

## CONTRAPARTEA CENTRALĂ LOCALĂ

Laurențiu Paul Barangă\*

*Academia de Studii Economice, București, România*

---

### Rezumat

În data de 29.01.2019 Adunarea Generală Extraordinară a Acționarilor societății Bursa de Valori București (BVB) a hotărât înființarea unei societăți pe acțiuni în vederea autorizării și funcționării sale ca și contraparte centrală. Această societatea va avea ca obiectiv de activitate efectuarea de operațiuni de compensare, de calcul al obligațiilor nete și de asigurare a disponibilității instrumentelor financiare, a fondurilor bănești (sau a ambelor) pentru acoperirea expunerilor rezultate.

Contrapartea centrală va putea oferi servicii de garantare a tranzacțiilor cu instrumente financiare realizate atât pe locurile de tranzacționare la vedere administrate în prezent de BVB cât și pe piața de derivate, în cazul în care BVB va dezvolta o astfel de piață.

Având în vedere că instrumentele financiare listate pe locurile de tranzacționare administrate de BVB sunt eterogene, din punct de vedere al lichidității și al volatilității, posibilitatea contrapărții centrale locale de a oferi servicii de compensare va fi limitată la anumite instrumente financiare, cel puțin în prima etapă. În situația în care serviciile de compensare vor fi extinse la toate valorile mobiliare listate la BVB, nivelul garanțiilor va ajunge, în anumite situații, și până la 100% din valoarea tranzacției, fapt ce ar conduce, în fapt, la o activitate de prevalidare.

**Cuvinte-cheie:** contrapartea centrală, instrumente financiare, poziții nete, risc de piață, risc de credit

**Clasificare JEL:** G14, G23, G28

---

### Introducere

Contrapartea centrală (CCP) este acea entitate de infrastructură a pieței (FMI) care se interpune între părțile unei tranzacții, devenind cumpărător pentru fiecare vânzător și vânzător pentru fiecare cumpărător și asigurând astfel buna executare a tranzacțiilor în curs de decontare sau a obligațiilor aferente pozițiilor deschise. CCP se interpune între părțile unei tranzacții prin intermediul novației.

---

\* Autor de contact, Paul Barangă - [barangalp@yahoo.com](mailto:barangalp@yahoo.com)

CCP reduce riscurile asociate tranzacțiilor pentru participanți prin compensarea<sup>1</sup> multilaterală de tranzacții, precum și prin intermediul unor mecanisme de limitare a riscului<sup>2</sup>/expunerii pentru toți participanții. De exemplu, CCP-urile solicită participanților să furnizeze garanții (contribuirea cu resurse financiare la sistemele de garantare) și totodată, să mențină aceste garanții peste anumite nivele minime cu scopul de a se putea acoperi expunerile/pozițiile nete debitoare ale participanților în cazul unei incapacități de plată. Prin intermediul acestor activități și operațiuni realizate de o CCP, se reduc riscurile asociate tranzacțiilor financiare. Din acest motiv eficacitatea mecanismelor de limitare a riscului folosite de o CCP, precum și caracterul adecvat al resurselor sale financiare sunt esențiale pentru obținerea acestor beneficii.

## 1. Riscurile financiare gestionate de o CCP

În activitatea curentă CCP trebuie, cu precădere, să gestioneze riscul de credit, de lichiditate și operațional. Deși aceste riscuri sunt concepte distincte, în activitatea unei CCP există o interacțiune semnificativă între aceste tipuri de riscuri.

Riscul de credit este definit ca fiind riscul ca o contrapartidă să nu își poată îndeplini obligațiile financiare atunci când acestea sunt datorate sau în orice moment în viitor. Expunerea la riscul de credit poate apărea sub formă de expuneri curente<sup>3</sup> și de expuneri potențiale<sup>4</sup>. Expunerea la riscul de credit este compusă din două sub-categorii, respectiv: expunerea la riscul aferent costului de înlocuire<sup>5</sup> (unde potențiala pierdere este reprezentată de volatilitatea prețului) și expunerea la riscul principal<sup>6</sup> (asociat cu riscul de decontare).

