

Maria Czech

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

BONDSPOT SA JAKO PLATFORMA OBROTU DERYWATAMI KREDYTOWYMI

Wprowadzenie

Kryzys finansowy w 2008 r. przyniósł wiele zawirowań w dotychczasowym porządku gospodarczym. Zrewidował poglądy dotyczące stanu poszczególnych gospodarek krajowych i zwrócił uwagę na nieprawidłowości, które doprowadziły do zaburzeń równowagi w obszarze bilansu płatniczego. Pomimo wielu negatywnych aspektów, kryzys finansowy, przyniósł także nowe możliwości i szanse rozwoju, m.in. dla polskiego rynku kapitałowego. Na fali kryzysu Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) wysunęła się na pozycję lidera w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem kapitalizacji i liczby notowanych spółek. Warto zatem rozważyć, czy w świetle tego faktu, wprowadzenie nowych instrumentów do zorganizowanego obrotu mogłoby doprowadzić do powstania Centrum Finansowego Europy Środkowo-Wschodniej w Warszawie.

Warszawa, aby mogła się stać regionalnym centrum finansowym w naszej części Europy, potrzebuje nie tylko dynamicznego rozwoju rynku giełdowego, ale również rynku pozagiełdowego. Rynek pozagiełdowy, jako platforma finansowania głównie długu państwowego, nie spełnia swojej funkcji w sposób pełny i zadowalający. Przede wszystkim powinna stanowić alternatywę wobec kredytów bankowych dla podmiotów sfery realnej oraz wprowadzać nowe elementy, dotychczas niedostępne szerszej grupie uczestników. Takimi innowacjami na rynku pozagiełdowym w Polsce mogłyby być instrumenty finansowe służące do zarządzania ryzykiem kredytowym – derywaty kredytowe.

Opracowanie ma na celu przybliżenie tematyki derywatów kredytowych, w kontekście upublicznienia obrotu kredytowych instrumentów pochodnych. Autor zastanawia się nad możliwością wprowadzenia tych instrumentów na Regulowany Rynek Pozagiełdowy (RRP), organizowany przez spółkę BondSpot SA, biorąc pod uwagę regulacje prawne oraz potencjał polskiego rynku kapitałowego.

W opracowaniu stawia się hipotezę, że istnieje możliwość wprowadzenia derywatów kredytowych do zorganizowanego obrotu, co w przyszłości zwiększy możliwości rozwoju polskiego rynku kapitałowego, jego innowacyjność oraz popularność.

1. Przesłanki rozwoju rynku OTC derywatów kredytowych w Polsce

Polski rynek kapitałowy jest jednym z najprężniej rozwijających się rynków w Europie Środkowo-Wschodniej. Głównym elementem infrastruktury tego rynku jest Giełda Papierów Wartościowych. Giełda warszawska z sukcesem wykorzystywała okres niekorzystnych zmian po 2007 r. do rozwoju i wzrostu konkurencyjności, czego implikacją było wysuniecie się GPW na I miejsce w Europie Środkowo-Wschodniej¹. W świetle tych zdarzeń GPW może pretendować do stworzenia regionalnego centrum finansowego. O popularności danego rynku i związanym z nią sukcesem decyduje odpowiednia jego płynność oraz stosowna wielkość, zarówno pod względem liczby spółek, jak i ilości instrumentów. W związku z tym, że rodzimy rynek jest największy w Europie Środkowo-Wschodniej i relatywnie płynny, należy analizować go nie tylko z punktu widzenia obecnej struktury, ale przede wszystkim przez pryzmat jego potencjału. Na platformach obrotu jest notowany cały wachlarz instrumentów, ale rezerwar tego rynku nie został wyczerpany i może stanowić bazę do wprowadzenia innowacyjnych instrumentów zarządzania ryzykiem do zorganizowanego obrotu.

