

Odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego¹ w konsultacjach Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) dotyczących pozaistotnych wskaźników referencyjnych²

Metodologia opracowania odpowiedzi

Opracowanie stanowiska przebiegało w następujących etapach:

Etap 1

Do wzięcia udziału w badaniu zaproszono grupę ekspertów z polskiego sektora finansowego, do których przesłano wybrane fragmenty dokumentu konsultacyjnego ESMA oraz pytania konsultacyjne w języku polskim. Ekspertom zagwarantowana została anonimowość.

Etap 2

Na bazie uzyskanych opinii opracowana została propozycja syntezy odpowiedzi. Propozycję tę przekazano ekspertom, którzy wzięli udział w konsultacjach. Zwrócono się do nich z prośbą o zaznaczenie w syntezie tych sformułowań, które powinny zostać zmodyfikowane oraz o zaproponowanie modyfikacji czy dodatkowych zapisów, jak również o zaznaczenie tych opinii, z którymi się nie zgadzają i które powinny być z ostatecznej syntezy usunięte.

Etap 3

Po uwzględnieniu uwag ekspertów opracowane zostały ostateczne syntetyczne odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego przedstawione poniżej.

¹ Celem Europejskiego Kongresu Finansowego (www.efcongress.com) jest debata nt. bezpieczeństwa i rozwoju sektora finansowego Unii Europejskiej i Polski.

² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-105_consultation_paper_on_draft_guidelines_on_non-significant_benchmarks.pdf

Odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego

Pyt. 1: Prosimy o Państwa zdanie na temat projektu wytycznych w zakresie funkcji nadzorczej dla administratorów pozaistotnych wskaźników referencyjnych?

Czy sugerowałoby Państwo dodanie jakichś elementów lub usunięcie jednego lub więcej spośród zaproponowanych elementów?

Propozycja, aby funkcje nadzorcze dla wskaźników pozaistotnych mogły być prowadzone przez osobę fizyczną zatrudnioną lub wynajętą przez administratora lub właściciela administratora, jest rozwiązaniem korzystnym dla administratorów generujących indeksy o niskim wpływie na system finansowy. Pozwala to na redukcję kosztów w zakresie bezpośredniego, wewnętrznego nadzoru nad wskaźnikiem, co umożliwia, (i) utrzymanie indeksów z niewielkim nominałem powiązanych transakcji oraz (ii) kreowanie nowych wskaźników zgodnie z rekomendacjami FSB o potrzebie oddolnych inicjatyw poszukujących nowych indeksów (i rodzin indeksów) reprezentatywnych dla nowych segmentów rynku lub zmieniających się obecnych segmentów rynku. Natomiast sam fakt wymagania istnienia jednostki nadzorczej w świetle artykułu 5(1) BMR dla wskaźników pozaistotnych jest zrozumiały i akceptowalny.

Wprowadzanie zapisów szczegółowych (takich jak np. Guidelines 5.3, p. 4d) może okazać się i tak rozwiązaniem nieadekwatnym kosztowo i organizacyjnie do rzeczywistości rynkowej/gospodarczej.

Wydaje się, że sposób konstrukcji funkcji nadzorczej powinien być każdorazowo analizowany w kontekście konkretnej sytuacji rynkowej, instrumentu, realiów gospodarczych.

Pyt. 2: Prosimy o Państwa zdanie na temat projektu wytycznych w zakresie danych wejściowych dla administratorów pozaistotnych wskaźników referencyjnych?

Czy sugerowałoby Państwo dodanie jakichś elementów lub usunięcie jednego lub więcej spośród zaproponowanych elementów? Prosimy o wyjaśnienia.

Wytyczne w sprawie danych wejściowych powinny być uzupełnione o wymagania w zakresie następujących obszarów:

- (i) zbierania i weryfikowania danych (przeprowadzenia analizy i rejestrów dla danych odrzuconych, procedury dla danych modyfikowanych w celu uniknięcia manipulacji również w odniesieniu do danych transakcyjnych);
- (ii) okresowych procesów weryfikacji wstecznej i krzyżowej;

- (iii) nałożenia obowiązku na kontrybutorów w zakresie sprawnej komunikacji z administratorem (w celu zapewnienia szybkiej informacji zwrotnej w zakresie obserwacji nietypowych i umożliwienia ich natychmiastowej poprawy przed godziną graniczną dla publikacji indeksu);
- (iv) wprowadzenia rekomendacji dla administratora zawierania długoterminowych umów kontrybutorskich – aby pula danych, o które oparta jest kalkulacja wskaźnika, była stabilna.