Totodată, o CCP poate să fie expusă și la riscul rezidual al un participant dacă condițiile de piață se modifică în mod mai drastic decât s-a prevăzut la determinarea nivelului de marjă. În astfel de situații, pierderile pot depăși nivelul garanțiilor depuse de participant în contul de marjă.

Riscul de lichiditate este definit ca fiind riscul ca o contraparte, să nu dispună de fonduri/active suficiente pentru a-și îndeplini obligațiile financiare, deși poate fi capabilă să

<sup>1</sup> Activitatea de compensare reprezintă procesul de stabilire a pozițiilor, inclusiv calculul obligațiilor nete, și de asigurare a disponibilității instrumentelor financiare, a fondurilor bănești sau a ambelor pentru acoperirea expunerilor rezultate în urma respectivelor poziții.

<sup>2</sup> Prin mecanismele de limitare a riscului folosite de o CCP se înțeleg limitele de expunere maximă determinate de aceasta pentru fiecare participant în funcție de nivelul garanțiilor depuse de acesta, bonitatea participantului, tipul de instrumente financiare care fac obiectul expunerii, precum și nivelul riscurilor de piață asociate respectivelor instrumente, etc.

<sup>3</sup> Expunerea curentă provine din fluctuațiile valorii de piață a pozițiilor deschise între CCP și participanții săi.

<sup>4</sup> Prin expunere potențială se înțelege orice posibilă expunere de credit pe care o CCP ar putea să o înregistreze într-un moment viitor. Aceasta poate proveni din fluctuațiile potențiale ale valorii de piață a pozițiilor deschise ale unui participant în situație de incapacitate de plată până când pozițiile sunt închise, acoperite integral sau transferate. Calculul expunerii potențiale viitoare necesită modelarea potențialelor mișcări ale prețurilor și a altor factori relevanți, precum și specificarea gradului de încredere și a duratei perioadei de închidere.

<sup>5</sup> Riscul aferent costului de înlocuire reprezintă riscul de pierdere a câștigurilor nerealizate pe tranzacțiile nedecontate cu o contrapartidă. Expunerea aferentă acestui risc reprezintă costul înlocuirii tranzacției inițiale care a intrat în incapacitate de plată la prețurile curente ale pieței.

<sup>6</sup> Riscul principal reprezintă riscul ca o contrapartidă să piardă valoarea integrală implicată într-o tranzacție.

facă acest lucru în viitor. Ambele părți ale unei tranzacții pot fi expuse la riscul de lichiditate la data decontării.

Riscul operațional reprezintă riscul ca deficiențele sistemelor informatice sau ale proceselor interne, erorile umane și eșecurile de gestiune datorate evenimentelor externe să afecteze serviciile furnizate. Aceste evenimente de risc operațional pot duce la întârzieri, pierderi, probleme de lichiditate, eficiență scăzută în activitatea de gestionare a expunerilor și, în unele cazuri, la riscuri sistемice.

În activitatea de management al riscului CCP dispune de o serie de instrumente precum: mecanisme de gestionare a riscului de credit și de lichiditate și aranjamentele de prefinanțare a sistemului de garanții. Garanțiile constituite la nivelul CCP sunt folosite, pentru a-și gestiona pierderile cauzate de intrarea în incapacitate de plată a unui participant, într-o anumită succesiune de resurse, denumită "în cascadă". Sistemul "în cascadă" de acoperire a necesarului de resurse include contribuțiile la sistemul de marja, contribuția la Fondul de garantare, precum și fondurile proprii ale CCP.