Rozwój inżynierii finansowej spowodował powstanie innowacyjnych instrumentów finansowych, będących odpowiedzią na zapotrzebowanie ze strony zarządzających finansami. Obecnie, gdy coraz więcej podmiotów finansuje swoją aktywność kapitałem obcym, kluczowego znaczenia nabierają instrumenty zarządzania ryzykiem kredytowym. Ryzyko kredytowe, w ujęciu węższym, jest definiowane jako możliwość niespłacenia przez dłużnika kapitału wraz z odsetkami oraz innymi opłatami, w określonym czasie². Szeroko rozumiane ryzyko kredytowe jest związane z wszelkimi umowami, w których istnieje niebezpieczeństwo niewywiązania się kontrahenta z płatności, która została określona w warunkach

¹ M. Czech: *Analiza porównawcza funkcjonowania wybranych giełd europejskich w warunkach globalnego kryzysu finansowego*. W: *Funkcjonowanie podmiotów gospodarczych w warunkach niepewności*. Red. A.M.-C. Limański, R. Milic-Czerniak. WSZiJO, Katowice 2010, s. 137-147.

² Por. Z. Zawadzka: *Zarządzanie ryzykiem w banku komercyjnym*. Poltext, Warszawa 1999. s. 25.

kontraktu³. Zatem ryzyko kredytowe obejmuje wszystkie aktywa, zarówno bilansowe, jak i pozabilansowe⁴. Ze względu na fakt, iż ogólnie rzecz ujmując, w aktywności gospodarczej znaczenia nabiera finansowanie zewnętrzne, powstaje głęboka potrzeba poszerzania oferty o instrumenty niezbędne do zarządzania ryzykiem.

Zarządzanie ryzykiem kredytowym za pomocą derywatów kredytowych jest stosunkowo innowacyjnym przedsięwzięciem. Powszechne wykorzystanie tych instrumentów jest utrudnione m.in. poprzez brak wyspecjalizowanej platformy, na której instrumenty te mogłyby być notowane. Powstanie takiej platformy mogłoby zwiększyć efektywność zarządzania ryzykiem kredytowym.

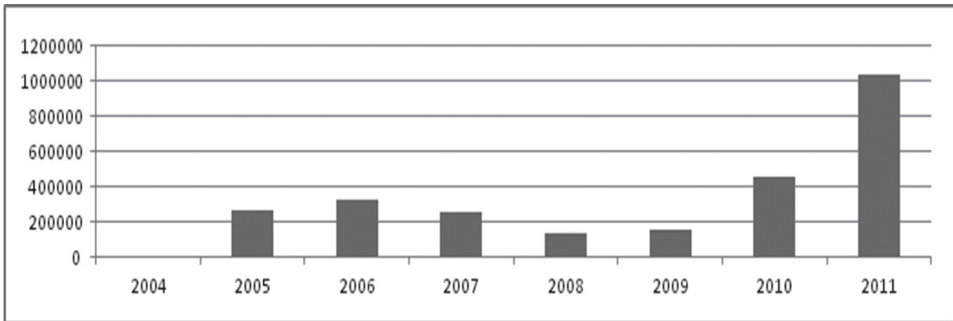
Wprowadzenie derywatów kredytowych do zorganizowanego obrotu mogłoby doprowadzić do wzrostu zainteresowania tymi instrumentami, zarówno podmiotów transferujących ryzyko, jak i dywersyfikujących dochody inwestycyjne. Konsekwencją tego będzie wzrost wiedzy oraz większa świadomość szans i zagrożeń płynących z wykorzystania ryzykownych instrumentów, co przyczyni się do zmniejszenia negatywnych konsekwencji z niewłaściwego użycia tego rodzaju instrumentów.

Wprowadzenie derywatów kredytowych na RRP stworzyłoby nową ofertę inwestycyjną, umożliwiającą dywersyfikację składników portfela inwestycyjnego, co przedkłada się na maksymalizację stopy zwrotu. Pochodną tego byłaby większa liczba uczestników rynku kapitałowego, którego nowa oferta wzbogaci różnorodność form i strategii inwestowania. Zwiększenie liczby uczestników rynku umożliwi swobodną realizację transakcji kupna i sprzedaży w dowolnym momencie – zatem pozytywnie wpłynie na poprawę płynności, determinowaną powszechnym dostępem do rynku derywatów kredytowych.