Pyt. 3: Czy Państwa zdaniem propozycja uwzględnienia w wytycznych wymogu posiadania trzech poziomów funkcji kontrolnych dla administratorów pozaistotnych wskaźników referencyjnych jest dobra?

Propozycja zawarta w Guidelines jest dobra. W szczególności, jeżeli obecny i spodziewany zakres stosowania (użycia) danego benchmarku jest „społecznie istotny”. Generalną zasadą powinno być, że intensywność kontroli i transparentności powinna być skorelowana z intensywnością używania danego benchmarku w długoterminowych kontraktach – w szczególności używanych w produktach detalicznych.

Kontrola po stronie kontrybutorów danych istotnie zmniejsza prawdopodobieństwo wystąpienia błędów naruszających spójność dostarczanych zbiorów danych służących do wyliczenia wskaźnika

Pyt. 4: Czy zgadzają się Państwo z treścią projektu wytycznych w zakresie przejrzystości metodologii dla administratorów pozaistotnych wskaźników referencyjnych? Czy sugerowaliby Państwo dodanie jakichś elementów lub usunięcie jednego lub więcej spośród zaproponowanych elementów? Prosimy o wyjaśnienia.

Lista wymagań jest generalnie kompletna. Jednakże warto rozważyć, czy punkt o konieczności zapewnienia rozwiązań (Guidelines 7.3, p. 1i) w sytuacji niewystarczającej płynności rynku referencyjnego powinien być uzupełniony o procedury kaskadowe prezentujące właściwy sposób postępowania w przypadku braku transakcji lub ich niewystarczającej liczby (bądź zbyt małej liczby kontrybutorów).

Pyt. 5: Czy Państwa zdaniem propozycja uwzględnienia w wytycznych wymogu publikowania lub publicznego udostępniania „opisu szczególnych okoliczności mogących stanowić podstawę do przeprowadzenia przeglądu wewnętrznego, w tym mechanizmu stosowanego przez administratora do oceny, czy metodologia jest możliwa

do zidentyfikowania i zweryfikowania” dla administratorów pozaistotnych wskaźników referencyjnych jest dobra?

Propozycja co do kierunku działań jest słuszna. Można rozważać większe uszczegółowienie wymagań (np. większą szczegółowość czynności, które administrator powinien podjąć w celu zapewnienia integralności), jednakże to może mieć istotny wpływ na koszty procesu opracowania wskaźników.

Pyt. 6: Czy zgadzają się Państwo z treścią projektu wytycznych dotyczących wymogów w zakresie zarządzania i kontroli dla nadzorowanych kontrybutorów pozaistotnych wskaźników referencyjnych? Czy sugerowałiby Państwo dodanie jakichś elementów lub usunięcie jednego lub więcej spośród zaproponowanych elementów? Prosimy o wyjaśnienia.

Prawdopodobnie konstrukcja Guidelines zakłada (założenie wewnętrzne), że administratorzy wskaźników za każdym razem używają danych już przetworzonych przez kontrybutorów danych (np. średnie ważone cen transakcyjnych, modele wyznaczające ceny, oceny eksperckie etc). Regulacja powinna przewidywać wprost, że w przypadku, gdy administrator bazuje na elementarnych danych dotyczących transakcji zawartych przez kontrybutorów (dane nieprzetworzone), obowiązki weryfikacji, zastępowalności etc. powinny być obniżone. Istotne jest dążenie do pozyskiwania przez administratora danych źródłowych (nieprzetworzonych).

Dla procesów, w których (po stronie kontrybutorów) dane są generowane automatycznie, proponowana w Guidelines procedura wydaje się zbyt złożona względem oczekiwanego ryzyka. W przypadku wskaźników opartych o chmury danych transakcyjnych wskazane jest monitorowanie poprawności (przed wysłaniem) i nienaruszalności (po wysłaniu) danych transakcyjnych w celu uniknięcia mylnych sygnałów oraz uniemożliwienia manipulacji.