## 2. Sistemul de management al riscului

Sistemul de management al riscului al unei FMI este organizat pe următorii piloni: un sistem de garanții colectate de la fiecare participant, un sistem de limite de expuneri/decontare, precum și mecanisme de gestionare a riscului.

a. Sistemul de garanții este organizat din două structuri, respectiv: dintr-un sistem de marje și dintr-un fond colectiv de garantare. Garanțiile depuse de participanți trebuie să fie active cu risc scăzut de credit, de lichiditate și de piață. În funcție de nivelul de risc agregat al unui activ, CCP stabilește anumite ajustări ale valorii acestora. Aceste ajustări reflectă potențialul de scădere a valorii activelor în intervalul dintre ultima lor reevaluare și timpul în care acestea pot fi vândute/ transformate în numerar. De asemenea, la stabilirea structurii garanțiilor sunt avute în vedere și următoarele reguli: limitarea prociclicității, evitarea concentrațiilor de garanții, precum și capacitatea de reutilizare a garanției.

*Sistemul de marje* este format din garanțiile depuse de participanți în funcție de tranzacțiile pe care le realizează sau intenționează să le realizeze. CCP colectează contribuții la sistemul de marjă<sup>7</sup> cu scopul de a diminua expunerile în cazul unei situații de incapacitate de plată. Sistemul de marjă este compus din marja inițială și marja variabilă (de variație). Marja inițială se colectează la început pentru a acoperi eventualele expuneri viitoare. Marja variabilă se colectează pentru a acoperii expunerile curente care rezultă din modificările efective ale prețurilor de piață. Pentru a calcula necesarul de marjă suplimentară, pozițiile deschise sunt marcate la piață, iar fondurile sunt colectate de la (sau plătite) unei contrapărți pentru a deconta orice pierderi (sau câștiguri) din respectivele poziții.

Pentru fiecare participant, în funcție de expunerile pe care le înregistrează, CCP calculează un nivel al marjei necesare care dacă se află la un nivel mai mare decât cel constituit anterior, respectivul participant va primi o solicitare de completare a marjei (apel

---

<sup>7</sup> Marja reprezintă un depozit de garanții sub formă de bani, valori mobiliare sau alte instrumente financiare.

în marjă). Nivelul cerinței de marjă este stabilit în urma marcării<sup>8</sup> la piață a pozițiilor deținute de participant și este adaptat în funcție de caracteristicile de risc ale produsului (volatilitatea, situațiile de corelare a prețurilor, riscul de faliment, lichiditatea pieței, implicațiile volatilității asupra operațiunilor de management al riscului și capacitatea acestora de a diminua expunerea/poziția netă debitoare înregistrată de respectivul participant, procedura și perioadele de închidere<sup>9</sup> forțată, etc.). Totodată, la calcularea cerințelor de marjă, CCP poate permite compensări sau reduceri ale marjelor necesare unui produs dacă acesta este corelat în mod semnificativ cu un alt produs.

*Fondul de garantare* este constituit din contribuția fixă (inițială)<sup>10</sup> și contribuții suplimentare (ulterioare). În funcție de nivelul dorit al operațiunilor financiare, participantul își poate mări nivelul expunerilor potențiale prin depunerea de contribuții suplimentare la Fondul de garantare. Astfel, la stabilirea contribuțiilor la Fondul de garantare, CCP are în vedere impactul pe care îl poate avea un participant în situația intrării în incapacitate de plată, dinamica acestui impact, precum și bonitatea financiară a participantului (riscul de solvabilitate al acestuia).