W ostatnich dwóch latach zauważa się istotny wzrost zainteresowania rynkiem pozagiełdowym (rys. 1).

³ K. Jajuga: *O systematyzacji modeli ryzyka kredytowego*. W: *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990-2003. Teoria i praktyka*. Red. D. Appenzeller. Zeszyty Naukowe nr 49, AE, Poznań 2004, s. 119.

⁴ Z. Krysiak: *Ryzyko kredytowe a wartość firmy. Pomiar i modelowanie*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 14.

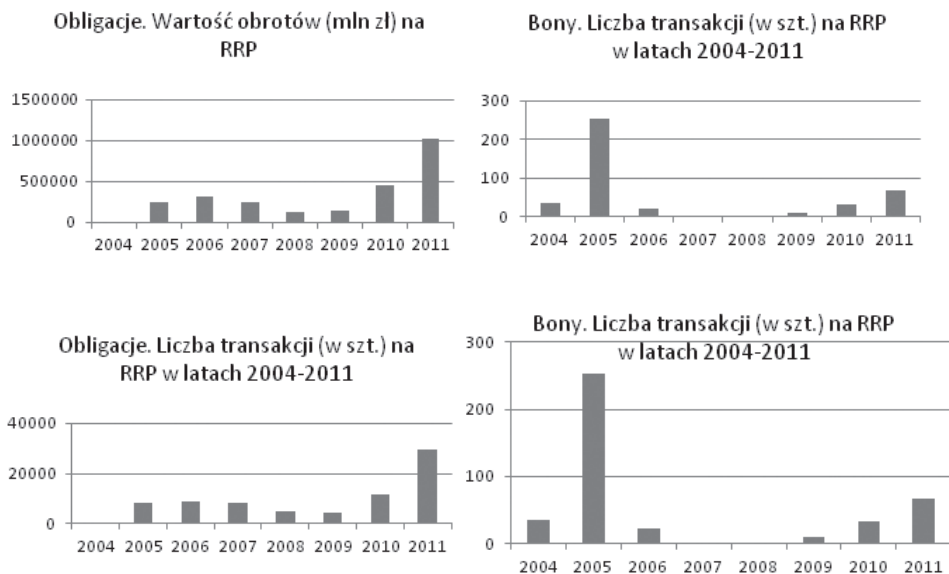


Rys. 1. Łączna wartość obrotów (obligacje i bony) na RRR w mln zł w latach 2004-2011

Źródło: *Bond Spot S.A.* Regulowany Rynek Pozagiełdowy, 2012, http://bondspot.pl/rynek_regulowany.

W latach poprzedzających kryzys finansowy (2004-2007), wartość obrotów na RRP kształtowała się na średnim poziomie 203 599,8 mln zł, podczas gdy w roku 2010 i 2011, wartość ta wzrosła do średniego poziomu 748 212,0 mln zł. Największy udział w tym wzroście mają obligacje. Wartość obrotów obligacjami na RRP w 2011 r. była o ponad 600% wyższa w stosunku do roku 2008. Przyczyną wzrostu wartości obrotów jest przede wszystkim zwiększenie liczby przeprowadzonych transakcji (rys. 2). W przypadku obligacji w 2008 r. zanotowano 5014 transakcji, podczas gdy rok 2011 przyniósł wzrost na poziomie 29 429 przeprowadzonych transakcji. Podobnie kształtuje się tendencja dotycząca bonów. Największym zainteresowaniem instrumentami te cieszyły się w 2005 r., jednak później ich liczba transakcji z wykorzystaniem tych instrumentów gwałtownie spadła. Tym niemniej, od 2009 r. zauważa się znaczny wzrost zainteresowania bonami i wyraźną tendencję wzrostową.

Można domniemywać, iż wzrostowi liczby transakcji odpowiada większa grupa inwestorów oraz emitentów. Wynika z tego, iż znaczna liczba zainteresowanych podmiotów szuka alternatywnych źródeł pozyskiwania oraz lokowania kapitału. Jeśli tak, warto wykorzystać potencjał tego rynku i zaktywizować podmioty, których naturalną potrzebą jest transfer ryzyka lub dywersyfikacja dochodów.



