbudowany instrument pochodny powoduje, że depozyt obciążony jest ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanego w depozyt kapitału. Przykładem depozytu z instrumentem pochodnym, który nie będzie, co do zasady, wiązał się z ryzykiem utraty kapitału (a tym samym nie będzie instrumentem pochodnym dla potrzeb MiFID i EMIR) będzie depozyt z wbudowaną opcją call dla posiadacza depozytu. Opłaty i prowizje wstępne oraz opłaty należne bankowi za przedterminowe zerwanie depozytu przez klienta nie powodują automatycznie, że depozyt należy uznać za kontrakt pochodny w rozumieniu MiFID i EMIR.

Drugim czynnikiem, który należy wziąć pod uwagę, jest struktura i sposób udokumentowania instrumentu pochodnego, powiązanego z depozytem. Jeżeli instrument ten jest np. przedmiotem odrębnej od depozytu dokumentacji, wówczas będzie on instrumentem pochodnym w rozumieniu MiFID i EMIR również wtedy, gdy nie będzie powodował ryzyka utraty zainwestowanego w depozyt kapitału. Przykładem może być lokata o stałym oprocentowaniu połączona ze swapem procentowym. Wprawdzie może ona mieć takie same skutki jak lokata o zmiennym oprocentowaniu, ale jeżeli taki swap został zawarty oddzielnie, to zostanie on potraktowany jako instrument finansowy w rozumieniu MiFID (i EMIR).

Kredyty/pożyczki z wbudowanym instrumentem pochodnym

Analiza kredytów/pożyczek z wbudowanym instrumentem pochodnym jest podobna jak depozytów. Wbudowana w kredyt opcja przewalutowania lub opcja zmiany sposobu lub zasad liczenia oprocentowania nie będzie powodować uznania kredytu za instrument pochodny na potrzeby MiFID i EMIR (por. odpowiedź KE na pytanie ID 289 dot. MiFID).

Jeżeli kredyt zostałby tak skonstruowany, że kredytodawca mógłby utracić prawo do zwrotu części kapitału, wówczas mógłby on zostać uznany za instrument pochodny w rozumieniu MiFID i EMIR (np. transakcja typu margin lending przewidująca, że kredytodawca ma prawo do zwrotu całości kapitału w dacie spłaty wyłącznie w sytuacji, gdy akcje stanowiące jego zabezpieczenie mają wartość

¹ Por. np. art. 301 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, albo art. 85 polskiego Prawa upadłościowego (gdzie "terminowe operacje finansowe" można, w pewnym uproszczeniu rozumieć jako "instrumenty pochodne". Art. 85, obok terminowych operacji finansowych, wymienia osobno transakcje repo i pożyczki instrumentów finansowych).

² Co nie zmienia faktu, że same transakcje SFT na ogół będą dotyczyć instrumentów finansowych w rozumieniu MiFID (instrumentów finansowych, nie będących, co do zasady, kontraktami pochodnymi). Oznacza to, że w wielu aspektach MiFID będzie miał zastosowanie do transakcji SFT.

nie mniejszą niż pozostały do spłaty kapitał, a w przeciwnym razie otrzyma wyłącznie kwotę równą wartości akcji). Należy przy tym uznać, że same koszty (lub zyski) zerwania finansowania (tzw. breakage costs/gains) nie powodują uznania kredytu za instrument pochodny.

Analogicznie do sytuacji dotyczącej depozytów, jeżeli instrument pochodny powiązany z kredytem jest przedmiotem odrębnej dokumentacji, będzie on instrumentem pochodnym w rozumieniu MiFID i EMIR.

Strukturyzowane dłużne papiery wartościowe

Dłużne papiery wartościowe, jeżeli są zbywalne³, są instrumentami finansowymi w rozumieniu MiFID, niezależnie od tego, czy mają wbudowany instrument pochodny (strukturyzowane dłużne papiery wartościowe).