De asemenea, la stabilirea nivelului garanțiilor se mai poate ține cont și de capacitatea financiară a participantului de a disponibiliza fonduri bănești necesare acoperirii oricărei poziții nete debitoare într-un orizont de timp foarte scurt cu alte resurse decât cele reprezentând contribuții la Fondul de Garantare, de istoricul comportamentului acestuia în ceea ce privește frecvența cu care a apelat la măsurile de management al riscului și/sau sancțiunile primite, etc.

b. Sistemul de limite. În funcție de contribuțiile la sistemul de garantare participantul primește dreptul de a înregistra expuneri până la un anumit nivel. Scopul acestor limite de expuneri este de a preveni dobândirea unor poziții dominante în piață de către un singur participant. De asemenea, CCP va menține în permanență o anumită pondere a garanțiilor constituite la Fondul de garantare din totalul garanțiilor constituite de un participant pentru un anumit interval al expunerilor pe care le poate înregistra.

Expunerile unui participant pot fi reprezentate de o valoare absolută a tranzacțiilor înregistrate pe un anumit instrument financiar sau clasă de instrumente financiare, sau pot reprezenta o pondere maximă a pozițiilor deschise de un anumit tip (lungi/scurte) și pentru o anumită scadență a unui instrument financiar derivat. Aceste limite maxime de deținere pot fi ajustate în funcție de dimensiunea garanțiilor depuse de respectivul participant, de nivelul de lichiditate al pieței (volumele tranzacționate și valoarea tranzacțiilor aferente respectivului instrument financiar), precum și de microstructura respectivei piețe (numărul de participanți).

În funcție de modul de organizare al sistemului de management al riscului, FMI poate să limiteze expunerile unui participant la nivelul celor care pot fi realizate conform garanțiilor depuse (se stabilește o limită de decontare) sau poate să permită expuneri superioare nivelului celor care pot fi realizate conform garanțiilor depuse (situație care conduce la apel în marjă).

---

<sup>8</sup> Prin activitatea de marcare la piață se evaluează pozițiile deschise deținute de un participant pe contul propriu sau ale clienților la prețurile de referință ale instrumentelor financiare sau ale activelor financiare ale căror prețuri sunt suport pentru alte instrumente financiare.

<sup>9</sup> La determinarea perioadei de închidere forțată a unei poziții CCP are în vedere impactul nerespectării de către un participant a condițiilor de piață existente, perioadele anticipate de închidere în condiții de piață extreme, nivelul de lichiditate al produselor, eventualele concentrări de poziții la nivelul unui participant, precum și volatilitatea prețurilor în timpul închiderilor.

<sup>10</sup> Contribuția fixă (inițială) este contribuția depusă de un participant la sistemul de compensare decontare prin care primește pentru prima dată dreptul de a înregistra expuneri până la un anumit nivel.

c. Mecanisme de gestionare a riscurilor. În situația unui eșec la decontare sau a unei depășiri a limitei de expunere, în lipsa reacției din partea participantului la apelul în marjă, FMI apelează la o serie de operațiuni menite să reducă expunerea sau mărirea poziției debitoare. Pentru gestionarea unei situații de incapacitate de plată aferentă unei tranzacții cu valori mobiliare FMI poate apela la împrumuturi de instrumente financiare, la tranzacții speciale (de tip buy-in/sell out) sau la refacerea tranzacției în cauză.

*În situația în care lichiditatea unei valori mobiliare se reduce foarte mult*, CCP nu va mai putea apela la operațiuni de împrumuturi de instrumente financiare sau la tranzacții speciale/de refacere a tranzacției pentru a gestiona situația de incapacitate de plată a unui vânzător de valori mobiliare. În astfel de situații, se va ajunge la rezilierea tranzacției și la compensări în numerar pentru cumpărătorul de bună credință din partea CCP, urmând ca acesta să încerce să achiziționeze respectivele valori mobiliare ulterior când va fi posibil. Pentru gestionarea unei situații de incapacitate de plată aferentă unor poziții deschise pe instrumente financiare derivate, CCP apelează la operațiuni de închidere forțată<sup>11</sup> a respectivelor poziții deschise. În situația în care CCP oferă servicii unei piețe de derivate unde sunt tranzacționate instrumente financiare derivate cu decontare fizică, în cazul unei situații de incapacitate de plată, aceasta va apela la operațiunile de management al riscului specifice pieței la vedere.