Rys. 2. Wartość obrotów i liczba transakcji obligacji i bonów na RRP, w latach 2004-2011
Źródło: Ibid.

2. Obrót derywatami kredytowymi na światowych rynkach finansowych

Derywaty kredytowe są innowacyjnymi instrumentami z grupy instrumentów pochodnych, których cena jest bezpośrednio lub pośrednio skorelowana z ceną, bądź wartością innych instrumentów finansowych⁵.

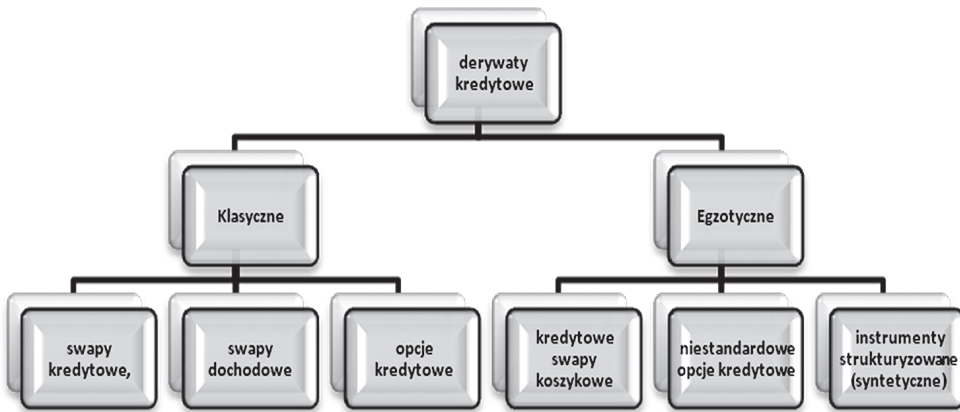
Derywaty kredytowe są kontraktami finansowymi, generującymi taką wymianę płatności, w której przepływy pieniężne jednej ze stron kontraktu są uzależnione od kształtowania się ryzyka kredytowego instrumentu bazowego⁶. Umożliwiają odizolowanie ryzyka kredytowego od aktywów finansowych,

⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005, Nr 183, p. 2005, 07 29), <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU20051831538>.

⁶ D. Gaines, K. Kane: *An Introduction to Credit Derivatives*. „Commercial Lending Review” Winter 1998/1999, s. 10-16.

a w konsekwencji przeniesienie tego ryzyka na inne podmioty⁷. Po raz pierwszy zaczęto je stosować w latach 80. XX w. w celu zabezpieczenia przed ryzykiem kontrahenta⁸. Obecnie wykorzystywane są w celu redukcji lub całkowitej eliminacji ryzyka kredytowego, uzyskania dodatkowego wynagrodzenia oraz obrotu ryzykiem kredytowym.

Na rynku derywatów kredytowych wyróżnia się wiele ich rodzajów (rys. 3), jednak kluczową rolę pełnią kontrakty swap⁹.



Rys. 3. Rodzaje derywatów kredytowych

Źródło: Na podstawie: I. Pruchnicka-Grabias: *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie. Przewodnik po strukturach standardowych i egzotycznych*. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 29-31.

Swap dotyczy wymiany przepływów gotówkowych w określonym dniu w przyszłości. Wartość tych przepływów jest wyliczana według sposobu określonego w kontrakcie¹⁰, a płatności dokonuje się według ściśle określonego harmonogramu¹¹.

Swap kredytowy (CDS), jako najprostsza i najpopularniejsza forma derywatu kredytowego, zabezpiecza przed zaprzestaniem obsługi zadłużenia¹² (rys. 4)

⁷ K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe (I). Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*. „Bank i Kredyt” 2001, Vol. 33, No. 3, s. 51-63.

⁸ I. Pruchnicka-Grabias: *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie. Przewodnik po strukturach standardowych i egzotycznych*. CeDeWu, Warszawa 2011 s. 11.