Dodatkowo procedura służąca wykryciu „front runningu” powinna być stosowana dla tych wskaźników, które odnoszą się do krótkiego okna czasowego, a nie do całego dnia roboczego.

Pyt. 7: Czy Państwa zdaniem propozycja uwzględnienia w wytycznych wymogu zapewnienia, w stosownych przypadkach, fizycznego oddzielenia dostawców danych od innych pracowników kontrybutora nadzorowanego jest właściwa również w odniesieniu do nadzorowanych kontrybutorów danych do pozaistotnych wskaźników referencyjnych?

Obowiązek fizycznego oddzielenia dostawców danych od innych pracowników jest niepotrzebnym kosztem dla kontrybutorów – wystarczą bowiem procedury kontroli w tym zakresie.

Kontrybutorzy danych do wskaźników pozaistotnych, będą zachęceni do współtworzenia wskaźnika, a następnie jego stosowania ze względu na niskie koszty jego tworzenia i/lub diagnozując w nim ewentualny potencjalny wskaźnik o rosnącej randze w przestrzeni wskaźników. Z tego tytułu decyzją „biznesową” administratora wskaźnika powinno być określenie, w jakim stopniu należy stosować najwyższą skalę działań mitygujących ryzyko manipulacji.

Generowanie alertów na bazie parametrycznej (Guidelines 8.3, p. 2b) jest rozwiązaniem dobrym – będzie sprzyjało integralności i spójności danych.

Q8. Inne komentarze do projektu wytycznych

1) Nie jest jasne, czy w kontekście zapisów BMR (art. 18, dla wskaźników referencyjnych stopy procentowej wyłączone jest stosowanie art. 24, 25, 26 dot. m.in. zwolnień w zakresie przygotowania wskaźników i danych) stosowanie RTS lub Guidelines może mieć miejsce, bowiem kontekst BMR stawia wskaźniki stóp procentowych w sytuacji szczególnej, w której obowiązują de facto równe i jednakowo wysokie standardy opracowywania jak również przekazywania danych. Główne wytyczne w zakresie wskaźników stóp procentowych są zawarte w Aneksie I do BMR, a w związku z tym prawdopodobnie RTS i Guidelines nie mogą być używane w odniesieniu do wskaźników stóp procentowych.

2) Analiza cost-benefit zawiera kilka istotnych luk.

- s.37 – jest prawdą, że zwiększone koszty związane z nadzorem będą poniesione tylko przez administratorów wskaźników – ale biorąc pod uwagę, fakt, że nawet wskaźnik pozaistotny będzie miał (może mieć) istotny udział kosztów nadzoru, racjonalność ekonomiczna utrzymywania takiego wskaźnika może zadecydować o konieczności zaniechania jego utrzymywania.
- s.38 – zwiększenie wymagań dotyczących kontrybutorów danych do indeksów pozaistotnych również zmienia istotnie ekonomikę i racjonalność utrzymywania wskaźnika.

Ponadto analiza na stronie 40 stawia tezę, którą trudno uznać za poprawnie zdiagnozowaną/opisaną („The incremental cost of these draft Guidelines for supervised contributors are minimal for two main reasons:[...]”). O ile marginalny wzrost kosztów nadzorowanych dostawców danych (data contributors) może rzeczywiście być

minimalny, to nie można zapominać o fakcie, że generalnie koszt weryfikacji danych narzucany przez BMR lub RTS powoduje, że koszty kontrybutorów są liczone w mln USD/EUR rocznie. To oznacza, że istnieje duża negatywna motywacja do niepełnienia roli kontrybutora. A to z kolei oznacza, że nie tylko utrzymanie stabilnej grupy panelistów danych do istniejących wskaźników może być trudne, ale może być niemożliwe kreowanie nowych wskaźników. Jest to de facto sprzeczne z intencją regulatorów (FSB, IOSCO), aby zachęcać uczestników rynku do wytwarzania nowych wskaźników. W szczególności dotyczy to wskaźników stóp procentowych, które w zasadzie nie mają żadnych ułatwień regulacyjnych nawet jeżeli posiadają status pozaistotnych (vide BMR art. 18)