*În situația în care lichiditatea unui instrument financiar derivat se reduce foarte mult*, CCP nu va mai putea închide poziția aflată în incapacitate de plată în condiții optime, fapt ce va conduce la creșterea nivelului debitului, creștere care în anumite situații poate conduce la riscuri sistemice.

### 3. Piața de instrumente derivate

O piață eficientă de instrumente financiare derivate nu poate exista fără o CCP funcțională care să asigure servicii de compensare, de calculul a obligațiilor nete și de asigurare a bunei executări a obligațiilor ce îi revin fiecărui participant în funcție de tipul, numărul și valoarea pozițiilor deschise.

Dar simpla înființare a unei societăți cu obiect de activitate specific unei CCP nu reprezintă premiza absolută că respectiva CCP o să fie și funcțională. Pentru ca o CCP să fie funcțională mecanismelor de limitare a riscului folosite trebuie să fie eficiente, garanțiile financiare trebuie să prezinte un nivel adecvat, iar costurile operaționale să fie acoperite de veniturile curente (obținute prin intermediul comisioanelor).

Aceste condiții pot fi îndeplinite doar în situația în care piața de derivate va prezenta un anumit nivel de lichiditate și implicit se va putea oferi instituțiilor financiare, la costuri rezonabile, mijloace și instrumente necesare în atingerea obiectivelor investiționale proprii sau ale clienților acestora. Astfel că, odată ce această piață de derivate este mai atractivă pentru instituțiile financiare și nivelul garanțiilor va fi mai adecvat și mai robust, atât din

---

<sup>11</sup> Prin operațiunea de închidere forțată a unei poziții, CCP inițiază o poziție de sens contrar și de aceeași valoare cu cea aflată în incapacitate de plată prin realizarea unei noi tranzacții pe piața de derivate.

punct de vedere al mărimii și structurii, cât și din punct de vedere al ponderilor deținute de participanți<sup>12</sup>.

Dar cum atractivitatea unei piețe de derivate poate fi asigurată doar printr-un anumit nivel al lichidității, administratorul respectivului loc de tranzacționare trebuie să țină cont și de instrumentele financiare care concurează cu instrumentele derivate listate pe o piață reglementată.

În prezent, o serie de instituții financiare oferă posibilitatea clienților săi de a iniția poziții și implicit de a beneficia de expuneri pe diferite active sau pe mix-uri de active. Astfel, prin intermediul produselor structurate, CFD-urilor sau al perechilor valutare, instituțiile financiare pot adapta cu ușurință oferta de produse financiare oferite clienților săi pentru a veni în întâmpinarea nevoilor acestora, respectiv de a beneficia de expuneri pe diferite active, cu un nivel al multiplicatorului și al efectului de levier similar cu cel al instrumentelor financiare standardizate care se tranzacționează pe o piață reglementată de derivate (ex: contracte futures, options) .

De asemenea, pentru activitatea interbancară, instituțiile de credit și-au dezvoltat relații contractuale cu diferiți furnizori de lichiditate în vederea închiderii unor eventuale expunerii nete prin intermediul instrumentelor financiare derivate oferite de aceștia (ex: contracte de tip swap, forward).

## Concluzii

Din cele prezentate se observă că eficacitatea operațiunilor de management al riscului realizate de o CCP depinde de nivelul de lichiditate și volatilitate al instrumentului financiar tranzacționat sau care este constituit ca garanție pentru a garanta alte tranzacții financiare.

În cazul în care o valoare mobilă prezintă o lichiditate foarte scăzută, nu se va putea găsi o contraparte în eventualitatea unei operațiuni speciale sau de refacere a tranzacției, fapt ce va afecta capacitatea CCP de a asigura buna executare a obligațiilor unui vânzător aflat în incapacitate de plată către cumpărătorul de bună credință. În aceste situații FMI nu poate decât să realizeze compensații în numerar pentru cumpărătorul de bună credință în vederea acoperirii pierderilor înregistrate de acesta ca urmare a eșecului de decontare a tranzacției.