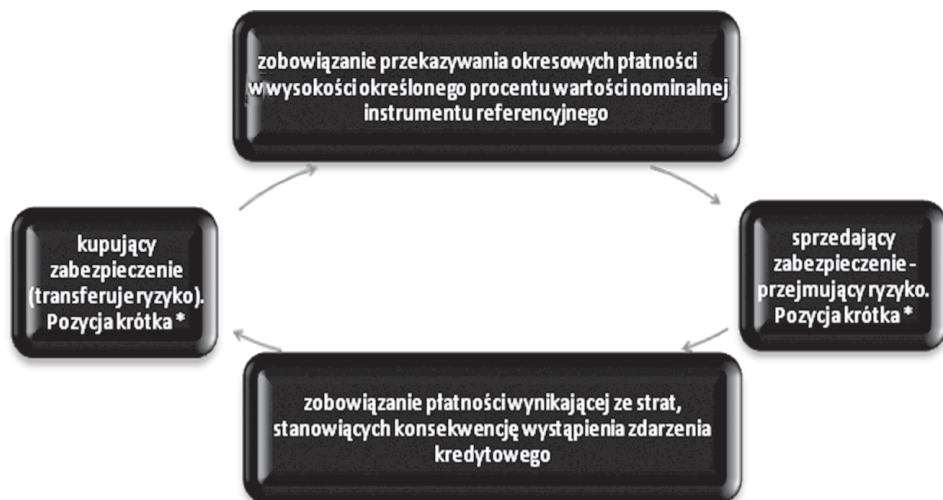
⁹ C.J. Hull: *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011 s. 141.

¹⁰ Ibid., s. 142.

¹¹ P. Karkowski: *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*. GreenCapital.pl, Warszawa 2009, s. 54.

¹² A. Huterska: *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 73.

i daje możliwość odizolowania ryzyka związanego z zobowiązaniami kredytowymi¹³.



Rys. 4. Mechanizm swapu kredytowego

* K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe (I). Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*. „Bank i Kredyt” 2001, Vol. 33, No. 3, s. 51-63.

Źródło: P. Niedziółka: *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*. SGH, Warszawa 2011, s. 306.

Na świecie obrót derywatami kredytowymi odbywa się na rynku pozagiełdowym – OTC. Rynek ten składa się z sieci uczestników tworzących system obrotu z wykorzystaniem technologii¹⁴. Obrót pozagiełdowy nie jest związany z konkretnym miejscem i czasem¹⁵, lecz odbywa się w cyberprzestrzeni między bankami, domami maklerskimi a ich klientami¹⁶, co sprzyja negocjacji warunków¹⁷.

Zorganizowany obrót kredytowymi instrumentami pochodnymi może dotyczyć pojedynczego instrumentu bądź indeksu kredytowego¹⁸. Na rynku Down Jones CXD (dług Ameryki Północnej i rynków wschodzących) oraz na rynku The

¹³ A. Kasapi: *Kredytowe instrumenty pochodne. Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 46.

¹⁴ J. Czekaj: *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 69.

¹⁵ K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

¹⁶ W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

¹⁷ C.J. Hull: *Op. cit.*, s. 132.

¹⁸ A. Huterska: *Op. cit.*, s. 85.

International Index Company iTraxx (dług europejski, australijski i azjatycki) wprowadzono indeksy kredytowe¹⁹. Indeksy te kreuje się na podobnych zasadach jak indeksy akcji²⁰. W skład indeksu wchodzi CDS o standardowych warunkach, stałym spreadzie i terminie wygaśnięcia oraz charakteryzujące się największą płynnością na rynku²¹. Skład indeksu jest weryfikowany 20 marca i 20 września każdego roku²², co jest niezbędne, w celu eliminacji instrumentów mało płynnych lub już nieistniejących²³. Każdemu składnikowi indeksu przypisuje się odpowiednią wagę, stanowiącą podstawę obliczania zdarzenia kredytowego w przypadku jego wystąpienia²⁴. Wystąpienie zdarzenia kredytowego nie powoduje ustania premii za ochronę, a jedynie redukcję jej kwoty nominalnej o podmiot nieobjęty ochroną, u którego zdarzenie kredytowe wystąpiło²⁵.