KE nie rozstrzygnęła w odpowiedziach na pytania dot. MiFID, czy dany instrument finansowy może być zaklasyfikowany równocześnie jako zbywalny papier wartościowy i jako instrument pochodny, o jakim mowa w sekcji C pkt 4) – 10) załącznika I do MiFID (czyli jako instrument pochodny m.in. w rozumieniu EMIR). Obecnie zdaje się dominować pogląd, że zaklasyfikowanie instrumentu finansowego jako papieru wartościowego wyklucza możliwość uznania go za instrument pochodny dla potrzeb MiFID (a tym samym EMIR). Do czasu wyrażenia przez KE lub ESMA oficjalnego stanowiska w tej sprawie interpretacja taka jest jednakże obciążona pewną dozą niepewności.

Analiza pojęcia zbywalnych papierów wartościowych była dokonywana przez KE w odpowiedzi np. na pytania ID 150, ID 285, ID 301, czy ID 319 dot. MiFID. Żadne z tych odpowiedzi nie dotyczy jednak istoty zagadnienia wskazanego w poprzednim akapicie.

Strukturyzowane ubezpieczenia na życie

Umowy ubezpieczenia na życie z wbudowanym instrumentem pochodnym (np. polisy z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym), czyli strukturyzowane ubezpieczenia na życie nie są instrumentami finansowymi w rozumieniu MiFID, a tym samym kontraktami pochodnymi w rozumieniu EMIR (por. odpowiedź KE na pytanie ID 289 dot. MiFID).

Podsumowanie

Syntetyczne podsumowanie analizy zawartej w punkcie 1 zawarte jest w tabeli stanowiącej Załącznik nr 1 do niniejszego opracowania.

³ Kluczowe dla oceny, czy dany papier wartościowy jest zbywalny ma, zdaniem KE, ocena, czy mógłby on być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu (MTF), niezależnie od tego, czy jest on faktycznie do takiego obrotu dopuszczony (por. odpowiedź KE na pytanie ID 285 dot. MiFID). W świetle takiej interpretacji, instrumentem finansowym nie byłaby np. obligacja imienna o wyłączonej zbywalności.

Załącznik nr 1

Transakcja		Czy jest instrumentem pochodnym?	Q&A KE dot. MiFID pomocne w analizie (ID)
FX spot	Cash-settled	Tak	191,885
	Physically-settled	Nie	
FX "rolling" spot	Cash-settled	Tak	982
	Physically-settled	Tak	
FX forward	Cash-settled	Tak	292,982
	Physically-settled	Niejasne (ostrożnościowo – tak)	
FX swap	Cash-settled	Tak	Brak
	Physically-settled	Niejasne (ostrożnościowo – tak)	
Securities forward	Cash-settled	Tak	419
	Physically-settled	Niejasne (ostrożnościowo – tak)	
Transakcje repo i pożyczki papierów wartościowych		Nie, chyba że mają szczególne cechy (ale brak stanowiska KE w tej sprawie)	Brak
Depozyty strukturyzowane		Nie, chyba że wbudowany instrument pochodny powoduje ryzyko utraty kapitału. Osobny instrument pochodny (powiązany z depozytem) – tak	289,422
Kredyty/pożyczki z wbudowanym instrumentem pochodnym		Nie, chyba że wbudowany instrument pochodny powoduje ryzyko utraty kapitału. Osobny instrument pochodny (powiązany z kredytem/pożyczką) – tak	289,422
Strukturyzowane dłużne papiery wartościowe		Nie, jeżeli są zbywalne (ale brak stanowiska KE w tej sprawie)	150, 285, 301, 319 (nie dot. klasyfikacji pap. wart. jako instr. poch.)
Strukturyzowane ubezpieczenia na życie		Nie	289

Autorzy



Andrzej Stosio
Partner

T: +48 22 627 11 77

E: andrzej.stosio@cliffordchance.com



Dominik Kępiński
Associate

T: +48 22 627 11 77

E: dominik.kepinski@cliffordchance.com

Niniejszy Client Briefing nie omawia wszystkich aspektów przedstawianych zagadnień i nie stanowi porady prawnej ani porady innego rodzaju.

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660 Warsaw, Poland
© Clifford Chance 2013

Clifford Chance, Janicka, Krużewski, Namiotkiewicz i wspólnicy spółka komandytowa

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.