De asemenea, lichiditatea scăzută a unui instrument derivat afectează capacitatea CCP de a diminua expunerea unui participant care nu răspunde la apel în marjă și implicit poate afecta sustenabilitatea sistemelor de garantare datorită faptului că obligațiile participantului intrat în incapacitate de plată sunt acoperite și din garantiile colective constituite la nivelul CCP până la finalizarea operațiunilor de închidere forțată.

În cazul instrumentelor financiare derivate, pe lângă nivelul lichidității și volatilității acestora, un alt factor cu impact major este sensivitatea prețului derivatului la dinamica prețului activului suport. Cu cât volatilitatea și sensivitatea este mai mare cu atât nivelul de marjă este mai mare fapt ce poate conduce la situații în care nivelul ridicat al marjei necesare reduce semnificativ efectul de levier și implicit rațiunea economică de a mai iniția astfel de expuneri.

---

<sup>12</sup> Cu cât ponderea contribuțiilor depuse de participantul cu cea mai mare expunere înregistrată în totalul garanțiilor existente în cadrul sistemului de garantare este mai mică, cu atât respectivul sistem de garantare este mai robust.

Având în vedere că valorile mobiliare listate pe locurile de tranzacționare administrate de BVB sunt eterogene, din punct de vedere al lichidității și al volatilității, pentru a oferi un sistem solid de garantare a tranzacțiilor Contrapartea Centrală locală va oferi, cel puțin în prima etapă, servicii de compensare doar pentru anumite valori mobiliare. În situația în care serviciile de compensare vor fi extinse la toate valorile mobiliare listate la BVB, nivelul garanțiilor va ajunge, în cazul valorilor mobiliare nelichide, și până la 100% din valoarea tranzacției, fapt ce ar conduce, în fapt, la o situație de prevalidare a respectivei tranzacții.

Referitor la valorile mobiliare care pot fi aduse ca garanție pentru a garanta alte tranzacții financiare, numărul acestora va fi redus doar la acele valori mobiliare care prezintă un nivel scăzut al riscului de credit, de lichiditate și de piață. În funcție de nivelul riscului asociat valorilor mobiliare aduse colateral, CCP va ajusta valoarea acestora. Astfel, valorile mobiliare cu un nivel ridicat al riscului nu pot fi aduse colateral pentru alte tranzacții financiare deoarece ajustarea de valoare aplicată acestora de către CCP poate tinde spre 100%.

### Bibliografie

- [1] Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții;
- [2] Directiva 2013/36/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 26 iunie 2013 cu privire la accesul la activitatea instituțiilor de credit și supravegherea prudențială a instituțiilor de credit și a firmelor de investiții, de modificare a Directivei 2002/87/CE și de abrogare a Directivelor 2006/48/CE și 2006/49/CE;
- [3] Regulamentul nr. 575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 26 iunie 2013 privind cerințele prudențiale pentru instituțiile de credit și societățile de investiții și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012;
- [4] Committee on Payment and Settlement Systems; Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions; Principles for financial market infrastructures; Bank for International Settlement; OICV-IOSCO, April 2012;
- [5] Committee on Payment and Settlement Systems; Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions; Disclosure framework and Assessment methodology; Bank for International Settlement; OICV-IOSCO, December 2012;
- [6] Laurențiu Paul Barangă; Noile produse financiare tranzacționate pe piața Forex și impactul acestora; Revista de Studii Financiare; Volumul 1, nr.1, 2016;
- [7] Laurențiu Paul Barangă; Opinie privind noile produse financiare emise de către instituțiile financiare – produse structurate; ICBE; 2017; Volumul 11, nr. 1; 2017.