Powyższe indeksy mają charakter globalny, jednak ich konstrukcję można zaadaptować i przełożyć na warunki polskie, uwzględniając specyfikę rynku i jego regionalny charakter oraz procedury prawne.

3. Prawne aspekty wprowadzenia derywatów kredytowych do obrotu na regulowanym rynku pozagiełdowym w Polsce

Regulowanym Rynkiem Pozagiełdowym w Polsce zajmuje się spółka zależna należąca do grupy kapitałowej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – BondSpot SA. Przedmiotem obrotu na RRP są obligacje komunalne, obligacje korporacyjne, listy zastawne oraz obligacje skarbowe. Rynek ten funkcjonuje od wielu lat, zatem wdrożone i sprawdzone w praktyce zasady obrotu mogłyby stanowić bazę do wprowadzenia innowacyjnych instrumentów. Wobec tego do przeprowadzania transakcji derywatami kredytowymi można wykorzystać istniejącą infrastrukturę rynku pozagiełdowego.

Podstawę prawną funkcjonowania RRP stanowi Regulamin Obrotu Regulowanego Rynku Pozagiełdowego oraz Szczegółowe Zasady Obrotu. Regulamin, określa zasady obrotu na rynku RRP i dopuszcza handel derywatami kredytowy-

¹⁹ Ibid, s. 87.

²⁰ I. Pruchnicka-Grabias: *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie. Przewodnik po strukturach standardowych i egzotycznych*. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 37.

²¹ A. Huterska: Op. cit., s. 86.

²² C.J. Hull: Op. cit.

²³ I. Pruchnicka-Grabias: Op. cit., s. 38.

²⁴ A. Huterska: Op. cit., s. 86.

²⁵ Ibid. s. 87.

mi, przedmiotem obrotu na RRP mogą być bowiem instrumenty finansowe, w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. W myśl tej ustawy, instrumentami finansowymi są m.in. instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego, niebędące papierami wartościowymi²⁶.

Instrumenty finansowe mogą zostać dopuszczone do obrotu na wniosek emitenta, na podstawie zatwierdzonego przez organ nadzoru dokumentu informacyjnego. Emitent nie może ograniczać warunków zbycia i musi być w pełni wypłacalny²⁷. Warunki dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz standard instrumentu pochodnego (m.in. rodzaj i typ instrumentu pochodnego, rodzaj instrumentu bazowego, termin rozliczenia i tryb rozliczenia, sposób wyznaczania wysokości zobowiązań) określa Zarząd Spółki BondSpot²⁸. Regulamin nakłada na emitentów obowiązek przekazywania bieżących i okresowych informacji dotyczących instrumentów dopuszczonych do obrotu²⁹.

Obrót na RRP w Polsce odbywa się w dwóch trybach (rys. 5).

Regulamin RRP zapobiega sytuacji niekorzystnej z punktu widzenia uczestników rynku oraz zakłóceń w obrocie. W sytuacji, w której zagrożone jest bezpieczeństwo obrotu lub bezpieczeństwo jego uczestników, Zarząd Spółki BondSpot SA na podstawie uzasadnionego żądania KNF, wstrzymuje dopuszczenie lub wprowadzenie do obrotu oraz zawiesza obrót na rynku określonych instrumentów finansowych³⁰, jednocześnie przekazując tę informację opinii publicznej³¹.

Analizując Regulamin Obrotu Regulowanego Rynku Pozagiełdowego oraz Szczegółowe Zasady Obrotu, można dojść do wniosku, iż nie ma przeciwwskazań prawnych zakazujących wprowadzenie derywatów kredytowych do zorganizowanego obrotu. Mając na uwadze innowacyjny charakter tych instrumentów, istotę problemu może stanowić fizyczna możliwość wprowadzenia tych instrumentów na rynek regulowany.

²⁶ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r., op. cit.

²⁷ *Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego. Stan prawny na dzień 1 kwietnia 2011 r.*, BondSpot, 1.04.2011, http://www.bondspot.pl/pub/Regulacje_RRP_i_ASO/P-RegObrRRP-01.04.11.pdf.

²⁸ Ibid.

²⁹ Ibid.

³⁰ Ibid.

³¹ Ibid.



Rys. 5. Tryb obrotu na RRP

Źródło: *Szczegółowe zasady obrotu na regulowanym rynku pozagiełdowym, Uchwała Nr 90/10.Stan prawny na dzień 8.11.2012.* BondSpot, 2.07.2010, http://www.bondspot.pl/pub/Regulacje_RRP_i_ASO/P-RR-SzczegZasObrRRP_01_04_11.pdf; Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego. Stan prawny na dzień 1 kwietnia 2011 r., BondSpot, http://www.bondspot.pl/pub/Regulacje_RRP_i_ASO/P-RegObrRRP-01.04.11.pdf.

Badając sens wprowadzenia tych instrumentów do zorganizowanego obrotu należy nie tylko zastanowić się nad uwarunkowaniami prawnymi, ale także należy zidentyfikować zagrożenia, które niosą derywaty kredytowe.

4. Koncentracja transakcji derywatów kredytowych na RRP jako zagrożenie

Wprowadzenie derywatów kredytowych do zorganizowanego obrotu niesie także zagrożenia. Możliwość częściowego lub całkowitego wyeliminowania ryzyka kredytowego rodzi pokusę zwiększenia ekspozycji kredytowej. Nieodpowiedzialne udzielanie kredytów może doprowadzić do zachwiania stabilności finansowej nie tylko podmiotu zwiększającego ekspozycję kredytową, ale całego systemu finansowego (kryzys na rynku kredytów *subprime*). W celu zapobiegania takim praktykom należy zwrócić szczególną uwagę na problem asymetrii informacji. Asymetria informacji występuje wówczas, gdy uczestnicy rynku nie mają równego dostępu do informacji³². W takich warunkach istnieje możliwość wystąpienia zjawiska selekcji negatywnej, polegającej na liberalnym podejściu do kredytobiorców³³. Zbyt tolerancyjna polityka wobec kredytobiorców może się stać przyczyną pogorszenia portfela kredytowego. Również wiedza kredytodawcy na temat sytuacji ekonomicznej kredytobiorców i próba transferu ryzyka kredytowego z aktywów o niskiej jakości mogą wywołać straty związane ze zjawiskiem negatywnej selekcji³⁴.

Ze zjawiskiem asymetrii informacji wiąże się również pokusa nadużycia, występująca po zakupie zabezpieczenia, a także osłabienie monitoringu standingu finansowego kredytobiorcy³⁵.

W warunkach nierównego dostępu do informacji wszystkich uczestników rynku może nastąpić przekształcenie instrumentów transferu ryzyka w instrumenty toksyczne. Toksyczne instrumenty są definiowane jako instrumenty oferowane przez instytucje zaufania publicznego podmiotom, którym instytucje te nie uświadomiły lub zataiły ryzyko z nich wynikające³⁶. Zatem masowe wprowadzenie kre-

³² P. Niedziółka: *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*. SGH, Warszawa 2011, s. 363.

³³ A. Huterska: Op. cit., s. 48.

³⁴ Ibid.

³⁵ Ibid.

³⁶ P. Karkowski: Op. cit., s. 17.

dytowych instrumentów pochodnych na RRP i zakup ich przez podmioty nieświadome ich ryzyka może się okazać bardzo poważne w skutkach.

Asymetria informacji, występująca niemal we wszystkich dziedzinach życia gospodarczego, powinna być pod szczególnym nadzorem regulatorów rynku. Nieuniknione wydaje się być wprowadzenie odpowiednich rozwiązań prawnych ograniczającej skutki tej asymetrii. Centralizacja obrotów na RRP, w sytuacji utrudnionego dostępu do informacji, może narazić inwestorów na ryzyko poniesienia ogromnych strat.

Zjawiskiem negatywnym dla wprowadzenia derywatów kredytowych na RRP może być brak popytu na ten rodzaj instrumentu, spowodowany np. brakiem informacji dotyczących oceny ryzyka kredytowego. Może to być również związane ze zbyt wysokim poziomem ryzyka w konfrontacji do oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji. Z drugiej strony, wysokie koszty ratingu emitenta oraz ratingu walorów mogą stanowić barierę emisji kredytowych instrumentów pochodnych.

Wprowadzenie derywatów kredytowych na RRP z pewnością nie byłoby wolne od zagrożeń. Niepewność towarzyszy w każdej dziedzinie życia, a mimo to istnieją podmioty skłonne zaakceptować większy poziom niepewności za odpowiednim wynagrodzeniem. Warto zatem rozważyć wprowadzenie derywatów kredytowych do zorganizowanego obrotu, choćby ze względu na możliwość modelowania ryzyka kredytowego.

Podsumowanie

Celem niniejszego opracowania była próba podjęcia dyskursu na temat wprowadzenia innowacyjnych instrumentów finansowych do zorganizowanego pozagiełdowego systemu obrotu. Autorka postawiła pytanie o możliwości wprowadzenia derywatów kredytowych na Regulowany Rynek Pozagiełdowy. W toku przeprowadzonych rozważań okazało się, iż regulacje prawne obowiązujące na RRP prowadzonym przez Spółkę Zależną BondSpot SA pozwalają na wprowadzenie derywatów kredytowych do zorganizowanego systemu obrotu.

Ponadto wykazano, iż w obecnych warunkach, korzystając z doświadczeń innych rynków, istnieje możliwość wprowadzenia lokalnych lub regionalnych derywatów kredytowych w dwojakiej formie: jako indywidualne instrumenty, jak i w formie indeksów kredytowych, wykorzystując przy tym istniejącą infrastrukturę RRP.

Ze względu na ograniczenia objętościowe niniejszego opracowania omówiono wyłącznie główną ideę swapów kredytowych i indeksów kredytowych. Tym nie mniej posługiwano się pojęciem szerszym – derywaty kredytowe – zawierającym w sobie także inne rodzaje kredytowych instrumentów pochodnych. Było to zamierzone działanie, ze względu na fakt, iż nie wyklucza to pozostałych instrumentów pochodnych z możliwości wprowadzenia ich na RRP.

Wydaje się, że korzyści wprowadzenia derywatów kredytowych przewyższą zagrożenia z tym związane. Strona zabezpieczająca się przed ryzykiem kredytowym uzyska dostęp do płynniejszego rynku. Dla inwestorów natomiast powiększy się skala instrumentów o różnym stopniu ryzyka, a co za tym idzie, różnej stopie zwrotu. Zwiększy się także potencjał całego rynku kapitałowego. Standaryzacja derywatów kredytowych (niezbędna przed wprowadzeniem do regulowanego obrotu) zwiększy przejrzystość tego segmentu rynku. To z kolei wpłynie pozytywnie na jego płynność. Dzięki temu wzrośnie zainteresowanie obrotem derywatami kredytowymi, a w konsekwencji pozytywnie wpłynie na wzrost liczny uczestników rynku kapitałowego, którego innowacyjność wzmocni pozycję konkurencyjności. Warszawa mogłaby zatem wyprzedzić pozostałe regionalne ośrodki finansowe i poprzez wprowadzenie nowych, innowacyjnych instrumentów na regulowany rynek pozagiełdowy stać się centrum finansowym Europy Środkowo-Wschodniej.

BONDSPOT AS A PLATFORM FOR TRADING CREDIT DERIVATIVES

Summary

The uncertainty in global economy, enforce the need for more effective management of credit risk. One of the aspects of this management is the use of credit derivatives. Although these instruments have been used for a long time, still are regarded as innovative instruments. In addition, these transactions in Poland still remains outside the regulated market. This causes danger of transforming them in tools that can be toxic and harmful for the Polish financial system.

The aim of this study is the attempt to discuss the introduction of innovative financial instruments to over-the-counter-market (OTC). The author asks a question about the possibility of introducing credit derivatives on the regulated market, both in terms of le-

gal aspect and potential of these instruments in the management of the credit risk. The study also presents balance between opportunities and risks of concentration on the regulated market.

The study raises the hypothesis, that the introduction of credit derivatives to the organized market increase the potential of the Polish capital market, its innovation and popularity of which Warsaw could become financial center of Central and Eastern Europe.